

1900002

DSCG

SESSION 2019

UE2 – FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures

Coefficient : 1

EXPERT FISCAL

1900002

DSCG

SESSION 2019

UE 2 – FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures - coefficient : 1

Document autorisé :

Aucun

Matériel autorisé : **l'usage de tout modèle de calculatrice, avec ou sans mode examen, est autorisé.**

Document remis au candidat :

Le sujet comporte 8 pages numérotées de 1/8 à 8/8.

Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à votre disposition.

Le sujet se présente sous la forme de 2 dossiers indépendants

Page de garde page 1

DOSSIER 1 : Étude de cas : le cas Éditlivres (75 points, soit 15/20) page 3

DOSSIER 2 : Réflexion sur les montages financiers et l'endettement (25 points soit 5/20) page 4

Le sujet comporte les annexes suivantes

DOSSIER 1

Annexe 1 : Comptes consolidés page 5

Annexe 2 : Présentation du montage financier page 6

Annexe 3 : Notation Standard and Poor's – Ratios clés page 7

Annexe 4 : Taux d'actualisation page 7

Annexe 5 : Prévisions financières page 7

Annexe 6 : Portefeuille d'obligations page 7

DOSSIER 2

Annexe 7 : Articles de presse page 8

AVERTISSEMENT

Si le texte du sujet, de ses questions ou de ses annexes, vous conduit à formuler une ou plusieurs hypothèses, il vous est demandé de la (ou les) mentionner explicitement dans votre copie.

Il vous est demandé d'apporter un soin particulier à la présentation de votre copie.

Toute information calculée devra être justifiée.

DOSSIER 1 : ÉTUDE DE CAS

Le groupe Éditlivres est une maison d'édition française spécialisée dans l'exploitation d'auteurs à succès qui recouvre toutes les activités liées : de l'édition à la publication et de la distribution à la commercialisation des ouvrages. Le marché de l'édition est un marché important en France, premier des industries culturelles et créatives. Le groupe étudié Éditlivres représente le premier réseau d'édition en France et partage 60% des parts de marché avec un second géant de l'édition Flamalivres.

Les maisons d'édition exercent de nombreux métiers comme celui d'éditeur, d'agent, ou encore de commercial. Malgré un dynamisme apparent et la parution de plus de 60 000 titres par an, le nombre de ventes d'ouvrages stagne et diminue depuis 2005.

En raison de ce contexte difficile, Éditlivres et Flamalivres ont décidé de mettre en commun leur réseau de distribution et de créer Galilivres, une entité détenue conjointement (Éditlivres 66 % et Flamalivres 34 %) (cf. **annexe 2**).

À la demande d'un client envisageant un investissement dans Éditlivres, le directeur du cabinet de conseil FinancePlus souhaite étudier de manière précise l'effet du montage financier sur la situation financière d'Éditlivres. Il vous charge donc de réaliser un diagnostic après montage financier (sous-dossier 1) et de proposer une notation du groupe telle que le ferait un organisme de notation comme Standard and Poor's ainsi qu'une valorisation du groupe (sous-dossier 2). Compte tenu de la remontée probable des taux d'intérêt, le directeur vous charge aussi d'étudier l'effet d'une variation des taux d'intérêt sur le portefeuille obligataire de la société (sous-dossier 3).

Sous-dossier 1

À l'aide de vos connaissances et des *annexes 1 et 2*, vous préparez un rapport sur la situation financière de la société Editlivres après le montage financier.

Travail à faire

1. Analyser l'évolution de la performance de la société avant et après le montage financier. Calculer le taux de marge opérationnelle brute (EBITDA / CA), le ROCE (Résultat opérationnel courant / (Capitaux propres + dette nette)) et le ROE.
2. Analyser la structure financière de la société avant et après le montage financier. Calculer le ratio d'endettement (*gearing*) et la capacité de remboursement.
3. Analyser le tableau de flux de trésorerie du groupe
4. Commenter l'évolution de la situation financière de la société après le montage financier et indiquer l'intérêt de ce type d'opération.

Sous-dossier 2

À partir des informations fournies en annexe 3 par les analystes de Standard and Poor's, le directeur du cabinet FinancePlus vous demande de proposer une notation (*rating*) pour la société Éditlivres et de procéder à une valorisation du groupe.

