

DOSSIER 1 - ÉTUDE DE CAS : LE GROUPE NUMÉRICABLE

1. Rappeler brièvement la signification des comptes combinés.

Conformément aux dispositifs du CRC 99-02, les comptes combinés représentent les comptes d'un ensemble de structures comme si cet ensemble était formé d'une seule entité. Les comptes combinés sont obtenus en procédant au cumul des comptes des structures faisant partie du périmètre des comptes, éventuellement après retraitement et reclassement. Les différentes structures qui sont souvent liées entre elles par convention ou par des représentants, et qui déclinent des stratégies communes, représentent alors un ensemble économique homogène.

Les comptes combinés se différencient des comptes consolidés sur les points suivants :

- compte tenu de l'absence de liens capitalistiques, les fonds propres combinés représentent le cumul des capitaux propres des entités incluses dans le périmètre de combinaison (pris en compte à 100 % hors exception) et la quote-part des capitaux (part du groupe) des filiales consolidées par des entités tête de file incluse dans le périmètre de combinaison ;
- lors du cumul des capitaux propres des entités combinées, il ne peut être constaté d'intérêts minoritaires. Les intérêts minoritaires présentés au bilan combiné sont ceux déjà présents au passif du bilan de chacune des entités du périmètre.

2. À la veille de l'introduction en bourse en octobre 2013 :

2.1 Quelles sont les activités créatrices de valeur pour le groupe ?

Selon son *Business Model* décrit dans l'annexe 2, le Groupe a trois activités : activités B2B ; activités B2C ; Wholesale.

Suite à une hausse du CA global en 2011, on s'aperçoit que l'année 2012 a marqué un ralentissement général. Mais cette baisse du CA est inégale entre les métiers. Si l'activité B2C représente en moyenne les 2/3 du CA (64 % en 2012), elle a tendance à stagner au détriment des deux autres activités. Ces deux dernières, à destination des professionnels, sont des activités plus récentes pour le Groupe, qui nécessitent beaucoup plus d'investissement. L'évolution en croissance est donc plus forte. Mais le groupe tire l'essentiel de sa trésorerie (approximée par l'EBITDA dans le cas présent) par l'activité B2C.

En revanche, l'évolution en croissance (poids du taux de marge brute (EBITDA/CA)) est plus importante pour l'activité B2C notamment en 2012 (*cf tableau ci-dessous*) - l'activité Wholesale étant faible en valeur absolue même si le taux de marge en valeur relative reste élevé.

EBITDA/CA	B2C	B2B	Wholesale
2012	47,50%	30,60%	45,26%
2011	47,69%	22,30%	45,17%
2010	47,43%	22,79%	36,39%

Ainsi, l'activité B2C reste la principale activité créatrice de valeur même si certaines opportunités sont en phase d'être saisies dans l'activité B2B. L'activité Wholesale reste à ce jour dominée par Orange et SFR.

2.2 Quelle est la situation financière du groupe Numéricable ? Pour cela, vous appréciez tout particulièrement la situation de l'endettement net du groupe et le poids du gearing pour les années 2010 à 2012.

Le groupe est très fortement endetté au 31/12/2012. Son endettement net qui est de 3033,07 M€ (2926,34 + 114,73 – 7,9), s'est maintenu – ou à très faiblement diminué - par rapport à 2011 (3063,96 M€) et 2010 (3362,35 M€). Dans tous les cas, il est trop fort vis-à-vis de son CA et de sa capacité de remboursement mesurée par le flux de trésorerie opérationnelle ou la MBA [ratio standard (endettement net / CAF) < 3 ; ici en 2012 : 3033,07 M€/ 530,96 = 5,7 fois !!].

