

SESSION 2019

UE2 : FINANCE

Éléments indicatifs de corrigé

DOSSIER 1

Sous-dossier 1

Les comptes pro forma (bien que non conformes à l'instruction AMF ici) permettent de souligner l'impact marginal du montage déconsolidant à année constante : notamment l'apurement de la dette financière, l'allègement des actifs et leur remplacement par les titres en équivalence. Les comptes semblent assainis mais ils sont plus opaques. Aucun calcul basé sur les comptes pro forma n'est demandé, seuls les calculs 2016 et 2015 sont requis.

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 taux de marge bénéficiaire, le ROCE (ROC/ (Capitaux propres + dette nette) et le ROE.

EBITDA :

À partir du résultat opérationnel courant :

	2016	pro forma	2015
Résultat opérationnel courant	9510	-74043	-76460
+ Autres charges nettes	13728	6306	40132
+ Amortissements et provisions	48462	151601	169153
EBITDA	71700	83864	132825

On peut admettre aussi que les « autres charges nettes » ne soient pas incluses.

EBITDA/CA	83,70%	83,80%	55,90%

Cette profitabilité, très élevée, masque en réalité le poids significatif des « amortissements et provisions (dotations nettes) » et le fait que ce groupe ait à faire face à des investissements significatifs et/ou des problèmes d'exploitation qui grèvent sa rentabilité. En prenant le Résultat opérationnel courant et non l'EBIDTA, la rentabilité de l'exploitation est très différente.

Le ROCE révèle cette situation :

Capitaux propres consolidés	158 636	160 717	110 001
<i>Dettes financières non courantes</i>	<i>60 574</i>	<i>54 749</i>	<i>139 937</i>
<i>Dettes financières courantes</i>	<i>7 090</i>	<i>48 943</i>	<i>140 140</i>
<i>Équivalents de trésorerie</i>	<i>4 434</i>	<i>25 705</i>	<i>30 893</i>
Dette financière nette	63 230	77 987	249 184
Capitaux investis (1)	221 866	238 704	359 185
Titres mis en équivalence (entités associées) (2)	113 720	117 095	3 732
Autres actifs financiers non courants (3)	2 082	2 464	4 518
Résultat opérationnel courant (4)	9 510	-74 043	-76 460
ROCE (4)/(1-2-3)	8,97%	-62,15%	-21,79%

Nb : les profits et charges financiers, ainsi que le résultat des sociétés associées (mises en équivalence) n'étant pas inclus dans le résultat opérationnel courant, il convient de les exclure des capitaux investis par souci de cohérence.

Rentabilité financière (ROE) calculée du point de vue des actionnaires majoritaires (« part du groupe ») :

Résultat net part du groupe	59 150	-15 111	-66 677
Capitaux propres part du groupe	156 334	158 507	106 941
ROE	37,84%	-9,53%	-62,35%

L'ensemble des ratios montre que le groupe présentait une rentabilité faible voir négative et que le montage d'externalisation d'une partie des activités a sensiblement amélioré les indicateurs.

2. Analysez la structure financière de la société après le montage financier. Calculez le gearing, la capacité de remboursement.

Capitaux propres consolidés (1)	158 636	160 717	110 001
Dette financière nette (2)	63 230	77 987	249 184
Gearing (2)/(1)	39,86%	48,52%	226,53%

Ici aussi le montage déconsolidant apure significativement le passif et restaure une image financière très favorable, alors que l'endettement était catastrophique (226% >>100%).

La capacité de remboursement peut se calculer de deux manières :

Dette financière nette/CAF ou EBITDA.

La CAF est très proche de la MBA donnée dans le tableau de flux.

	2016	2015
Marge brute d'autofinancement	62 839	94 579
EBITDA	71 700	132 825
Dette nette/EBITDA	0,88	1,88
Dette nette/CAF	1,01	2,63

Le groupe semble disposer d'une excellente capacité de remboursement quel que soit le ratio choisi. Cependant, cela occulte le poids des dotations (souligné précédemment) et le fait que les coûts pèsent sur la profitabilité.

