

DOSSIER 1 – ÉTUDE DE CAS

1. Diagnostic financier (annexes 1 et 2)

À partir de ses comptes consolidés 2007-2009, vous rédigerez un diagnostic financier de la société Phone Solving dans une note qui n'excèdera pas deux pages. Votre jugement portera particulièrement sur les points suivants : rentabilité, rentabilité, équilibre financier et situation de trésorerie. Les calculs préalables nécessaires à votre diagnostic seront présentés séparément.

Calculs préalables

Structure des capitaux	2007	2008	2009
Capitaux employés	74 822	69 324	73 894
- Capitaux propres	-8 254	49 889	61 745
= Dettes financières	83 076	19 435	12 149
Dettes financières / Capitaux employés	>100%	28,04%	16,44%

Rentabilité	2007	2008	2009
Résultat opérationnel	12 117	9 217	17 724
+Autres produits et charges financiers	662	586	453
= Résultat économique	12 779	9 803	18 177
Renta éco = (Rés éco / Cap employés) x 2/3	11,39%	9,43%	16,40%
Renta KP = Résultat net / Cap. propres	NS	12,87%	22,32%

Profitabilité	2007	2008	2009
Chiffres d'affaires	141 929	141 600	148 328
Taux de variation du CA		-0,23%	+4,75%
Taux de marge brute (Marge brute / CA)	64,83%	63,82%	62,10%
Taux de marge opérationnelle (Rés opér / CA)	8,54%	6,51%	11,95%

Trésorerie	2007	2008	2009
Trésorerie initiale	-17 439	-19 900	6 410
Somme des flux (opérat, invest, financement)	-2 461	26 310	8 879
Trésorerie finale	-19 900	6 410	15 289

La profitabilité :

L'évolution du résultat (multiplication par 3 de 2007 à 2009) résulte de phénomènes contrastés :

- Variation faible du CA, l'augmentation (30%) des volumes de vente (minutes facturées) est compensée pour l'essentiel par une baisse des prix de vente.
- Taux de marge brute en légère baisse car le coût des facteurs n'a sans doute pas suivi la même évolution que les prix de vente ; toutefois de probables économies d'échelle permettent de conserver une marge à peu près stable.
- Taux de marge opérationnelle en évolution favorable : l'amélioration sensible en 2009 résulte de la réduction sensible des frais commerciaux et généraux grâce probablement à la restructuration opérée en 2008 ; cette situation doit pouvoir se pérenniser voire s'amplifier dans le cas où des mouvements de concentration dans le secteur devaient se produire.
- Coût de l'endettement en très forte baisse : division par 4 des charges d'intérêt en 2009 grâce au désendettement opéré en 2008.

La rentabilité :

L'évolution des taux de rentabilité s'explique par l'évolution de la profitabilité, du montant des capitaux et de leur structure :

- A peu de choses près, le taux de rentabilité économique suit une évolution comparable à celle du taux de marge opérationnelle, l'amélioration étant amplifiée par une augmentation plus faible des capitaux investis.
- La rentabilité des capitaux propres s'améliore de façon sensible de 2008 à 2009, sous l'effet d'une forte hausse du résultat (+115%), plus importante que celle des capitaux propres (+24%). A noter un taux non significatif en 2007 puisque les capitaux propres étaient alors négatifs.

L'équilibre financier :

L'endettement de l'entreprise était très élevé en 2007 mais la restructuration opérée en 2008 a permis de redresser la situation. Le nombre d'actions composant le capital social a plus que triplé en 2008 du fait d'une augmentation de capital entraînant des apports de l'ordre de 51722 k€ (KP2008 – Résultat2008 – KP2007 : 49889 – 6421 + 8254) permettant d'une part d'apurer les pertes antérieures et d'autre part de rembourser une part importante des dettes financières. Ce mouvement de désendettement s'est poursuivi en 2009.

La situation de trésorerie :

La trésorerie négative en 2007 s'est améliorée dès 2008 grâce à la restructuration précédemment décrite : l'augmentation de capital a été affectée au remboursement de la dette ; les flux 2008 de désinvestissement et les flux opérationnels expliquent le niveau de la trésorerie.

En résumé l'assainissement de la situation financière opéré au cours des 2 dernières années doit permettre à l'entreprise, si elle est capable d'enrayer la lente diminution de sa marge brute, d'offrir à ses actionnaires des perspectives de rémunération autres que par des plus-values, en particulier par une politique de dividende plus attrayante qu'aujourd'hui.