Pour faire face à ses échéances de remboursement de dettes en 2012 (957,18 M€ cf le tableau de flux de trésorerie), la société a dû émettre en 2012 deux emprunts à haut rendement pour sur le marché irlandais d'un montant net de 830,97 M€ (860 M€ moins les frais divers), dont le coût (intérêts financiers) pèse considérablement. Il est probable que la société n'a pas réussi à trouver un pool bancaire lui permettant de continuer à financer ses investissements. Le montant des intérêts financiers décaissés en 2012 (152,11 M€) et en 2011 (154,8 M€) ramené à l'EBIDTA, révèle un poids de 25,75 % en 2012 et de 27,48% en 2011, bien trop élevé par rapport aux normes et aux covenants signés par le groupe.

Quant aux poids du *gearing* (endettement financier net /capitaux propres), il n'a pas de sens à être calculé dans le présent cas, car les capitaux propres sont négatifs.

Au 31 décembre 2012, le groupe a des capitaux propres négatifs et un endettement à long terme très lourd. L'offre et l'admission des actions de la Société aux négociations sur le marché Euronext Paris ont pour objectif de permettre au Groupe de réduire son endettement, de renforcer sa structure financière et d'accroître sa flexibilité financière et stratégique en vue de soutenir son développement et sa croissance.

3. Pouvez-vous reconstituer les modalités de fixation de la fourchette de prix entre 20,30 € et 24,80 € :

3.1. Par la méthode des multiples et des comparables boursiers ?

	Fourchette basse	Fourchette haute
Multiple de Valorisation	8,167x	9x
EBITDA	615 M€	615 M€
VE = Multiple x EBITDA	5 022,8 M€	5 535 M€
Endettement Net	2 460 M€	2 460 M€
CP = VE - Endettement	2 562,8 M€	3 075 M€
Nombre d'actions	126 247 651	123 990 680
CP/Nombre d'actions	20,30 €	24,80 €

L'endettement net est de : $4 \times \text{EBITDA}_{2013} = 4 \times 615\text{M€} = 2 460 \text{ M€}$

3.2. Par la méthode des flux de trésorerie ?

$$VE = VCP + VD$$

$$VE = \sum_{i=1}^n \left(\frac{FTD_i}{(1+t)^i} + \frac{VT_n}{(1+t)^n} \right)$$

avec,

VE : Valeur de l'entreprise

VCP : Valeur des capitaux propres

VD, valeur de l'endettement net ; Au 31/12/2013, VD = 2 460 M€

t, le taux d'actualisation à 10%

$$VT = \frac{FDT_n \times (1+g)}{(t-g)}$$

g, le taux de croissance à 1%

	2013	2014	2015	2016
CA	1336,91	1377,02	1418,33	1475,06
EBITDA	615,00	647,20	666,62	693,28
- DAP	334,23	344,26	354,58	368,77
=REX	280,77	302,94	312,03	324,51
-IS	93,58	100,97	104,00	108,16
+DAP	334,23	344,26	354,58	368,77
+/-VarBFR	32,00	35,00	45,00	45,00
-It	300,00	300,00	300,00	300,00
=FTD	189,42	211,23	217,62	240,12
FTD Actualisés	184,96	187,50	175,61	176,16

Fin 2013, on actualise sur 3 mois (3/12), fin 2014 sur 1 an et 3 mois (15/12), etc.

La somme des FTD actualisés = 724,23 M€

$$VT = FTD 2016 \times (1+g) / (k-g)$$

$$VT = 240,12 \text{ M€} \times (1+1\%) / (10\% - 1\%) = 2 694,67 \text{ M€}$$

$$VT = 5 453,76 \text{ M€} / (1+10\%)^{3,25} = 1 976,88 \text{ M€}$$

$$VE = 724,23 + 1976,88 = 2 701,11 \text{ M€}$$

Au 31/12/2013, VD = 2 460 M€

$$\text{VD actualisée sur 3 mois : } 2 460 \text{ M€} / (1+3\%)^{0,25} = 2 441,48 \text{ M€}$$

$$VCP = VE - VD = 2 701,11 \text{ M€} - 2 441,48 \text{ M€} = 259,22 \text{ M€}$$

Soit à l'unité : 259,22 M€ / 123 990 680 actions = 2,09 €/action

4. Rappeler les caractéristiques et le déroulement de la procédure d'une OPO (Offre à Prix Ouvert) et d'un Placement Global (ou Placement Garanti) ?