3. Analyser le tableau de flux de trésorerie du groupe

Points clés :

Le groupe dégage de l'autofinancement (en baisse en raison de la restructuration qui enlève une partie des revenus) et réduit avantageusement son BFR. Le FTA n'était pas suffisant pour couvrir les investissements de croissance en 2015 ($112\ 273 < 120\ 180$), mais après montage, le groupe semble autonome face à sa politique de développement ($77\ 800 > 52\ 183$: Free Cash Flow > 0).

Cependant le groupe ne pouvant à la fois couvrir ses investissements et l'évolution de sa dette de manière autonome, dégrade sa trésorerie.

Les « variations de périmètre » montre que le groupe a procédé à des cessions de filiales en 2015 (flux >0), alors qu'il a réalisé de la croissance externe en 2016 (flux <0).

4. Commentez l'évolution de la situation financière de la société après le montage financier et indiquez l'intérêt de ce type d'opération.

La période 2016 est celle d'une restructuration importante et il est difficile d'avoir un recul aussi près du montage. Celui-ci a eu indiscutablement un effet favorable sur les ratios d'endettement faisant apparaître le groupe moins risqué et apurant une partie de l'activité (le résultat net devient >0) en externalisant les activités endettées et déficitaires.

Si ce montage est très certainement motivé par le souci de rationnaliser la gestion des réseaux de distribution, alors en situation financière délicate, il reste que son incidence est aussi un habillage de comptes puisque les difficultés (notamment l'endettement très lourd) sont masquées, disparaissant au profit d'un actif « Titres des entités associées », par mise en équivalence. Sachant que les deux groupes fondateurs de l'entité Galilivres sont aussi gérés par deux frères, on est en droit de se demander si celle-ci n'est vraiment que sous simple influence notable : n'est-elle pas sous contrôle conjoint ? Dans ce cas, est-ce que les comptes 2016 reflètent bien la réalité des risques ? L'assainissement apparent en 2016 doit donc être pris avec précautions.

Sous-dossier 2

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.

Le rating donne une opinion sur le risque de défaut d'une entité.

Ici pour se servir de la grille S&P, il faut utiliser : la dette totale et les intérêts (donnés dans les comptes).

	2016	2015
Dette totale	103 058	358 826
Intérêts (coût endettement brut)	1 890	7 541
Free Operating Cash Flow (FTA-acquisitions immobilisations)	25 617	-7 907
EBITDA/Intérêts	37,94	17,61
Dette totale/EBITDA	1,44	2,70
Free Cash Flow/dette (%)	24,86%	-2,20%
ROE	37,84%	-62,35%

Ces indicateurs permettent de situer le groupe dans la grille S&P. Après montage le groupe pourrait avoir une note très favorable [A-AAA], mais compte tenu de sa taille moyenne (bilan =261M€), l'effet taille ne joue pas en sa faveur. Une note de BBB ou A est plus raisonnable.

Cependant, la même démarche appliquée aux comptes 2015 rappelle que la situation était mauvaise et donne une perspective critique très différente, plutôt défavorable.

Key ratios long term debt Standard and Poor's							
<u>Notes actuelle après montage</u>	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Interest coverage (x) : EBITDA/Intérêts	25,5	24,6	10,2	6,5	3,5	1,9	0,9
Free operating cash flow/Total debt (%)	127,6	44,5	25	17,3	8,3	2,8	-2,1
Total debt/EBITDA (x)	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

Key ratios long term debt Standard and Poor's							
<u>Notes actuelle avant montage</u>	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Interest coverage (x) : EBITDA/Intérêts	25,5	24,6	10,2	6,5	3,5	1,9	0,9
Free operating cash flow/Total debt (%)	127,6	44,5	25	17,3	8,3	2,8	-2,1
Total debt/EBITDA (x)	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

Pour bien mener la démarche de rating, il faudrait pouvoir évaluer à quel point le groupe reste tributaire des dettes qu'il a externalisées par déconsolidation.

6. A partir des états financiers et de l'annexe n°4, calculez le coût de la dette, le coût des capitaux propres, ainsi que le coût moyen pondéré du capital du groupe en N+1.