2. Coût du capital (annexes 1 et 3)

Après avoir déterminé le coût de ses capitaux propres (à partir du MEDAF), vous calculerez le coût moyen pondéré du capital de la société Phone Solving.

Indiquez la signification de ces deux taux et les conditions sous lesquelles ils pourraient être utilisés dans un calcul de création de valeur a priori et a posteriori.

Périodes	rentabilité moyenne des actions d'Alternext en %	rentabilité moyenne de l'action Phone solving en %	Rm -moy Rm	(Rm- moyRm)(Rm- moyRm)	Rps-Moy Rps	(Rm- moyRm)*(Rps- moyRps)
2005	7,60	15,38	14,57	212,16	12,86	187,34
2006	2,60	16,67	9,57	91,54	14,14	135,33
2007	-8,70	-8,57	-1,73	2,99	-11,09	19,19
2008	-12,70	-3,13	-5,73	32,86	-5,65	32,38
2009	-23,64	-7,74	-16,67	277,91	-10,26	171,12
rentabilité moyenne	-6,97	2,52		617,47		545,36

Bêta de Phone Solving: $\beta = \text{COV}(R_m; R_{ps}) / V(R_m) = (545,36/4) / (617,47/4) = 0,88$

Coût des capitaux propres : $CKP = R_f + \beta PR_m = 4,5\% + 0,88 \times 7\% = 10,66\%$

Le coût des capitaux propres représente le taux de rentabilité requis, exigé, attendu par les actionnaires pour rémunérer le risque qu'ils prennent.

$VKP = 68\,920\,000 \times 1,43 = 98\,555\,600$

$VDF = 12\,149\,000$

$VKP + VDF = 110\,704\,600$

$$\begin{aligned}
\text{Coût du capital} &= \text{CKP}(\text{VKP}/\text{VKP}+\text{VDF}) + \text{CDF}(\text{VDF}/\text{VKP}+\text{VDF})(1-\text{tauxIS}) \\
&= 10,66\% \times 98\,555,6 / 110\,704,6 + 6\% \times 12\,149 / 110\,704,6 \times 2/3 \\
&= 9,49\% + 0,44\% \\
&= 9,93\% \text{ soit environ } 10\%
\end{aligned}$$

Le coût du capital représente la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette. C'est donc le taux moyen de rentabilité attendu par l'ensemble des investisseurs.

Dans un calcul de création de valeur a priori, par exemple pour déterminer la rentabilité économique d'un investissement (calcul de VAN ou de TRI), on utilise traditionnellement le coût du capital pour actualiser les flux prévisionnels de l'investissement à la condition que l'investissement présente un niveau de risque économique et une structure de financement comparables aux activités traditionnelles de l'entreprise. Dans un cas contraire, il faut utiliser un autre taux adapté au niveau de risque de l'investissement.

A noter que dans la méthode de la VAN ajustée, la VAN de base est déterminée en actualisant les flux économiques au coût des capitaux propres.

Dans un calcul de création de valeur a posteriori, par exemple dans le calcul de l'Economic Value Added (EVA), le taux de rentabilité économique observé est comparé au taux de rentabilité attendu (le coût du capital) : la différence appliquée au montant des capitaux investis (ou employés) permet de mesurer la création (ou la destruction) de valeur.

3. Offre publique d'échange (annexe 4)

Indiquez les caractéristiques d'une OPE, ses avantages et inconvénients pour les différentes parties en présence.

Vous déterminerez ensuite les conséquences des deux parités envisagées pour les actionnaires des deux sociétés, en particulier en terme d'impact sur le bénéfice par action.

Une offre publique d'échange est l'une des modalités de prise de contrôle d'une entreprise (la cible) par une autre (l'initiateur) qui poursuit une stratégie de croissance externe. C'est une offre publique, ce qui suppose que la cible soit cotée, qui concerne l'ensemble des titres composant le capital de la cible. Dans une OPE, les porteurs de titres de la cible vont être rémunérés par des titres de l'initiateur, en général créés par augmentation de son capital. Cette opération a le plus souvent un caractère amical, c'est à dire qu'elle suppose un accord préalable des dirigeants des deux sociétés sur ses objectifs (synergie attendue du regroupement des deux entités économiques) et ses modalités de déroulement, en particulier dans la détermination de la parité d'échange. Cette modalité d'offre publique s'oppose aux OPA où les actionnaires de la cible sont payés en cash et non en titres.

