

## **SESSION 2015**

### **UE2 – FINANCE**

Éléments indicatifs de corrigé et barème national

Afin que le jury national puisse se prononcer en toute équité,  
ce barème doit être respecté par toutes les commissions de correction.

DOCUMENT CONFIDENTIEL  
AUCUNE DIFFUSION AUTORISÉE  
À L'EXCEPTION DES CORRECTEURS

## DOSSIER 1 : ETUDE DE CAS

### 1. Définir la notion de fonds souverain

- Fonds d'investissement détenus par un état,
- Dont les fonds sont issus d'un excédent de balance commerciale et/ou de l'exploitation de matières premières,
- Selon leurs états d'origine (Norvège, Russie, Chine..) les logiques d'investissement peuvent être différentes

### 2. Réaliser les différentes opérations suivantes permettant de réaliser les premiers éléments d'un diagnostic financier du groupe FIERTE DE BRETAGNE :

- a. Analyser l'aptitude du groupe à dégager des résultats en étudiant l'évolution entre N-1 et N en valeur et en structure du chiffre d'affaires de trois indicateurs (dont l'EBITDA) vous apparaissant comme les plus pertinents.

L'analyse du compte de résultats en valeur et en structure fait rapidement apparaître une évolution éloquent au niveau des charges pesant le plus dans sa structure : le coût des ventes.

L'indicateur de **Marge Brute** apparaît essentiel à analyser dans le sens où

- alors que les produits des activités ordinaires progressent de 7,52%
- le coût des ventes n'augmente que de 3,97%

ce qui permet à la marge brute de progresser en valeur (+11,18%) et en taux

<i>en millions d'euros</i>	<i>N</i>	<i>N-1</i>	$\Delta$	% PAO N	% PAO N-1
<b>Produits des activités ordinaires</b>	<b>14605</b>	<b>13584</b>	7,52%	100,00%	100,00%
Coût des ventes	-7175	-6901	3,97%	<b>-49,13%</b>	<b>-50,80%</b>
<b>Marge brute</b>	<b>7430</b>	<b>6683</b>	11,18%	50,87%	49,20%

Cette amélioration se répercute en cascade sur l'évolution de l'EBITDA. Les charges de personnel ainsi que les autres produits et charges opérationnels courants progressant dans avec des taux proches de l'augmentation du chiffre d'affaires

**Calcul de l'EBITDA en N** : résultat opérationnel courant + dotations nettes aux amortissements et des provisions sur actifs opérationnels non courants (cf annexe 2, note 1) = 1532+ 329= 1861

	<i>N</i>	<i>N-1</i>	$\Delta$	% PAO N	% PAO N-1
EBITDA	1861	1574	18,23%	12,74%	11,59%

La faiblesse du coût de l'endettement au regard du chiffre d'affaires permet par ailleurs tant pour le **résultat avant impôt** que pour le **résultat net** de bénéficier des évolutions favorables précédemment citées.

Calcul de coût de l'endettement net = coût de l'endettement financier net (cf annexe 2 note 2) / Chiffre d'affaires = 231/ 14605= 1,58%.

<b>Résultat avant impôt</b>	<b>1084</b>	<b>502</b>	<b>115,94%</b>	<b>7,42%</b>	<b>3,70%</b>
Impôt sur le résultat	-304	-172	76,74%	-2,08%	-1,27%
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	36	0		0,25%	0,00%
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>816</b>	<b>330</b>	<b>147,27%</b>	<b>5,59%</b>	<b>2,43%</b>

**En conclusion** le groupe a enregistré une progression de ses ventes supérieure à celles de ses différents coûts. Cette évolution a pu résulter d'une augmentation de ses prix de vente sur des produits à faible élasticité de la demande, d'une augmentation des ventes sur les produits à plus forte marge...

**b) . Apprécier l'autonomie financière, la capacité de remboursement et la solvabilité du groupe à partir de la détermination pour N-1 et N, des indicateurs les plus pertinents.**

	N	N-1
endettement financier (1)	5632	5783
/capitaux propres	10599	9880
<b>= autonomie financière</b>	<b>53,14%</b>	<b>58,53%</b>
endettement financier (2)	5632	5783
/capacité d'autofinancement	1167	1054
<b>= capacité de remboursement</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>
	<b>soit 4 ans et 10 mois</b>	<b>soit 5 ans et demi</b>
fonds propres	10599	9880
/Passif	24694	24375
<b>=solvabilité</b>	<b>42,92%</b>	<b>40,53%</b>

