



## FINANCE D'ENTREPRISE

Éléments de correction du test de mi-parcours du vendredi 18 octobre 2024 de 12h30 à 13h45  
Sur 38 points

### QUESTIONS

1/ Une entreprise, qui se porte bien, a un capital formé de 1 000 actions pouvant chacune être valorisée 100€. Elle émet 100 actions nouvelles à 80 € l'action dont la souscription est réservée à l'actionnaire majoritaire.

Dans le cadre de la théorie des marchés à l'équilibre, quelle devrait être la nouvelle valeur de l'action après la réalisation de l'augmentation de capital ? Que pensez-vous des dirigeants qui ont procédé à cette opération ? Avez-vous envie de devenir actionnaire de cette société ? Pourquoi ? **3 points**

*En appliquant la théorie des marchés à l'équilibre, la valeur des capitaux propres de la société après cette opération devrait être mécaniquement augmentée de la valeur de l'augmentation de capital. La valeur des capitaux propres devrait ainsi s'établir à  $1\ 000 \times 100 + 100 \times 80 = 108\ 000\text{€}$*

*Le nombre d'actions de la société a, quant à lui, également augmenté, passant de 1 000 actions à 1 100 actions, sous l'effet de l'augmentation de capital.*

*La valeur d'une action, post augmentation de capital, devrait donc – en suivant la théorie des marchés à l'équilibre – s'établir à  $108\ 000 / 1100 = 98,2\ \text{€}$  / action*

*Il est choquant d'attribuer à l'actionnaire majoritaire l'opportunité d'acheter à 80 € des actions qui en valent 100 €, opportunité dont sont privés les autres actionnaires qui de ce fait perdent mécaniquement 1,80 € par action.*

*Il ne semble pas opportun d'investir dans cette société qui ne traite pas sur un pied d'égalité l'ensemble de ses actionnaires.*

2/ Une entreprise paie des salaires de marché à ses salariés. Dans un contexte d'inflation très faible, elle décide toutefois d'augmenter les salaires versés de 15 %. Quels impacts cela aura-t-il sur sa performance financière ? Pourquoi ? Qu'en pensez-vous ? **3 points**

*Le premier impact est bien sûr de réduire les résultats par la hausse induite des frais de personnel. Mais un tel mouvement conduisant à payer ses salariés plus cher que le marché a aussi des effets positifs plus difficiles à mesurer, mais néanmoins bien réels : baisse du taux de démissions, baisse des dépenses de formation du fait de moindres recrutements de personnes à former puisque le taux de démission baisse, meilleure attractivité auprès des meilleurs professionnels du secteur qui pourraient envisager plus favorablement de rejoindre l'entreprise et donc d'augmenter l'efficacité de l'entreprise du fait d'une meilleure qualité de ses effectifs, etc.*

*L'analyse financière ne se résume pas à modifier un paramètre dans un tableau excel et d'observer ce qu'il advient mécaniquement ; les équilibres au sein d'une entreprise sont plus complexes comme l'illustre cette question.*

3/ Que pensez-vous de cette phrase lue sous la plume d'un analyste financier ? Pourquoi ?

*« La génération de flux de trésorerie disponible d'ArcelorMittal a été fortement amputée par la hausse de ses frais financiers en 2023, ce qui pénalise sa valorisation dans notre modèle d'actualisation des flux trésorerie disponible (DCF en anglais). »*

**2 points**

*Cette phrase témoigne d'une mauvaise compréhension de l'analyste financier quant au calcul des flux de trésorerie dans un modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF). En effet, les flux de trésorerie à considérer dans cette approche doivent être hors financement (pour mémoire : Résultat d'exploitation + Dotation aux amortissements – Taux de l'impôt sur les sociétés appliqué au résultat d'exploitation – Investissements – Variation de BFR). Ainsi la hausse des taux d'intérêt et l'impact induit sur les frais financiers n'impactent pas les flux de trésorerie considérés ici.*

4/ Pour une entreprise dont la visibilité des flux de trésorerie disponible futurs est faible, pensez-vous que les prêteurs sont prêts à accepter des ratios Dettes bancaires et financières nettes / Excédent brut d'exploitation (EBITDA) plus élevés ou moins élevés que pour la moyenne des entreprises ? Pourquoi ?