Parmi les avantages et inconvénients de l'opération, on pourra citer :

- Pour les actionnaires de la cible : la prime qui leur est proposée peut être complétée par les effets positifs (synergies) du regroupement au cours des périodes qui suivront l'opération (en général, la prime est plus élevée en cas d'OPA), ce qui reste aléatoire ; en revanche l'opération se traduit souvent par des effets relatifs sur le BPA ; le poids des anciens actionnaires de la cible dans la nouvelle société dépend du nombre d'actions créées et de la structure antérieure du capital.
- Pour les actionnaires de l'initiateur : les effets sur le BPA et la diminution (voire perte) obligatoire du contrôle des anciens actionnaires dépendent des conditions de l'opération ; un actionnaire qui possédait tout juste la majorité ou bien une minorité de blocage va la perdre lors de l'augmentation de capital dont il est nécessairement exclu. Le levier d'endettement baisse mécaniquement du fait de l'augmentation des capitaux propres.
- Pour les dirigeants et pour les salariés des deux entreprises (probablement plus pour ceux de la cible), l'opération, même amicale, se traduit le plus souvent par des destructions de postes, perçues comme le vecteur essentiel des synergies attendues et comme compensation du coût de l'opération proprement dite.

Parité ICC pour 5PS :

	Cible PS	Initiateur CC	Société CC après
Résultat (k€)	51 690	125 434,4	$(51690+125434,4)1,1 = 194\,836,84$
Nombre d'actions	68 920 000	24 122 000	$24122000+68920000/5 = 37\,906\,000$
BPA (€)	0,75	$7,8/1,5=5,2$	5,14
BPA équivalent	3,75		
Effet sur BPA	Relatif de 37,1%	Dilutif de 1,2%	

Parité de 3CC pour 20PS :

	Cible PS	Initiateur CC	Société CC après
Résultat (k€)	51 690	125 434,4	$(51690+125434,4)1,1 = 194\,836,84$
Nombre d'actions	68 920 000	24 122 000	$24122000+68920000*3/20= 34\,460\,000$
BPA (€)	0,75	5,2	5,654
BPA équivalent	5		
Effet sur BPA	Relatif de 11,3%	Relatif de 7%	

La parité 1 pour 5 est favorable aux actionnaires de Phone Solving et leur confère une minorité de blocage dans la nouvelle entité : les 13 784 000 actions qui leur sont attribuées représentent 36% du capital.

La parité de 3 pour 20 est plus équilibrée dans la mesure où les actionnaires des deux sociétés se partagent le fruit des synergies escomptées. Par ailleurs les 10 338 000 actions créées représentent 30% du capital. Les actionnaires de Phone Solving n'étant pas particulièrement intéressées par le contrôle de Calling Corporation (actionnariat émiété, recherche de plus-value rapide en cédant les titres), leurs dirigeants risquent de se voir contraints d'accepter cette parité.

4. Gestion du risque de change (annexe 5)

Après avoir identifiés la position et le risque de change couru par la société Phone Solving, vous décrirez et chiffrerez, à partir des informations fournies en annexe, les modalités de couverture possibles.

Indiquez leurs avantages et inconvénients respectifs.

Phone Solving doit 80% de 850 000 USD soit 680 000 USD à son fournisseur. Elle est donc en position dite « courte » et craint une appréciation du dollar face à l'euro entre le 15/1/2010 et le 15/3/2010.

Pour se couvrir contre ce risque de change, elle dispose de 3 couvertures possibles :

- L'achat à terme de 680 000 USD sur la base du cours à terme, échéance 15/3, donc au prix de $680000/1,4883 = 456\,897,13$ €. Cette couverture est ferme, c'est-à-dire que les positions sont fixées définitivement, sans possibilité d'en sortir dans le cas d'une dépréciation du dollar.
- L'achat d'une option d'achat de 680 000 USD au prix d'exercice de 1,49 moyennant le paiement d'une prime de $680000*1,75\% = 11\,900$ USD soit un coût de $11900/1,4967 = 7\,950,83$ €
L'entreprise exercera l'option d'achat si le cours de l'euro est inférieur à 1,49 USD et l'abandonnera sinon.
Cette possibilité d'abandonner l'option lui permet de bénéficier d'une évolution favorable du dollar contre le paiement certain de la prime.