Coût dette

Estimation à partir du spread	2,80%
= 1,6% + 1,2%	
Coût dette net d'IS (IS=1/3)	1,87%

Coût fonds propres

Taux sans risque	1,60%
Bêta société : $\frac{\text{Covariance } (R_i; R_m)}{\text{Variance } (R_m)}$	
Covariance Société/marché (1)	19,6
Variance marché (2)	13
Bêta (1)/(2)	1,5077
Espérance rendement marché actions	11,80%
E(R_i) par le MEDAF	16,98%

Coût moyen pondéré capital

Dette financière nette (voir supra)	63 230
Capitaux propres (totaux)	158 636
CMPC	12,67%

Nb : Le cmpc est donné dans la suite du sujet pour permettre au candidat de traiter la question suivante

7. Calculer la valeur des fonds propres par la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés fin N+1 en se fondant sur les hypothèses présentées en annexe n° 5.

Périodes	1	2	3	4	5	6	Valeur terminale	
Prévisionnels de FCF	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	
FCF	25 617*	26 385,5	27 177,1	27 992,4	28 832,2	29 697,1	30 588,0	264 690,3**
FCF actualisés		23 418,0	21 407,8	19 570,2	17 890,3	16 354,6	14 950,7	129 374,4
Valeur Economique (VE)	242 966,1							
provisions R&Charges		0,0						
-Dette nette		-63 230,0						
-Intérêts minoritaires		-2 302,0						
+Titres en équivalence		113 720,0						
+Autres immobilisations financières		2 082,0						
Valeur financière des capitaux propres	293 236,1							

* Calcul du FCF de 2016 à partir du tableau de flux : FTA-acquisitions = 77 800 - 52 183

** Valeur terminale : $30\ 5588^*(1+g) / (t-g) = 30\ 558^*(1,01)/(12,67\%-1\%) = 264\ 690$

8. Indiquer les intérêts et les limites de cette méthode d'évaluation.

La méthode DCF est très utilisée que ce soit sur les marchés financiers ou non, ce qui lui donne, de facto, une valeur pratique. Cependant, on peut relever les points suivants :

Cette valorisation dépend d'une valeur terminale qui pèse pour	44,12%
Elle dépend aussi de la valeur d'équivalence des titres pour	38,78%
Il est donc difficile d'apprécier la robustesse de cette valorisation, surtout après le montage déconsolidant qui améliore sensiblement les données.	

Sous dossier 3 : Correction gestion de portefeuille

9. Identifiez le risque du portefeuille obligataire.

Le directeur anticipe une hausse des taux d'intérêt, et donc une baisse des cours des obligations.

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.

Le risque est important ici, car pour limiter ce risque il faut privilégier des obligations à faible sensibilité et à duration courte.

La sensibilité mesure le % de variation de la valeur d'une obligation provoquée par la variation d'1% du taux d'intérêt.

Sensibilité = $-6,5 / (1+4\%) = -6,25\%$

Une variation de 1% des taux d'intérêt entraîne une baisse de 6,25% de la valeur du portefeuille.

11. Le directeur souhaite prendre une couverture sur le contrat Euro Bund négocié à l'EUREX. Présenter les principales caractéristiques d'un marché organisé.

Caractéristiques d'un marché organisé :

- **Transparence** : cotation publique, contrats standards
- **Atomicité** : un intervenant ne peut pas seul orienter le marché
- **Unicité** : une place de négociation
- **Liquidité** : pas de risque de contrepartie, présence d'une chambre de compensation
- **Sécurité** : technique d'appel de marge, dépôt de garantie

12. Le cours de compensation s'établit le 10 mars N 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 N, le contrat euro bond cote 154, déterminer le résultat obtenu sur l'Eurex. Conclure sur l'efficacité de la couverture.

Nombre de contrats à vendre = $(4\ 000\ 000 * 6,25) / (100\ 000 * 5,05) = 50$ contrats

Vente de 50 contrat à terme sur l'Eurex au cours de 158.