Travail à faire

5. Après avoir expliqué les objectifs du processus de notation et à l'aide de *l'annexe 3*, proposer une notation pour le groupe après le montage financier en justifiant votre réponse.
6. A partir des états financiers et de *l'annexe 4*, calculer le coût de la dette, le coût des capitaux propres, ainsi que le coût moyen pondéré du capital du groupe en 2016.
7. Calculer la valeur des fonds propres par la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés fin 2016 (ou début 2017) en se fondant sur les hypothèses présentées en *annexe 5*.
8. Indiquer les intérêts et les limites de cette méthode d'évaluation.

Sous-dossier 3

Le groupe détient des équivalents de trésorerie qui correspondent à un portefeuille obligataire constitué d'obligation à taux fixe. Jusqu'à présent, la gestion de trésorerie n'était pas un sujet de préoccupation du dirigeant mais la remontée des taux d'intérêt sur le marché américain lui fait craindre une remontée des taux sur le marché européen. À ce titre, il vous est demandé de proposer des solutions pour limiter l'exposition au risque de son portefeuille à l'aide de l'annexe 6.

Travail à faire

9. Identifier le risque du portefeuille obligataire.
10. La duration moyenne des obligations du portefeuille est de 6,54. Le taux actuel brut s'établit à 4 %. Calculer et définir la sensibilité de l'obligation.
11. Le directeur souhaite prendre une couverture sur le contrat Euro Bund négocié à l'EUREX. Présenter les principales caractéristiques d'un marché organisé.
12. Le cours de compensation s'établit, le 10 mars 2016, à 158. Identifier la position que le groupe doit prendre sur le marché et calculer le nombre de contrats nécessaires pour la couverture en vous aidant de l'annexe 6. Le 10 décembre 2016 le contrat Euro Bund cote 154, déterminer le résultat obtenu sur l'EUREX. Conclure sur l'efficacité de la couverture.

DOSSIER 2 : RÉFLEXION

À l'aide de vos connaissances et de l'annexe 7, et en vous référant aux théories et aux pratiques financières, il vous appartient de traiter le sujet suivant :

Sujet : la gestion de la dette et le LBO

Après avoir rappelé les avantages et les faiblesses des montages LBO, vous mettrez en évidence ses incidences sur la gestion de la dette.

NB : il vous est demandé de répondre de manière précise et structurée à la question posée, en limitant sa réponse à 4 pages au maximum sur votre copie d'examen.

Annexe 1 : Comptes consolidés
Bilan (chiffres exprimés en K€)

	2016	2015 pro forma	2015
Goodwill	78825	83898	67873
Autres immobilisations incorporelles	470	815	31377
Immobilisations corporelles	14755	17365	242152
Titres mis en équivalence (entités associées)	113720	117095	3732
Autres actifs financiers non courants	2082	2464	4518
Actifs non courants	209852	221637	349652
Actifs courants d'exploitation	47408	56150	88282
Équivalents de trésorerie	4434	25705	30893
Actifs courants	51842	81855	119175
Total actifs	261694	303492	468827
Capital social	32952	31368	31368
Réerves consolidées	64232	142250	142250
Résultat net part du groupe	59150	-15111	-66677
Capitaux propres part du groupe	156334	158507	106941
Intérêts ne donnant pas le contrôle	2302	2210	3060
Capitaux propres consolidés	158636	160717	110001
Dettes financières non courantes	60574	54749	139937
Dettes financières courantes	7090	48943	140140
Autres dettes courantes	35394	39083	78749
Total passif	261694	303492	468827

Compte de résultat (chiffres exprimés en K€)

	2016	2015 pro forma	2015
Chiffre d'affaires	85668	100077	237601
Achats et charges externes	944	3245	62681
Personnel	13024	12968	42095
Autres charges nettes	13728	6306	40132
Amortissements et provisions (dotations nettes des reprises)	48462	151601	169153
Résultat opérationnel courant	9510	-74043	-76460
Autres produits et charges opérationnels	65973	37719	-1017
Résultat opérationnel	75483	-36324	-77477
Coût endettement brut (charge d'intérêt)	1890	3110	7541
Autres produits et charges financiers nettes	2005	4319	-1404
Impôt	16022	-16803	-16351
Résultat sociétés mise en équivalence	722	3845	3845
Dépréciation du goodwill	1055	497	539
Résultat net consolidé	59243	-14964	-66765
Dont minoritaires	93	147	-88
Résultat net part du groupe	59150	-15111	-66677

	2016	2015
Marge brute d'autofinancement	62839	94579
Variation BFR	14961	17694
Flux de trésorerie d'activité	77800	112273
Cessions	1884	9714
Acquisition d'immobilisations	-52183	-120180
Variation du périmètre	-7143	25475
Flux de trésorerie d'investissement	-57442	-84991
Dividendes versés	0	-4519
Apport capital	83	2833
Variation dettes financières	-37782	-8119
Flux de trésorerie de financement	-37699	-9805
Incidence de la variation du cours des devises	144	168
Variation de trésorerie nette	-17197	17645

Formule des Flux de trésorerie disponibles (Free Cash Flows):

Flux de trésorerie disponibles (FTD) = Flux de Trésorerie de l'activité - Investissements de croissance interne (acquisition d'immobilisations).