- L'achat de puts warrants EUR/USD (parité 1/10, delta -0,71, multiple de 500). Sur la base du cours spot, il lui faut couvrir $680000/1,4967 = 454\,332,87\text{€}$ et donc acquérir $454332,87 \times 0,1/0,71 = 63\,990$ arrondi à 64 000 warrants, moyennant le paiement d'une prime de : $64000 \times 0,29 = 18\,560\text{€}$
Comme dans le cas de l'option d'achat d'USD, l'entreprise pourra exercer les warrants si à l'échéance le cours de l'euro est inférieur au prix d'exercice, soit 1,485 USD ou l'abandonner en cas contraire, bénéficiant ainsi de l'évolution favorable du dollar.
Les warrants permettent, en plus de cette fonction de couverture, de spéculer sur la valeur de sous-jacent (ici l'euro). Il est en effet possible de revendre le warrant sans attendre l'échéance, sa valeur évoluant en sens inverse du sous-jacent.
Cette fonction spéculative n'intéresse que peu l'entreprise qui cherche simplement à se protéger contre l'appréciation de sa dette en devise. L'option d'achat est ici préférable aux warrants en raison de son coût beaucoup plus faible.

Dossier 2 - REFLEXION SUR LA STRUCTURE FINANCIERE

Sujet : Structure financière et création de valeur actionnariale

En vous référant aux théories et aux pratiques financières et en vous appuyant sur les deux textes figurant en annexe (annexes 6 et 7), il vous appartient d'éclairer la question suivante:

La structure financière a-t-elle un impact sur la création de valeur actionnariale ?

Définition des termes du sujet :

La notion de création de valeur se réfère au concept de la VAN. La création de valeur existe dès lors que les investissements de l'entreprise dégagent une rentabilité supérieure au taux de rentabilité exigé par ses apporteurs de capitaux. Toutefois l'expression « création de valeur » est ambiguë car elle occulte les conflits éventuels d'intérêt entre les actionnaires (*shareholders*) et les autres parties prenantes (*stakeholders*). Or, L'objectif assigné à la finance d'entreprise par la théorie néoclassique est la maximisation de la richesse des actionnaires. Le qualificatif « actionnariale » associé à la création de valeur sous-entend donc que la création de valeur est réalisée au profit des seuls actionnaires.

La structure financière est une combinaison de dettes financières et de capitaux propres à laquelle l'entreprise a recours pour financer ses choix stratégiques. Elle se caractérise par la proportion prise par chacune des sources de financement.

Le lien entre les deux termes du sujet :

Pour créer de la valeur actionnariale, l'entreprise doit investir dans des activités dont le rendement est supérieur au coût du capital et minimiser le coût du capital. Pour ce faire, l'entreprise peut agir sur la combinaison capitaux propres/dettes financières.

La problématique :

Existe t-il une combinaison de capitaux propres et de dettes financières « optimale » c'est-à-dire qui permet de maximiser la création de valeur actionnariale ?

Les références théoriques :

L'arbitrage entre les modes de financement a été abondamment traité dans la littérature financière. La minimisation du coût du capital (coût moyen pondéré des sources de financement) a un impact direct sur la création de valeur.

Structure financière et minimisation du coût du capital :

Selon l'approche traditionnelle, il existerait une structure du capital qui minimise son coût. En effet, le coût de la dette est inférieur à celui des capitaux propres du fait de risques moindres et d'autre part, les charges d'intérêt sont déductibles de l'impôt alors que les dividendes ne le sont pas.

Si on augmente progressivement la part des dettes, le coût moyen du capital va commencer par diminuer. Mais à partir d'un certain niveau d'endettement, les actionnaires vont exiger un taux de rentabilité plus élevé pour rémunérer le risque lié au supplément d'endettement et les créanciers vont augmenter leurs exigences. Le coût du capital va alors remonter. Il existe bien un minimum qui est la caractéristique d'une structure financière optimale.

Dès 1958, Modigliani et Miller se sont interrogés sur l'existence d'une structure financière optimale. Ils montrent que dans un marché de capitaux parfait, sans asymétrie d'information, sans impôt et sans coûts de transaction liés à l'achat et à la vente de titres, la répartition du financement entre les dettes et les fonds propres est sans incidence sur la valeur globale de l'entreprise. Se plaçant du côté des investisseurs, ils estiment que dans un marché efficient, les arbitrages conduisent à une égalisation de la valeur des actifs indépendamment de leur mode de financement. Comme l'avait expliqué Merton Miller lorsqu'il reçut le prix Nobel d'Economie : « la taille d'une pizza ne dépend pas de la façon dont on la coupe ». Dans leur proposition 2, ils montrent aussi que le coût moyen pondéré du capital est indépendant de la structure de financement et est égal à la rentabilité économique. En effet, l'accroissement du risque lié à l'endettement est parfaitement intégré dans le taux de rentabilité exigé par les actionnaires qui s'accroît proportionnellement au ratio dettes/ capitaux propres.