**1 point**

*Dans le cadre d'un processus d'octroi d'un crédit, les prêteurs cherchent à évaluer la capacité de l'entreprise à rembourser les intérêts et le principal. Pour cela, ils disposent généralement de deux approches : une approche statique, au moyen de du ratio indiqué, ou l'analyse dynamique, qui consiste à analyser les projections financières de la société pour anticiper sa capacité à honorer ses engagements.*

*Le fait qu'une société présente une faible visibilité des flux de trésorerie disponible dans le futur les empêche de réaliser une analyse dynamique fiable. Cette société présente ainsi un risque additionnel et n'aura pas tendance à rassurer les prêteurs, qui choisiront alors de conserver une marge de sécurité supplémentaire dans l'approche statique, et ainsi seront conduits à imposer des ratios d'endettement plus faibles que pour la moyenne des entreprises.*

5/ Alors que son chiffre d'affaires semestriel 2024 a augmenté de 12 % en passant de 32,6 M€ à 36,7 M€, le résultat net de Cogélec est passé de 0,6 M€ à 2,9 M€ sans éléments exceptionnels significatifs, soit + 361 %. Quel est le mécanisme qui explique cette évolution ? Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Le chiffre d'affaires de Cogelec a augmenté de 12 % et cela a entraîné une augmentation de son résultat net de + 361%. Cela signifie que Cogelec est très proche de son point mort. En effet, la sensibilité du résultat d'une entreprise à une variation de son activité est d'autant plus forte que l'entreprise se trouve proche de son point mort. On en a la confirmation de la proximité du point mort avec le taux de marge nette qui à  $0,6 \text{ M€} / 32,6 \text{ M€} = 1,8 \%$  est très faible pour une entreprise industrielle.*

*La proximité du point mort est une zone dangereuse pour une société, puisqu'une variation faible de ses revenus peut faire passer la société d'une situation bénéficiaire à une situation déficitaire. Il convient, dans la mesure du possible, de s'en éloigner au plus vite.*

*Pour votre information, cette situation d'une faible marge nette résulte de la conjugaison de fortes marges pour les activités françaises de Cogélec et de pertes de lancement pour des activités similaires nouvellement lancées dans le nord de l'Europe.*

6/ Lors du retrait de Bourse d'Adevinta (le Bon Coin en France) organisé par un fonds d'investissement au premier semestre 2024, les dirigeants ont eu la faculté, comme les autres actionnaires ; soit de céder contre des liquidités leurs actions avec une prime de 52 % sur le cours de Bourse avant l'annonce de cette offre ; soit d'échanger leurs actions contre des actions de la société procédant à l'offre et qui n'allait détenir, post offre, que les actions Adevinta dont une partie financée par un endettement financier contracté par cette société.

Les dirigeants d'Adevinta ont choisi très majoritairement l'offre en numéraire et ont ainsi cédé leurs actions Adevinta. Peut-on qualifier cette décision de signal, et si oui de quelle nature ? **2 points**

*Oui c'est un signal car les dirigeants bénéficient du fait de leurs activités d'une meilleure connaissance de la situation de l'entreprise, et ce signal est négatif puisqu'ils préfèrent vendre leurs actions Adevinta plutôt que de les conserver, pensant donc qu'avec une prime de 52 %, l'action Adevinta avait épuisé son potentiel de hausse/ devenait surévaluée.*

7/ Est-ce que votre réponse à la question 6 serait modifiée si l'on vous précisait que, dans le cadre de cette offre sur Adevinta, ses dirigeants allaient recevoir de la part de la société d'investissement un gros paquet d'actions Adevinta sous réserve que la valeur estimée d'Adevinta progresse significativement dans le futur ? Pourquoi ? **1 point**

*Oui, car recevant potentiellement un gros paquet d'actions Adevinta post sa cession, ils peuvent considérer qu'un certain degré de diversification patrimoniale est de bon aloi, les conduisant alors à vendre leurs actuelles actions Adevinta. Dans ces conditions, on ne peut pas qualifier de signal leur décision de vendre leurs actions Adevinta.*