(1) cf. bilan économique annexe 1

(2) cf. annexe 2.2 note 4

**A partir des trois ratios calculés on peut considérer que la structure financière du groupe est satisfaisante. Celui-ci présente en effet un faible endettement brut. La trésorerie dont le groupe dispose en actif (du moins à la clôture du bilan) fait apparaître un endettement net encore plus faible. Par ailleurs le groupe semble disposer des moyens nécessaires à son remboursement.**

**c. Apprécier la rentabilité à partir de la détermination, pour N-1 et N, de la rentabilité économique après impôts et de la rentabilité financière. Ce dernier indicateur sera calculé pour l'ensemble de l'entité ainsi que pour le groupe en tant que tel**

### Calcul des rentabilités

Ici, l'ensemble de la trésorerie dont nous disposons est nécessaire à l'exploitation. Le raisonnement va par conséquent porter sur l'endettement brut.

Dans ce cas, nous avons : Résultat économique = [résultat opérationnel + produits de trésorerie + autres produits et charges financiers] x taux d'imposition

<b>Calcul du ROCE et ROIC</b>	<b>N</b>	<b>N-1</b>
Résultat opérationnel	1338	865
+ Produits de trésorerie	8	9
+ Autres produits et charges financières	-23	-135
<b>= Résultat économique</b>	<b>1323</b>	<b>739</b>
Impôt	304	172
/(résultat opérationnel	1338	865
+ résultat financier)	-254	-363
<b>= taux d'imposition théorique</b>	<b>28,04%</b>	<b>34,26%</b>
Résultat économique	1323	739
- Impôt théorique	-371	-253
<b>= Résultat économique net d'impôt</b>	<b>952</b>	<b>486</b>
Résultat économique net d'impôt	952	486

/ capitaux employés	17283	16729
<b>= ROCE</b>	<b>5,51 %</b>	<b>2,90 %</b>

<b>Rentabilité des capitaux propres</b>	<b>N</b>	<b>N-1</b>
RN consolidé	816	330
/CP groupe + minoritaires	11651	10946
<b>= ROE global</b>	<b>7,00 %</b>	<b>3,01 %</b>
RN groupe	764	313
/Capitaux propres groupe	10599	9880
<b>= ROE groupe</b>	<b>7,21 %</b>	<b>3,17 %</b>

La rentabilité financière bénéficie d'une augmentation de la rentabilité économique entre N-1 et N ainsi que de l'effet de levier qu'apportent les emprunts, en particulier en raison du faible coût de ces derniers. En raison de l'importance des actifs la rentabilité économique, notamment en N-1 pouvait apparaître relativement faible.

En N le taux de rentabilité financière pour le groupe apparaît par ailleurs bien supérieur pour le groupe que pour les minoritaires.

3. A partir des premières analyses réalisées dans la question 2, effectuer un diagnostic financier au regard de ce qu'une rapide lecture des états financiers laisse entrevoir de la stratégie mise en œuvre. Vous indiquerez si la situation est susceptible de répondre aux spécificités de l'investisseur précité.

#### **Analyse de la stratégie entreprise :**

L'analyse du bilan, notamment de l'actif, fait apparaître l'importance des acquisitions réalisées. Le goodwill et les marques acquises lors d'opérations de croissance externe représentent un poids important au regard du montant total des actifs (les normes comptables internationales ne permettent pas en effet l'activation de marques propres). Le groupe s'est donc constitué par des opérations de rachat.

On peut ainsi s'interroger sur l'impact de cette stratégie

- sur la performance, les synergies attendues par ces différentes acquisitions se sont-elles réalisées ?
- ainsi que sur le respect de l'équilibre financier du groupe.

#### **Diagnostic financier :**

##### ***En termes de performance :***

Dans un contexte économique plutôt morose, la profitabilité du groupe progresse comme cela a été précédemment analysé. Il semble donc que les synergies attendues par les regroupements et les acquisitions soient en cours d'obtention. Le recours à des marques a peut-être renforcé un positionnement plus haut de gamme permettant l'augmentation des prix précédemment évoquée.

En termes de rentabilité, le groupe fait apparaître des taux, notamment en rentabilité économique inférieure à son concurrent. Il conviendrait de pouvoir disposer d'éléments permettant une analyse comparée des profitabilités. Par ailleurs ces différences pourraient éventuellement s'expliquer par des stratégies différentes, le groupe Blancmont ayant pu développer une croissance interne et présenter un bilan moins chargé en actifs.

##### ***En termes de situation financière :***

Le poids de l'endettement apparaît relativement peu élevé au regard de la stratégie de croissance externe. Cela laisserait supposer que la croissance externe a été financée pour partie par trésorerie ou par émission de titres..