L'offre à prix ouvert (OPO)

Caractéristiques principales

L'offre porte sur le prix et sur la quantité. Mais le prix définitif du titre n'est connu qu'au dernier moment : seule une fourchette de prix indicative est fournie à la communauté financière. L'investisseur devra :

- donner la quantité de titres qu'il désire ;
- donner le prix maximum auquel il désire acquérir ces titres.

Déroulement de la procédure

Le premier cours côté du titre, sera le prix définitif de l'offre. Deux cas de figure :

- le taux de service est supérieur à 1 % de la demande : l'offre est déclarée positive ;
- le taux d'allocation est inférieur à 1 % : l'introduction est reportée et le prix sera relevé de 5 %.

L'OPO est souvent couplée avec une autre procédure.

- Avec un placement garanti pour élargir l'introduction et améliorer la liquidité du titre.
- Avec une Offre à Prix Ferme (OPF.)

Le Placement Global (ou Placement Garanti)

Caractéristiques principales

Dans cette procédure, l'introducteur (généralement un syndicat bancaire) décide d'allouer, de façon discrétionnaire, les actions aux investisseurs. En général, le placement est associé à une autre procédure d'introduction (pour une partie des actions) : OPF, OPO, cotation directe etc. et est réservé aux professionnels.

Objectifs pour l'entreprise :

- lui permettre de disposer d'un actionnariat stable d'investisseurs institutionnels ;
- garantir le succès de l'introduction ;
- permettre une meilleure liquidité du titre (surtout si elle est couplée avec une OPO) ;
- une meilleure valorisation (couplée avec OPO).

Objectifs pour les investisseurs institutionnels :

Satisfaction de leurs capacités d'investissement importantes (attribution d'un nombre d'actions plus élevé que pour les particuliers : le plus souvent, entre 85 et 90 % du montant de l'opération).

Déroulement de la procédure

- L'entreprise constitue un syndicat bancaire, dirigé par un établissement chef de file.
- L'établissement chef de file se charge du placement des titres offerts aux institutionnels.
- Les institutionnels qui souhaitent acquérir des titres font leurs offres dans une fourchette de prix préétablie.
- Le chef de file collecte la totalité des ordres suivant la technique dite du « livre d'ordres » ou *book building*.
- Sous les directives de l'entreprise, l'établissement chef de file décide quels institutionnels verront leurs ordres exécutés.
- Une fois l'attribution des titres réalisée, l'établissement chef de file transmet à la société de bourse le récapitulatif des titres attribués.

5. Quelle est la répartition de l'actionnariat avant l'introduction en bourse ?

Sur les 113 910 035 actions, il faut enlever celles possédées par Altice (27 379 214 actions) et celles possédées par les Autres Actionnaires (1 238 261), il en reste donc 85 292 560 actions, à se partager en deux, soit 42 646 280.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote
Carlyle	42 646 280	37,44%
Cinven	42 646 280	37,44%
Altice	27 379 214	24,04%
Autres	1 238 261	1,08%
Total	113 910 035	100,00%

6. Que signifie une option de sur-allocation ? Quelle est la répartition de l'actionnariat si l'intégralité de l'option de sur-allocation est exercée ? Quel est le montant de l'option de sur-allocation en valeur ?

L'**Option de sur-allocation** (« Greenshoe » en anglais) désigne un mécanisme par lequel une banque émettrice peut réguler le prix d'une action tout juste introduite en bourse. L'entreprise et la banque émettrice se mettent d'accord sur un nombre donné d'actions à émettre et, s'ils le souhaitent, sur un nombre supplémentaire d'actions à émettre en vue d'assurer la stabilité des cours (jusqu'à 15 % du nombre principal d'actions). Lors d'une introduction en bourse, les actions nouvellement cotées peuvent être soumises à des déséquilibres entre l'offre et la demande, ce qui génère une forte volatilité. L'Option de sur-allocation peut atténuer ces déséquilibres.