Remarque

Les profits et charges financiers provenant des autres actifs financiers non courants ainsi que le résultat des titres de sociétés mises en équivalence ne sont pas inclus dans le résultat opérationnel courant. Il convient d'exclure ces deux éléments des capitaux investis par souci de cohérence.

Annexe 2 : Présentation du montage financier

Le groupe Éditlivres a procédé à un apport partiel d'actifs à la société Galilivres, société créée à cet effet avec le groupe Flamalivres. Dans le cadre de cet apport partiel d'actifs, le groupe Éditlivres a transféré la totalité de ses points de vente (sociétés filiales détenues à 100 %, avec patrimoine immobilier mais aussi endettement).

Après cette opération d'apport partiel d'actifs, Éditlivres est actionnaire de Galilivres à hauteur de 66 % alors que Flamalivres l'est à hauteur de 34 %.

Cette opération a permis à Éditlivres de réaliser une plus-value sur les titres de participation cédés et d'évaluer désormais les titres de participation de la filiale Galilivres par la méthode de la mise en équivalence alors qu'ils étaient jusqu'à présent consolidés avec la méthode de l'intégration globale.

Il faut noter que les dirigeants des deux groupes co-actionnaires de Galilivres, sont aussi frères et que si Éditlivres est coté, ce n'est pas le cas de Flamalivres.

NB : les comptes pro forma donnés en annexe 1 permettent de comprendre les impacts du montage déconsolidant à année constante (2015) en comparant les comptes réels 2015 et les comptes pro-forma 2015. Ceux-ci sont établis avec les données 2015 comme si le montage avait été fait en 2015 et non en 2016.

Annexe 3 : Notation standard and Poor's – ratios clés

Ratios clés pour évaluer la dette long terme (Standard and Poor's)							
Notation	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Couverture des frais financiers par l'EBITDA(x)	25,5	24,6	10,2	6,5	3,5	1,9	0,9
Free Cash Flows/Dettes totales (%)	127,6	44,5	25	17,3	8,3	2,8	-2,1
Dettes totales / EBITDA (%)	0,4	0,9	1,6	2,2	3,5	5,3	7,9
ROE%	27,6	27	17,5	13,4	11,3	8,7	3,2

Annexe 4 : Taux d'actualisation

Pour vérifier le taux d'actualisation, les hypothèses suivantes seront retenues :

Le taux de rendement sans risque est de 1,6 %.

La marge bancaire (spread de la société) est de 1,2 %.

Le coefficient de risque ou beta est calculé à partir des éléments suivants : Covariance (Rendement du groupe, Rendement du marché) = 19,6.

L'espérance et la variance du rendement du marché des actions sur lequel le groupe Edilibres est coté est respectivement de 11,80 % (E(Rm)) et 13 (Var (Rm)).

Le taux d'impôt sur les sociétés est supposé constant et égal à 33,1/3 % sur la période.

Annexe 5 : Prévisions financières

Formule des Flux de trésorerie disponibles (Free Cash Flows):

Flux de trésorerie disponibles (FTD) = Flux de Trésorerie de l'activité - Investissements de croissance interne (acquisition d'immobilisations).

Les prévisions sont établies à partir du FTD réel de 2016 (voir annexe 1 avec une hypothèse de croissance de 3 % par an sur une période de 6 ans (2017 - 2022).

Au-delà de l'horizon de prévisions, la valeur finale retenue à la fin de l'année 2022 est assimilable à une rente perpétuelle correspondant au dernier flux de trésorerie. La croissance de cette rente se fera à l'infini au taux de 1 %. Le taux d'actualisation est égal à 12,67 %.

Annexe 6 : Portefeuille d'obligation

Le groupe détient un portefeuille d'obligation à taux fixe d'une valeur de 4 000 K euros.

Formule de la sensibilité :

D = -S /(1+TAB).

D : Duration.

S : Sensibilité.

TAB : taux de rendement actuariel brut.