On peut penser que l'entreprise pourrait si la situation se présente poursuivre ses acquisitions.

##### ***Au regard de l'investisseur considéré :***

On peut penser que le fonds souverain est surtout à la recherche d'un certain potentiel de développement ce que ce groupe semble posséder. Par ailleurs, son secteur d'activité lui permet s'affranchir d'une conjoncture morose. Il pourrait être intéressant de connaître éventuellement le taux de rentabilité requis par cet investissement mais également les objectifs attendus : rendement, accès à des compétences en matière de luxe...

**4. Montrer que les capitaux propres peuvent être considérés comme une option d'achat sur les actifs de l'entreprise. Pour cela indiquez quels sont les paramètres de cette option d'achat.**

Les actionnaires de la société ne seront seuls à avoir des droits sur la société qu'après remboursement de la dette financière. Ils peuvent donc opter à l'échéance entre :

- rembourser la dette et payer ses intérêts et devenir ainsi seuls propriétaires de la société
- ou faire faillite, en renonçant à rembourser la dette et les intérêts et donc perdre la propriété de la société.

Cette opération est assimilable à une option d'achat sur les actifs de l'entreprise

Option d'achat sur action	Capitaux propres de l'entreprise
Actif sous-jacent	Les actifs de l'entreprise
Prix d'exercice	Valeur de remboursement de la dette et de ses intérêts (en cas d'exercice de l'option)
Date d'échéance	Dans 5 ans
Prime	Elle représente la valeur de marché des capitaux propres

**5 Indiquer de quelle façon, il est possible de déterminer la valeur de marché des capitaux propres**

La valeur de marché des capitaux propres peut être déterminée en appliquant la formule de Black et Scholes à condition d'avoir déterminé au préalable l'écart type du taux de rendement annuel de l'actif sous-jacent.

**6. En supposant que la valeur de marché des capitaux propres soit de 9,77 milliards à fin N, déterminer la valeur de marché de la dette compte tenu du risque de faillite.**

La valeur de marché de la dette risquée est diminuée du fait du risque couru par les créanciers de ne pas être remboursés en cas de faillite

Valeur de marché de la dette risquée :

Valeur des actifs = valeur de marché des capitaux propres + valeur de la dette risquée (D)

$$16 = 9,77 + D$$

$$\text{Donc } D = 6,23$$

**7. Après avoir établi le bilan classique et le bilan optionnel à Fin N, il vous est demandé d'émettre un avis sur l'intérêt pour le fonds souverain d'entrer dans le capital du groupe FIERTE DE BRETAGNE**

<i>Bilan classique</i>		<i>Bilan optionnel</i>	
Actifs 16	CP 10 DF 6	Actifs 16	CP 9,77 DF 6,23

Il faut exercer le call car la valeur de l'entreprise est supérieure à la valeur de remboursement de la dette. Les actionnaires remboursent la dette et s'approprient la différence entre la valeur de l'entreprise et le remboursement de la dette.

8. Le rapport de gestion du groupe FIERTE DE BRETAGNE indique que, le groupe réalisant une part de plus en plus importante de ses activités à l'international, souhaite mieux se couvrir contre son risque de change. Il en envisage de recourir aux trois instruments suivants : l'achat à terme de devises, le swap de change et l'option de change. Expliquer le mécanisme de fonctionnement et justifier de l'intérêt d'y recourir compte tenu des données fournies en annexe.

#### **Achat à terme de devise :**

Le change à terme permet de fixer aujourd'hui un cours d'achat ou de vente de devises pour une échéance future. L'exportateur, pour se couvrir contre le risque de change lié à la dépréciation éventuelle d'une devise, vend à terme à sa banque le montant de sa créance. Il fixe ainsi de façon précise le montant de monnaie nationale qu'il recevra à l'échéance.

L'importateur, quant à lui, pour se couvrir contre le risque de change lié à l'appréciation éventuelle d'une devise, achète à terme les devises correspondant au montant de sa dette. Il connaît ainsi avec précision le montant en monnaie nationale qu'il devra payer.

**Avantage :** le cours est garanti et connu dès la couverture

**Inconvénient :** engagement ferme et cours non négociable.

#### **Swap de change :**

1. Echange du capital : les 2 contreparties échangent les montants nominaux de leur dette respective. Cette opération est généralement réalisée au cours spot du moment. Il s'agit d'une opération de change au comptant.
2. Remboursement du capital : à l'échéance, chacun remboursera à l'autre le montant du capital intérêts inclus. Ceci équivaut également à une opération de change dont le cours induit est le cours à terme de l'opération.