Actionnaires	Détenzione (Hors exercice éventuel de l'Option de Surallocation)		Détenzione (Après exercice intégral de l'option de Surallocation)	
	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote
Altice	37 197 204	30,00%	37 197 204	30,00%
Carlyle	33 540 918	27,051%	32 237 577	26,00%
Cinven	24 925 004	20,102%	22 318 322	18,00%
Total Concert Altice-Carlyle- Cinven	95 663 126	77,15%	91 753 103	74,00%
Autres	2 030 219	1,637%	2 030 219	1,637%
Public	26 297 335	21,20%	30 207 358	24,362%
Total	123 990 680	100,00%	123 990 680	100,00%

À l'issue de l'introduction en bourse et de l'exercice de l'option de sur-allocation, la répartition du capital du groupe Numericable est la suivante : Altice 30 %, Carlyle 26 %, Cinven 18 % et les autres (autres actionnaires et le flottant) pour 26 %.

Dans le cadre de l'option de sur-allocation, il a été cédé en plus par :

Carlyle : 1 303 341 actions

Cinven : 2 606 682 actions

Soit un total de 3 910 023 actions

Au prix de la fourchette haute, soit 24,80 euros :

Montant total en valeur de l'option de sur-allocation :

3 910 023 actions x 24,80 euros = 96 968 570, 40 euros

7. Quel est le nombre total d'actions émis à la suite de l'introduction et quelle est la taille de l'offre en valeur ?

Le nombre total d'actions du groupe Numericable offertes dans le cadre de son introduction en bourse s'élève à 30 207 358 actions (26 297 335 actions + 3 910 023 action), soit 24,36 % du capital social de la société, portant ainsi la taille de l'offre à 749,15 millions d'euros (30 207 358 actions x 24,80 euros).

DOSSIER 2 – DÉCISION D'INVESTISSEMENT ET INCERTITUDE

«La prise en compte de l'incertitude dans les décisions d'investissement»

Il est attendu de la part du candidat de répondre de manière précise et structurée à la question posée.

Définition des termes du sujet

Décisions d'investissement : Selon Keynes, « *investir est le fait de se départir de liquidité pour en recevoir davantage ultérieurement* ». Un investissement est réalisable dès lors que la valeur actuelle des flux de trésorerie anticipés est supérieure au décaissement initialement réalisé.

L'incertitude correspond à une méconnaissance quant à l'avenir. Préciser la notion de risque (probabilisable) de la notion d'incertitude (non probabilisable) (Knight, 1921)

Le lien entre les deux termes du sujet

Les décisions d'investissement dépendent des opportunités perçues par les entreprises. La détermination de la faisabilité d'un projet d'investissement est basée sur l'anticipation des flux de trésorerie à venir. Cependant, dans un environnement incertain, il est particulièrement difficile d'anticiper les *cash-flows* futurs générés par un projet. Bien souvent, suivant l'évolution de la situation, les entreprises sont amenées à modifier les caractéristiques du projet : elles peuvent par exemple en reporter le lancement, élaborer des développements sur la base du projet initial, ou à l'inverse abandonner le projet en cours de route.

La problématique

« La prise en compte de l'incertitude dans les décisions d'investissement»

L'approche « statique »

Les outils financiers classiques tels que la VAN (Valeur Actuelle Nette), TRI, DRC ont été développés à une époque où les entreprises évoluaient dans un univers relativement stable. L'incertitude peut être prise en compte par l'intermédiaire du taux d'actualisation retenu. Face à une grande incertitude, les entreprises ont tendance à augmenter le taux d'actualisation des flux de trésorerie à venir. La conséquence en est une diminution de la VAN du projet, alors que cette incertitude peut être source de création de valeur !!

Dans un environnement incertain, il est particulièrement difficile d'anticiper les *cash-flows* futurs générés par un projet.