Si à l'échéance le cours cote 154, le risque s'est réalisé (hausse des taux d'intérêt). L'entreprise rachète ses contrats au cours de 154 : Gain de 4% par contrat.

Gain total $4\% * 50 * 100\ 000 = 200\ 000$ euros.

La couverture est efficace.

DOSSIER 2

Il est attendu de la part du candidat de répondre de manière précise et structurée à la question posée et donc d'aborder les quatre axes suivants :

1. Présentation du LBO

- Définition du LBO : l'acquisition du contrôle d'une société par un ou plusieurs fonds d'investissement spécialisés, par les managers, les salariés ou un industriel du secteur et financée majoritairement par endettement.
- Les acteurs du LBO : les dirigeants, les cibles, les « *private equity* », les fonds LBO et les banques
- Les étapes du LBO :
 - Évaluation de la cible selon la méthode des multiples et méthodes des flux de trésorerie disponible
 - Évaluation des dividendes que pourra distribuer la cible à la holding
 - Évaluation de la capacité d'endettement de la holding
 - Évaluation de l'apport en fonds propres nécessaire
- Les différents LBO :
 - Leverage Management By Out
 - Leverage Management By In

2. Forces et faiblesses du LBO

Forces :

- Sécurisation d'une partie des titres pour le dirigeant
- Amélioration des performances opérationnelles
- Amélioration de la motivation des dirigeants
- Levier de la dette avec une charge d'intérêt fiscalement déductible
- Optimisation fiscale possible

Faiblesses :

- Supervision de tiers impliquant le développement des comptes à rendre
- Peut être utilisé comme un outil spéculatif
- Source de surendettement (développée en point 3)
- Augmentation de la dilution des droits des créanciers

3. Gestion de la dette et LBO : Surendettement

Les opérations d'acquisition à effet de levier peuvent être créatrices de valeur financière et économique mais aussi sources de surendettement et de difficultés financières. Depuis la crise de 2007, on assiste à une raréfaction de l'accès au crédit. Le financement du développement et de la croissance grâce à la dette est devenu plus complexe.

→ La crise du crédit a eu un effet très négatif sur l'ensemble de l'industrie du *Private equity* et sur l'endettement des sociétés.

Une situation de surendettement :

- Depuis 2012- 2013 : Importance des restructurations de bilan des sociétés sous LBO. Les restructurations se limitent plus à une renégociation des conditions de rémunération et de la durée de l'emprunt mais elles ont pour conséquence la perte de contrôle de certains fonds

de LBO du contrôle de leurs sociétés : Pages jaunes, SAUR. Situation de « *debt over hang* » : (Myers) : la contrainte financière des sociétés empêche la société de financer des nouveaux projets créateurs de valeur lui permettant de rembourser sa dette. (M. Myers "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics)

- Développement de nouvelles techniques d'ingénierie juridique et fiscale: mécanisme du « *debt push down* ». Ce mécanisme consiste à rembourser la dette d'acquisition d'une holding au moyen de distributions (dividendes, réserves, réduction de capital) en provenance des cibles, qui ont-elles-même recours à l'endettement pour financer ces distributions. Exemple : Altice et numericable

Un déséquilibre de la relation d'agence actionnaire – créanciers :

- La réduction des conflits d'intérêts ou « coûts d'agence » entre dirigeants et actionnaires entraîne l'augmentation mécanique des coûts d'agence entre actionnaires et créanciers particulièrement en période de surendettement (théorie de l'agence et opportunisme des dirigeants : alignement de l'intérêt des dirigeants sur les actionnaires).
- Cette situation résulte en partie des limites du droit des entreprises en difficulté en France. Cela se traduit par des pratiques de « *covenant lite* », par des contrats présentant peu de clauses en faveur de la protection du prêteur.

4. Recommandations

- Revoir la responsabilité des dirigeants et des actionnaires, lors des opérations de LBO
- Renforcer la protection des créanciers
- Renforcer le rôle de du système juridique pour améliorer la gestion du surendettement
- Renforcer la confiance des marchés : éviter les crises de liquidité
- Créer de nouvelles innovations financières
- Contexte économique plus favorable : reprise de la croissance