8/ Atos, pour échapper à la faillite qui menace, va procéder à une augmentation de capital. Peut-on interpréter cette décision comme un signal ? Pourquoi ? Et si oui, quel signal ? **2 points**

*Atos est une société très endettée et au bord de la faillite et cette situation est bien connue du public (la société est cotée et ses données financières sont publiées). Si l'augmentation de capital envisagée est un succès ce sera une bonne nouvelle, mais l'augmentation de capital en elle-même n'est pas un signal. En effet, dans le cas présent il ne s'agit pas d'une décision libre, mais d'une décision contrainte par les difficultés rencontrées par l'entreprise.*

## EXERCICE

Cogélec est le leader français du contrôle d'accès dans l'habitat collectif. En 2007, Cogélec a créé la première offre globale d'interphonie sans fil par abonnement sous la marque Intratone.

Basé sur un modèle de distribution indirecte associé à une relation de proximité très forte avec les bailleurs sociaux et les syndicats, Cogélec est présent dans 6 pays en Europe. La marque Intratone compte plus de 2,3 millions de logements abonnés, avec paiement de la totalité des loyers dès la signature du contrat d'abonnement pour une durée le plus souvent entre 10 et 15 ans.

Voici ses comptes de 2023, en milliers d'euros.

	Notes	31/12/2023
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES</b>	<b>3.6.8.1</b>	<b>66 000</b>
Autres produits de l'activité		24
Achats consommés	<b>3.6.8.2</b>	-22 627
Charges de personnel	<b>3.6.8.3</b>	-21 401
Charges externes	<b>3.6.8.4</b>	-11 318
Impôts et taxes		-737
Dotations / Reprises amortissements	<b>3.6.7.1 et 3.6.7.2</b>	-4 861
Dotations / Reprises provisions et dépréciations		-585
Variation des stocks de produits en cours et de produits finis		-11
Autres produits et charges opérationnels courants	<b>3.6.8.5</b>	602
<b>RESULTAT OPERATIONNEL COURANT</b>		<b>5 083</b>
Autres produits et charges opérationnels	<b>3.6.8.6</b>	-299
<b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>3.6.4.25</b>	<b>4 784</b>
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie		530
Coût de l'endettement financier brut		-348
<b>Coût de l'endettement financier net</b>	<b>3.6.4.25 et 3.6.8.7</b>	<b>182</b>
Autres produits et charges financiers	<b>3.6.8.7</b>	140
Charges d'impôt	<b>3.6.10.1</b>	-595
Quote-part de résultat des autres sociétés mises en équivalence		
<b>RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE</b>		<b>4 511</b>

Les notes aux comptes ne sont pas données car non utiles pour répondre aux questions.

ACTIF en milliers d'euros	31/12/2023
Immobilisations incorporelles	7 177
Immobilisations corporelles	13 374
Titres mis en équivalence	400
Autres actifs financiers	506
Autres actifs non courants	7 119
<b>Total actif non courant</b>	<b>28 576</b>
Stocks et en-cours	16 028
Créances clients	16 445
Autres actifs courants	4 035
Actifs d'impôts courants	1 336
Trésorerie et équivalents	22 489
<b>Total actif courant</b>	<b>60 333</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>88 909</b>

PASSIF en milliers d'euros	31/12/2023
<b>Total capitaux propres</b>	<b>7 909</b>
Emprunts et dettes financières	17 402
Provisions pour engagement de retraite	408
Autres provisions à long terme	1 673
Autres passifs non courants	34 712
Passifs d'impôts non courants	615
<b>Total passif non courant</b>	<b>54 810</b>
Emprunts et dettes financières	7 030
Dettes fournisseurs	6 136
Autres passifs courants	12 921
Passifs d'impôts courants	103
<b>Total passif courant</b>	<b>26 190</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>88 909</b>

Vous pourrez prendre comme taux de l'impôt sur les sociétés 25 %, et non pas celui apparent qui est ponctuellement plus faible.