En situation d'avenir incertain probabilisable, les entreprises affectent une probabilité de réalisation aux différents flux de trésorerie à venir. Le projet sera sélectionné si l'espérance des flux de trésorerie actualisée est supérieure à l'investissement initial. L'utilisation du théorème de BAYES, par l'élaboration d'arbres de décisions, permet d'intégrer dans notre raisonnement l'impact des probabilités d'apparition d'une année sur l'autre.

En situation d'avenir incertain non probabilisable, des critères d'aide à la décision permettent de sélectionner un projet d'investissement. Nous pouvons citer : le modèle de LAPLACE (équiprobabilité), le critère de WALD (MAXIMIN), le critère de HURWITZ (MAXIMAX), le critère combiné et le critère de SAVAGE (coût d'opportunité).

Les limites de cette approche :

Dans ce type de contexte, la principale faiblesse de la VAN et autres critères réside dans son caractère statique. Lorsqu'un projet d'investissement est valorisé par un calcul de VAN, il est analysé dans une configuration bien précise, sans prendre en compte le fait qu'il peut subir des modifications par la suite.

L'approche dynamique : (Myers, Trigeorgis)

Selon Myers (1977), l'approche par les options réelles permet d'intégrer l'impact des opportunités dans la décision d'investissement. « *L'idée sur laquelle se fonde ce concept est qu'une opportunité d'investissement peut être comparée à une option : l'entreprise réalise un investissement de faible importance pour acquérir l'option ; elle conserve ensuite cette option jusqu'à une date donnée, ou jusqu'à ce qu'une opportunité se présente. Suivant que les circonstances sont alors favorables ou non, elle décidera d'exercer l'option – et d'enranger les gains correspondants – ou bien de l'abandonner* ».

La méthode repose donc sur la décomposition du projet d'investissement en deux étapes :

- une première étape d'observation (faible décroissement à réaliser) ;
- puis une seconde étape correspondant à l'exercice ou à l'abandon de l'option.

« *Les options réelles sont un concept directement dérivé de la théorie des options financières, elles sont principalement utilisées sur des types de décisions d'investissement bien précis, comme des décisions dans la production et l'exploration pétrolière ou dans le développement de programmes de R&D pharmaceutiques. Généralement, l'entreprise acquiert l'option en effectuant un investissement initial (par exemple un test de marché, la formation d'un joint-venture, un projet R&D pilote) qui lui donne l'opportunité d'investir davantage. Par la suite, l'entreprise pourra choisir si elle exerce ou non l'option, en développant le projet à grande échelle (lancement du produit sur l'ensemble du marché, développement d'une filiale possédée à 100 %, lancement d'un grand programme de R&D)* ».

Selon Mc DONALD et SIEGEL (1986) en situation d'incertitude, il peut être intéressant de réaliser un investissement même si la VAN est négative. En effet, la VAN globale d'un projet

englobe la VAN de base et la valeur de l'opportunité (croissance, désistement, etc.) correspondant à la valeur de l'option réelle.

La valorisation des opportunités (ou des options réelles) peut être réalisée par les modèles binomiaux de COX-ROSS-RUBINSTEIN (1979) et/ou le modèle de BLACK et SCHOLES (1973). Dans ces deux modèles :

- le cours actuel de l'actif sous-jacent correspond à la valeur actuelle des flux de trésorerie procurés par le projet ;
- le prix d'exercice correspond à l'investissement à réaliser à maturité ;
- le taux sans risque dépend du taux OAT10, (taux d'intérêt composé en continu dans le modèle de BLACK et SCHOLES) ;
- le temps s'écoulant jusqu'à maturité, correspond à la période comprise entre le jour de l'étude et le jour de l'exercice de l'option,
- la volatilité du cours du sous-jacent est mesurée par l'écart des variations du sous-jacent.
-

Selon une étude réalisée par Charlotte Krychowski, les entreprises utilisent essentiellement (85 %) les critères de la VAN et du TRI. Seulement 27 % des entreprises intègrent le concept d'options réelles dans leur processus décisionnel.