Formule pour le calcul du nombre de contrats

Nombre de contrats pour couvrir un portefeuille obligataire = valeur du portefeuille x Sensibilité des obligations en portefeuille/ (valeur nominale du contrat x sensibilité de l'obligation du contrat).

Sensibilité de l'obligation : 6,25.

Sensibilité de l'euro Bund : 5,05.

Principales caractéristique du contrat Euro Bund négocié à l'EUREX

Type	Contrat de type <i>Futures</i>
Support	Emprunt d'Etat Allemand, taux nominal 6 %, maturité résiduelle comprise entre 8,5 ans et 10,5 ans
Nominal du contrat	100 000 euros
Cotation	En pourcentage du pair et au pied du coupon avec deux décimales
Tick (variation minimale du cours)	1 point de base (10 euros)
échéance	Trimestrielle : mars juin, septembre et décembre

Annexe 7 : VIVARTE, un groupe en difficulté

Extraits :

- de l'article : André, *La Halle, Naf Naf : Vivarte, un groupe centenaire pris dans la spirale de la crise* ; LE MONDE | 05.01.2017 • Par Anne-Aël Durand
- de l'article : *Vivarte vend André et Naf Naf et ferme 147 magasins La Halle aux chaussures*, LE MONDE ECONOMIE | 24.01.2017 • Par Caroline Rousseau

Ce n'est pas Alstom et la disparition d'un fleuron industriel historique, mais l'avenir de Vivarte pourrait bien devenir un dossier chaud lors de la présidentielle. Le géant français de l'habillement et de la chaussure, qui a déjà annoncé 1 850 suppressions d'emplois en 2015, multiplie depuis deux ans les cessions d'enseignes et plans sociaux.

Les syndicats craignent désormais le démantèlement d'un groupe à l'histoire plus que centenaire, victime à la fois de la crise du textile et de logiques de rachat plus financières qu'industrielles.

Premier groupe d'habillement français, Vivarte n'échappe pas à la crise du secteur. Ses enseignes sont confrontées à une double concurrence : des groupes internationaux, comme le suédois H&M ou l'espagnol Zara, qui multiplient les collections et ont une image plus moderne, et des enseignes à bas prix comme Kiabi, aux tarifs plus compétitifs que La Halle, qui s'était lancée dans une stratégie hasardeuse de montée en gamme. Le groupe a aussi manqué le virage de l'économie numérique et des ventes en ligne.

Le chiffre d'affaires de Vivarte s'est effondré en quatre ans, passant de 3,1 milliards d'euros en 2011-2012 à 2,2 milliards en 2015-2016.

Vivarte a été à plusieurs reprises la victime de fonds d'investissement poursuivant des objectifs de court terme : le fond Atticus a pris le contrôle du groupe en 2000, pour le céder à PAI Partners en 2004. Ce dernier a piloté un premier « redressement » du groupe (fermetures de magasins, réduction de coûts, etc.) avant de se désengager deux ans plus tard au profit du fonds britannique Charterhouse.

Ces acquisitions ont été financées par Leverage Buy Out (LBO) ou achat à effet levier, un montage financier. Résultat, en 2014, Vivarte se retrouvait avec un endettement colossal de 2,8 milliards d'euros, presque autant que son chiffre d'affaires annuel.

En octobre 2014, le PDG, Marc Lelandais, est parvenu à restructurer cette dette, en « effaçant » 2 milliards d'euros pour donner une bouffée d'oxygène à l'entreprise... mais ce répit a été de courte durée. En effet, les quatre fonds spécialisés britanniques (Alcentra, Babson, GoldenTree et Oaktree) ont repris les 800 millions d'euros de dette en accordant un prêt de 500 millions supplémentaires, que l'entreprise doit rembourser avec des intérêts exorbitants de 11 %. Deux ans après, l'endettement total dépasse 1,5 milliard d'euros. Une nouvelle procédure a été lancée en juillet pour restructurer à nouveau la dette.

En 2014, Oaktree, Alcentra, Babson et GLG ont accepté de faire une croix sur 2 milliards d'euros de créances en échange de leur montée au capital du groupe français. Ces actionnaires, qui occupent six des neuf sièges au conseil d'administration, ont plutôt intérêt à se rembourser rapidement, ce qui n'est pas exactement le cas des fonds Hayfin ou Anchorage, qui ont apporté 500 millions d'euros de nouvelle dette à Vivarte. Les deux camps ne sont pas sur la même longueur d'onde, et toute tentative de renégocier une nouvelle fois la dette semble, pour le moment, extrêmement compliquée pour la direction du groupe.