En 1963, Modigliani et Miller reformulent leur modèle en incorporant l'impact de l'impôt sur les sociétés. Cette économie d'impôt financée par l'Etat revient intégralement aux actionnaires car le revenu des créanciers reste identique. Il est alors possible d'en déduire que le coût du capital décroît quand l'endettement augmente. La prise en compte de l'impôt conduit donc à privilégier la dette par rapport aux fonds propres.

Même si l'endettement semble a priori favoriser la création de valeur, la structure financière de la majorité des entreprises s'apparente à une combinaison de dettes et de fonds propres. Cela s'explique par le fait que le risque de faillite s'accroît avec l'endettement de l'entreprise. Le risque de faillite peut être appréhendé à travers l'estimation de la probabilité que l'entreprise se trouve dans l'incapacité à faire face à ses engagements. La faillite s'accompagne de coûts importants: frais de liquidation, d'avocats, etc. et induit des conséquences dommageables: une perte de confiance des fournisseurs et des clients et la démotivation des salariés. L'ensemble de ces coûts se révèle au final plus élevé que les avantages tirés de l'endettement et peut entraîner une destruction de valeur.

Cependant la constatation qu'une dette « maîtrisée » conduit à diminuer le coût du capital n'est pas le seul argument en faveur de l'endettement. Le fait simplement de s'endetter plutôt que d'augmenter le capital peut se traduire par de la création de valeur.

Endettement et création de valeur :

La dette constitue « une discipline créatrice ». La création de valeur résulte moins des économies fiscales que de l'obligation qui s'impose aux dirigeants de dégager des flux de trésorerie (Free Cash Flow) conséquents pour les affecter au remboursement de la dette. L'intérêt des actionnaires est ainsi mieux préservé car les dirigeants ne peuvent plus allouer de manière discrétionnaire les ressources de l'entreprise. Par ailleurs, il devient possible de rapprocher les intérêts des dirigeants et des actionnaires en faisant prendre aux premiers une part significative du capital comme le préconise la théorie de l'agence.

Enfin, en raison d'une asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires, l'augmentation de l'endettement est souvent interprétée comme un signal positif pour le marché: le management informe les investisseurs que l'entreprise est en mesure de payer ses charges financières et de rembourser sa dette. Si le marché accueille favorablement cette décision, il s'en suit une augmentation de la capitalisation boursière qui peut être interprétée comme une création de valeur actionnariale.

Approche empirique :

Ainsi, il est possible de considérer que même si la structure financière influe sur le niveau de création de valeur actionnariale, cette dernière est avant tout déterminée par la pertinence des choix stratégiques exercés par les dirigeants : remodeler le portefeuille d'activités, se recentrer sur son cœur de métier, se désengager des activités dont le rendement est insuffisant etc. Le dirigeant se focalise alors sur les options stratégiques et leurs potentialités et la structure financière n'est alors qu'une résultante, fruit à la fois des opportunités offertes par l'environnement (niveau des taux d'intérêt par exemple) et des contraintes externes subies par l'entreprise (les créanciers imposent des critères en matière de garantie, de respect de règles d'orthodoxie financière ou de certains ratios d'endettement). In fine, les décisions de financement intègrent aussi le degré d'aversion du dirigeant pour le risque. La minimisation du coût du capital n'est alors qu'un élément parmi d'autres du choix entre dettes financières et capitaux propres.

Ces règles et principes induisent des pratiques standardisées et une dépendance vis-à-vis des organismes financiers, (notamment pour les PME qui sont le plus souvent contraintes de financer leur croissance soit par autofinancement ou par emprunt bancaire).

Finalement, la création de valeur actionnariale résulte de la capacité du dirigeant à maximiser le rendement des actifs dont il a la charge tout en contenant la pression en matière de rémunération des capitaux investis exercée par les marchés financiers. Dans ce contexte, le rapport de forces entre le dirigeant et ses actionnaires et le niveau de risque que l'entreprise est prête à assumer apparaissent comme des variables essentielles de la conduite d'une organisation. A travers le choix entre dettes financières et capitaux propres, le dirigeant ne se contente pas de modifier les proportions des sources de financement afin d'abaisser le coût du capital. Il remet en cause l'équilibre des pouvoirs entre les parties prenantes et donc fait évoluer la gouvernance de l'entreprise.