



Cas Evaluation Europcar

Ce cas traite d'une société cotée en bourse et s'appuie intégralement sur de l'information publique ou inventée par l'auteur du cas à des buts pédagogiques. Pour le traiter, il n'est pas besoin de faire appel à d'autres informations que celles contenues dans ce document.

Si vous souhaitez poser des questions à l'auteur de ce cas, vous pouvez le contacter via la boîte aux lettres du site www.vernimmen.net.

Pascal Quiry

Décembre 2019

Ce document ne peut être utilisé, reproduit ou cédé sans l'autorisation du Groupe HEC

Questions (sur 100 points)

Attention, certaines questions peuvent avoir plusieurs réponses possibles, sans que cela ne vous soit clairement notifié à chaque fois. Vous vous placerez au 1er janvier 2020 pour faire votre travail d'évaluation.

Questions	Réponse 1	Réponse 2	Réponse 3	Réponse 4
1 Puisque le premier flux que vous actualiserez sera celui de 2020, dans vos calculs vous devrez prendre en compte la dette arrêtée au 31 décembre . . .	2018, car c'est la dernière connue avec certitude.	2019, c'est-à-dire juste avant le premier flux pris en compte.	2020, pour être homogène avec la date du premier flux.	2021, pour éviter de compter deux fois le flux de 2020, une fois en tant que flux et une seconde fois en tant que modifiant la dette au 31 décembre 2020.
2 Si vous avez besoin d'une estimation de la dette nette au 31 décembre 2019, et comme elle ne figure pas dans le cas, vous pouvez la trouver ainsi :	Dette nette au 31 décembre 2019 = Dette nette au 31 décembre 2018 + flux de trésorerie disponible 2019 + dividende versé en 2019 + augmentation de capital de capital 2019 - rachats d'actions 2019.	Dette nette au 31 décembre 2019 = Dette nette au 31 décembre 2018 - flux de trésorerie disponible 2019 + dividende versé en 2019 + augmentation de capital de capital 2019 - rachats d'actions 2019.	Dette nette au 31 décembre 2019 = Dette nette au 31 décembre 2018 - flux de trésorerie disponible 2019 + dividende versé en 2019 - augmentation de capital de capital 2019 - rachats d'actions 2019.	Dette nette au 31 décembre 2019 = Dette nette au 31 décembre 2018 - flux de trésorerie disponible 2019 + dividende versé en 2019 - augmentation de capital de capital 2019 + rachats d'actions 2019.
3 En vous plaçant au 1er janvier 2020, quel exposant à (1+t) utiliserez-vous pour actualiser le flux de 2019 ?	Je ne vais pas actualiser le flux de 2019 car je prends en compte l'endettement au 31 décembre 2019.	1, car c'est le premier flux que vous actualisez.	1, car c'est ce que nous avons vu en cours.	0, car nous plaçant au 1er janvier 2020, l'année 2019 est déjà terminée et son flux touché.
4 Quand vous regardez, la répartition de l'activité d'Europcar, vous avez le sentiment que ses flux de trésorerie disponible doivent :	Se répartir à peu près également tout au long de l'année.	Se concentrer plutôt sur les derniers mois de l'année.	Se concentrer plutôt sur les premiers mois de l'année.	Se concentrer en moyenne plutôt sur les mois de l'été.
5 Quel exposant à (1+t) utiliserez-vous pour actualiser le flux de trésorerie disponible de 2020 ?	0,5. En effet, en nous plaçant au 1er janvier 2020, et comme le flux de 2020 se produira en moyenne à l'été 2020, c'est 6 mois après le 1er janvier 2020.	1, car c'est le premier flux que vous actualisez.	1, car c'est ce que nous avons vu en cours.	0,75. En effet, en nous plaçant au 1er janvier 2020, et comme le flux de 2020 se produira en moyenne à l'automne 2020, c'est 9 mois après le 1er janvier 2020.
6 Si vous actualisez le second flux avec un coefficient de mise en puissance de (1+t) de n, vous actualiserez le troisième flux avec un coefficient de mise en puissance de . . .	n	n + 0,5	n + 1	n+3
7 Compte tenu de la situation financière de Europcar, son coût du capital est :	Inférieur au coût de ses capitaux propres.	Egal au coût de ses capitaux propres.	Supérieur au coût de ses capitaux propres.	Egal au coût de son endettement bancaire et financier net.
8 Le coût du capital de Europcar correspond à un taux d'intérêt . . .	Français, car Europcar est juridiquement une société française.	Français, car Europcar est basé en France.	Européen, car l'Europe est la première zone géographique de Europcar avec 94 % du chiffre d'affaires.	Mondial, car Europcar a des activités significatives dans les principaux pays du monde.