Le flux montre bien qu'il s'agit en réalité d'une opération de trésorerie avec versement du capital en date spot et remboursement du capital et des intérêts à l'échéance.

**Avantages :** offre une liquidité très importante + les deux contreparties peuvent monter un swap de change en décidant de toutes les caractéristiques telles que l'échéance, le montant, le cours

**Inconvénients :** engagement ferme.

#### **Option de change**

Avec l'option de change, l'acheteur acquiert le droit, moyennant le paiement d'une prime (ou prix de l'option), de vendre ou acheter un montant en devises, à une échéance et à un cours fixés à l'avance.

A l'export, l'achat d'une option de vente en devises (put) protège d'une baisse des cours de change tout en permettant de bénéficier d'une hausse.

A l'import : l'achat d'une option d'achat en devises (call) protège d'une hausse des cours (tout en permettant de bénéficier d'une baisse éventuelle).

**Avantage :** instrument conditionnel + garantie d'un cours fixé à l'avance (prix d'exercice)

## DOSSIER 2 : POLITIQUES DE RACHATS D'ACTIONS

### Définition des rachats d'actions :

Autorisé depuis 1998 en France, le rachat d'action signe l'action des entreprises qui rachètent leurs propres actions dans le but de ne pas laisser une quantité trop importante d'actions sur le marché. Il s'agit d'une décision prise par les actionnaires de l'entreprise à l'occasion d'une assemblée générale. L'acte de racheter ses propres actions fait partie des opérations financières courantes et rencontrées fréquemment dans la vie quotidienne des marchés financiers. Il consiste, pour une société cotée en Bourse, à racheter une partie de ses titres en circulation sur une place financière donnée. C'est donc une intervention d'une entreprise sur son propre capital, qui n'est pas sans conséquence sur le flottant. Il permet à une entreprise d'augmenter son autocontrôle mais donne également des indications aux marchés sur sa stratégie industrielle et financière.

Deux techniques principales s'offrent à l'émetteur français :

- Pour les sociétés cotées uniquement, le rachat sur le marché dans la limite de 10 % du capital et dans le cadre d'un programme de rachat d'action approuvé par l'assemblée des actionnaires (la société doit avoir préalablement publié une note d'information visée par l'Autorité des Marchés Financiers ; la durée maximale du programme est de 18 mois).
- L'offre de rachat ouverte à tous les actionnaires. Si la société est cotée, on parle alors d'offre publique de rachat (OPRA) par la société de ses propres actions.

Ainsi en 2011, en annonçant une offre publique de rachat sur ses propres actions d'un montant de 1,25 milliard d'euros, le groupe Bouygues a vu grimper son titre de plus de 12% en bourse.

### Les motivations des rachats d'actions pour les actionnaires et pour les dirigeants

Sans fournir plus d'explications détaillées, les principales motivations sont les suivantes :

- Améliorer le coût moyen pondéré du capital
- Améliorer la valeur de l'action (mobilisation de la théorie de l'agence)
- Améliorer le BPA, donc le dividende unitaire (mobilisation de la théorie du signal : les investisseurs se précipitent alors sur le titre qui propose un dividende unitaire qui s'améliore, faisant ainsi augmenter le cours de l'action)
- Améliorer la rentabilité financière (baisse des capitaux propres à résultat équivalent)
- Offrir une liquidité aux actionnaires (notamment à moindre coût fiscal)
- Annuler les effets dilutifs du capital et/ou couvrir les plans de stock-options
- Conforter la participation d'un actionnaire qui ne participe pas à la réduction de capital
- Disposer en stocks de titres pour :
  - Avoir une monnaie d'échange pour lancer une OPE
  - Distribuer ses actions à ses salariés ou dirigeants
  - Placer une partie de la trésorerie à un moment où les marchés sont en baisse

### Les principales limites des politiques de rachats d'actions

- Réduction des investissements et même hausse de l'endettement pour pouvoir augmenter leurs dividendes et leurs rachats d'actions
- Sacrifier des investissements porteurs de croissance future au détriment d'une rémunération immédiate
- Penser le rachat d'action est un outil de création de valeur à court terme mais destructeur de valeur à long terme
- Une grande aversion au risque de la part des dirigeants

### Conclusion

Les rachats d'actions sont une politique de dividende « déguisé ». Elles sont donc nécessaires pour les sociétés cotées afin de stabiliser leur actionnariat (notamment les grandes qui ont des investisseurs institutionnels). Elles sont utiles également lorsque les projets d'investissement sont réduits afin de rendre cet argent aux actionnaires. En revanche, elles sont dangereuses et inutiles lorsqu'elles deviennent un objectif de gestion financière