Les autres actifs courants ou non, les autres passifs courants ou non (qui correspondent aux abonnements au titre des années futures déjà payés), les actifs et passifs d'impôt courants ou non sont des éléments du BFR. Les provisions pour retraites et les autres provisions à long terme sont assimilées à des dettes bancaires et financières. Les titres mis en équivalence correspondent à des participations dans des filiales.

- a) Calculez le montant du BFR de Cogélec pour 2023. Qu'est-ce qui explique ce montant ? **2 points**

En reprenant les informations fournies en notes au bilan,  $BFR = 7\,119 + 16\,028 + 16\,445 + 4\,035 + 1\,336 - 34\,712 - 615 - 6\,136 - 12\,921 - 103 = -9\,524 \text{ k€}$

Le BFR de Cogélec est négatif, ce qui pour une société en croissance est un avantage car son exploitation génère, au-delà de sa capacité d'autofinancement, des ressources de trésorerie liées à la variation de son BFR négatif. Cogélec ayant développé une activité où les clients (bailleurs sociaux) payent, dès la signature du contrat, la totalité des loyers pour une prestation qui s'étalera sur 10 à 15 ans, il est normal que son BFR soit négatif

b) Calculez le montant de l'actif économique de Cogélec au 31 décembre 2023. **1 point**

Il y a deux manières de calculer le montant de l'Actif Économique, soit comme la somme des moyens mis en œuvre par l'entreprise ( $\text{Actif Économique} = \text{Actif Immobilisé} + \text{BFR}$ ), soit comme la somme des capitaux investis pour le financer ( $\text{Actif Économique} = \text{Capitaux Propres} + \text{Endettement Financier Net}$ )

On calcule l'Actif Immobilisé comme suit :

$$\text{Actif Immobilisé} = 7\,177 + 13\,374 + 400 + 506 = 21\,457 \text{ k€}$$

Par ailleurs les Capitaux propres sont égaux à 7909 K€ et l'Endettement financier net se calcule comme suit :

$$\text{Endettement financier net} = 17\,402 + 408 + 1\,673 + 7\,030 - 22\,489 = 4\,024 \text{ k€}$$

$$\text{D'où Actif Économique} = \text{Actif Immobilisé} + \text{BFR} = 21\,457 - 9\,524 = 11\,933 \text{ k€}$$

$$\text{et Actif Économique} = \text{Capitaux Propres} + \text{Endettement Financier Net} = 7\,909 + 4\,024 = 11\,933 \text{ k€}$$

c) Calculez la rentabilité économique de Cogélec pour 2023. Vous considérerez que le résultat opérationnel publié par Cogélec correspond au résultat d'exploitation. **1 point**

La Rentabilité Économique mesure le rapport entre la marge dégagée par l'entreprise à l'issue de son cycle d'exploitation (après impôt théorique), c'est-à-dire son résultat d'exploitation (après prise en compte d'un impôt théorique) et les moyens mis en œuvre par l'entreprise (l'Actif Économique)

$$\begin{aligned} \text{Rentabilité Économique} &= (\text{Résultat opérationnel} \times (1 - \text{taux d'IS})) / \text{Actif Économique} \\ &= (4\,784 \times (1 - 25\%)) / 11\,933 \\ &= 30\% \end{aligned}$$

d) Que pensez-vous du montant de la rentabilité économique que vous avez calculée à la question précédente ? **1 point**

Il s'agit d'une rentabilité très élevée, à coup sûr largement supérieure au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux de Cogélec (coût du capital) ; cette société crée donc significativement de la valeur.

Cette rentabilité très élevée trouve son explication dans une marge d'exploitation honorable (5,4 % après impôt théorique), mais surtout d'un taux de rotation de l'Actif Économique très élevé découlant du BFR fortement négatif.

e) Calculez la rentabilité des capitaux propres de Cogélec pour 2023, par une simple division. **1 point**

Rentabilité des capitaux propres (RCP) = Résultat Net / Capitaux Propres = 4 511 / 7 909 = 57 %

- f) Que pensez-vous du niveau de cette rentabilité des capitaux propres ? Qu'est-ce qui l'explique ? Pourquoi ? **1 point**

*La rentabilité des capitaux propres de Cogélec est très élevée et s'explique par une rentabilité économique déjà très forte (30 %) et par un effet de levier positif, car on n'imagine pas Cogélec s'endetter à notre époque à un taux d'intérêt supérieur à 30 % (ce qui aurait conduit à un effet de levier négatif, réduisant la rentabilité des capitaux propres par rapport à la rentabilité économique).*

- g) Que pensez-vous du niveau d'endettement de Cogélec ? Pourquoi ? **1 point**

*Pour apprécier le niveau d'endettement nous calculerons le ratio de Dette Nette / EBE. Le compte de résultat de Cogélec suivant une présentation par nature, l'EBE peut se retrouver facilement en ajoutant les dotations aux amortissements au Résultat d'Exploitation.*

$$\begin{aligned} \text{EBE} &= \text{Résultat d'exploitation} + \text{dotations aux amortissements} \\ &= 4\,784 + 4\,861 = 9\,645 \end{aligned}$$

*Compte tenu d'une Dette Nette de 4 024 calculée en b), le ratio Dette Nette / EBE s'établit à 0,4 (4 024 / 9 645 = 0,4). Ce ratio largement inférieur à 2 met en évidence un très faible niveau d'endettement, d'autant plus faible que Cogélec a des cashflows récurrents et prévisibles grâce aux abonnements de ses clients. Cogélec pourrait donc largement augmenter son niveau d'endettement si le groupe le souhaitait.*

- h) Que pensez-vous de la liquidité de Cogélec ? Pourquoi ? **2 points**

*La liquidité qui correspond à la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements, s'évalue le plus couramment en comparant les actifs à court terme et les passifs à court terme à travers le ratio de liquidité générale.*

*Le court terme étant défini comme inférieur à un an, on y trouvera :*

- *À l'actif les éléments de l'actif circulant (stocks, créances clients, autres actifs courants, trésorerie et équivalents) soit  $16\,028 + 16\,445 + 4\,035 + 1\,336 + 22\,489 = 60\,333$*
- *Au passif les emprunts et dettes financières à court terme (qui correspond en général au découvert bancaire) ainsi qu'aux autres éléments du passif courant (dettes fournisseurs, autres passifs courants, passifs d'impôts courants) soit  $7\,030 + 6\,136 + 12\,921 + 103 = 26\,190$*

$$\text{Ratio de liquidité générale } 60\,333 / 26\,190 = 2,3$$

*Les actifs à court terme de Cogélec étant supérieur de 130 % à ses dettes à court terme, Cogélec peut donc faire face sans difficultés au remboursement de ses dettes à court terme, et bénéficie ainsi d'une excellente liquidité à la satisfaction de ses banquiers et créanciers d'exploitation.*

- i) Compte-tenu de ce qui précède, vous attendez-vous à ce que la valeur des capitaux propres de Cogélec, soit égale, inférieure ou supérieure à leur montant comptable ? Pourquoi ? **2 points**

*La rentabilité économique de Cogélec à 30 % est supérieure au coût du capital (qui n'est pas communiqué dans l'énoncé, mais qui, compte tenu du risque de l'activité, est probablement inférieur à 10 %). Ceci doit se traduire par une valorisation des capitaux propres largement supérieure à leur montant comptable qui est de seulement 7,9M€, soit un PBR (Price to Book Ratio) supérieur à 1.*

- j) Si vous prenez comme hypothèse que les capitaux propres de Cogélec peuvent être valorisés à 100 M€, quel est le multiple 2023 du résultat d'exploitation (appelé résultat opérationnel par ce groupe) de l'action Cogélec ? **1 point**

*Mutiple du résultat d'exploitation 2023 = Valeur de l'actif économique / Résultat d'exploitation 2023*

*Valeur de l'actif économique = valeur des capitaux propres + valeur de la dette bancaire et financière nette*

*La valeur de capitaux propres est de 100 M€. On assimilera, pour le calcul, la valeur de la dette bancaire et financière nette à son montant comptable, soit 4M€*

*Valeur de l'actif économique = 100 + 4 = 104*

*D'où Multiple du Résultat d'exploitation = 104 / 4,784 = 21,7*

- k) Sachant que Cogélec a versé en 2024, au titre de ses résultats 2023, 3,151 M€ de dividendes à ses actionnaires, quel est le taux de rendement de son action, toujours avec la même hypothèse d'une valeur de ses capitaux propres de 100 M€ ? **1 point**

*Taux de rendement = Dividendes / Valeur des capitaux propres = 3,151 / 100 = 3,15 %*

- l) Quel a été le taux de distribution des dividendes de Cogélec ? Qu'en pensez-vous ? Pourquoi ? **2 points**

*Taux de distribution = Dividendes / Résultat net = 3,151 / 4,511 = 70 %*

*Il s'agit d'un taux distribution qui peut paraître assez élevé, mais qui n'est pas surprenant dans le cas de cette société, qui est très peu endettée, et dont la valorisation des capitaux propres (100 M€) est de près de 13 fois supérieure à ses capitaux propres comptable. Pour servir un taux de rendement convenable de 3 % calculé sur la valeur des capitaux propres, il faut donc bien distribuer une large part du résultat net.*

- m) Si vous estimez le taux de croissance des résultats 2023-2034 à 12 % l'an, quel sera le résultat net 2034 selon vous ? Le calcul est demandé, pas simplement son résultat. **1 point**

*Le résultat net de 2013 est de 4 511k€. Avec une croissance de 12 % pendant 11 ans, le résultat net 2034 sera de  $4\,511 \times (1 + 12\%)^{11} = 15\,692$ .*



- n) Quel est le PER que mériterait Cogélec selon vous, compte de votre estimation de son taux de croissance de ses résultats 2023-2034 de 12 % l'an ? Au-delà de 20 ? entre 10 et 20 ? Moins de 10 ? Pourquoi ? **2 points**

*Cogélec va connaître une très forte croissance de son résultat net (multiplié par presque 4 en 11 ans), dans un secteur d'activité à risque modéré. Logiquement, ces deux facteurs combinés doivent conduire à un PER très élevé (> 20).*

- o) Prenez alors un chiffre à votre gré dans la fourchette que vous avez sélectionnée à la question précédente en considérant qu'il s'agit du PER 2023 de Cogélec, et calculez alors la valeur des capitaux propres de Cogélec. **1 point**

*Prenons par exemple un PER 2023 de 25. Compte tenu d'un résultat net 2023 de 4,5 M€, la valeur des capitaux propres de Cogélec s'établit à  $25 \times 4,5 \text{ M€} = 112,5 \text{ M€}$ .*

- p) Le fait que Cogélec soit une société de relative petite taille a plutôt selon vous un effet minorant ou majorant du PER, ou est-ce sans impact ? Pourquoi ? **2 points**

*Deux effets contradictoires sont à l'œuvre :*

- *La petite taille est une source de risque (le niveau de coûts fixes est plus élevés). Les sociétés de petite taille sont donc généralement plus risquées que la moyenne.*
- *A contrario, qui dit petite taille, dit perspectives de croissance plus élevées (on est loin de la maturité).*

*Tout dépend donc du poids de chacun de ces facteurs. Dans le cas présent, on peut penser qu'une activité fondée sur des abonnements, avec des clients diffus et solvables (bailleurs sociaux, syndics) est globalement peu risquée. Dès lors, le second facteur va peser plus lourd (les perspectives de croissance sont fortes).*

- q) Pour quelle raison, dans le cas de Cogélec, le PER est-il un outil d'évaluation tout aussi pertinent que le multiple de l'excédent brut d'exploitation ou le multiple du résultat d'exploitation ? **2 points**

*Les questions précédentes ont montré que la société avait une position de trésorerie financière nette peu élevée, comparativement à la valeur de marché de ses capitaux propres. Dès lors, la structure financière de la société est quasi uniquement composée de capitaux propres.*

*Nous sommes donc dans le cas où la structure financière ne va donc pas biaiser significativement le PER par rapport à un multiple d'EBE ou de résultat d'exploitation.*