9	Si vous prenez un bêta de l'actif économique de Europcar de 0,8, un taux de l'argent sans risque de 0,9 % et une prime de risque de 7 %, quel est votre estimation du coût du capital de Europcar ? Si vous pensez que le bon chiffre est 6,7 %, tapez 6,7.					
10	Que pensez-vous pour Europcar d'un taux de croissance à l'infini de 1,5 % ?	Avec une croissance en Europe de 1,5 % et un taux d'inflation de 1,5 % en moyenne, c'est une décroissance relative qui est planifiée. Avec l'avènement de la voiture autonome et connectée, ce n'est pas illogique	C'est assez cohérent avec le taux de croissance du chiffre d'affaires sur les 3 dernières années du plan d'affaires qui est de cet ordre de grandeur.	C'est trop faible. Puisque la croissance mondiale est de 3 % en volume et de 2 % en inflation, on devrait avoir au moins 5 %, car il n'y a pas de raison que l'automobile disparaisse.	C'est trop fort. En 2019, Europcar ne fera déjà que 0,7 % de croissance.	
11	En prenant un taux de croissance à l'infini des flux au-delà de 2029 de 1,5 % et le taux d'actualisation que vous avez calculé à la question 9, quelle est la valeur en 2023 des flux au-delà de 2023 (la valeur terminale) ? (en millions d'euros, sans chiffre après la virgule).					
12	Quelle est la valeur actuelle au 1er janvier 2020 de la valeur terminale que vous avez calculée à la question précédente ? (en millions d'euros, sans chiffre après la virgule)					
13	Quelle est la valeur actuelle des flux de trésorerie disponible de 2019 à 2023, en millions d'euros sans chiffre après la virgule ?					
14	Quelle est alors la valeur de l'actif économique de Europcar ? (en millions d'euros, sans chiffre après la virgule)					
15	Au bilan du 31 décembre 2018, figurent des immobilisations financières pour 158 M€, correspondant à des actifs financiers permettant à Europcar de gérer les assurances que le groupe propose à ses clients et d'acquérir ses véhicules dans de meilleures conditions pour lui. Prendrez-vous ces dernières en compte dans le passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des capitaux propres ? Pourquoi ?	Oui, car un actif c'est un actif et il n'y a pas de raison d'oublier de les prendre en compte.	Non, car ces actifs indispensables à l'activité opérationnelle d'Europcar, sont déjà implicitement valorisés à travers les flux de trésorerie disponible qu'ils contribuent à permettre.	Oui, car on prend toujours en compte les actifs financiers.	Non, car on ne prend jamais en compte les actifs financiers qui ne contribuent pas à l'exploitation.	
16	Compte tenu de leurs montants, comment conseillez-vous de traiter les intérêts minoritaires de Europcar ?	De les ignorer, car les montants au bilan et au compte de résultat sont vraiment très très petits à l'échelle d'Europcar.	De les considérer pour leur montant comptable comme une dette dans le passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des capitaux propres. Ils ne sont pas réévalués car ils sont petits à l'échelle d'Europcar et qu'un calcul précis prendrait du temps pour un impact sur la valorisation finale d'Europcar négligeable.	De les considérer comme un actif de trésorerie dans le passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des capitaux propres.	De réaliser une actualisation des flux de trésorerie disponible des filiales non détenues à 100 % et de prendre la quote-part qui revient dans cette valeur aux actionnaires minoritaires des filiales de Europcar comme une dette dans le passage de la valeur de l'actif économique de Europcar à la valeur des capitaux propres	
17	Suite à la révision à la baisse en octobre 2019 par Europcar de ses anticipations de résultats pour 2019, la valeur des obligations émises par Europcar a baissé de 100 % de leur nominal à 95 % du nominal. Que faites-vous ?	Je garde pour la valeur de l'endettement bancaire et financier net le montant comptable, car on a beau dire ce que l'on veut, un montant comptable c'est un montant comptable !	Dans mon calcul, je vais prendre seulement 95 % du montant de l'endettement bancaire et financier net au 31 décembre 2018, car dans l'évaluation on raisonne en valeur et non en montant comptable.	Dans mon calcul, je vais prendre seulement 95 % du montant des dettes financières à long terme au 31 décembre 2018, car dans l'évaluation on raisonne en valeur et non en montant comptable, et car les dettes financières à court terme, les engagements de retraite et la trésorerie ne sont pas affectées.	Je me perds dans un abîme de perplexité.	

18	Quel est le montant net au total que vous allez retirer ou ajouter de/à la valeur de l'actif économique pour aboutir à la valeur des capitaux propres (en valeur absolue, en millions d'euros, sans chiffre après la virgule) ?					
19	Quelle est la valeur des capitaux propres de Europcar ? (en millions d'euros, sans chiffre après la virgule)					
20	Quel est donc le nombre d'actions que vous retenez pour calculer la valeur de l'action Europcar ? (en millions avec une décimale après la virgule)					
21	Quelle est la valeur de l'action Europcar que vous trouvez alors (en euro, avec une décimale après la virgule) ?					
22	Si vous simulez une variation de 10 % du montant de chacun de l'un des paramètres suivants ; lequel a le plus fort impact sur la valeur de l'action Europcar ?	Le taux de croissance à l'infini.	Le coût du capital.	Le montant du flux terminal.	La variation du besoin en fonds de roulement de 2023.	
23	Si vous simulez une variation de 10 % du montant de chacun de l'un des paramètres suivants ; lequel a le plus faible impact sur la valeur de l'action Europcar ?	Le taux de croissance à l'infini.	Le coût du capital.	Le montant du flux terminal.	Le taux d'impôt sur les sociétés.	
24	Une hausse du coût du capital de 10 % ne fait baisser la valeur de l'actif économique que de 12 %, mais de 87 % celle des capitaux propres. Comment expliquez-vous cette situation ?	Parce que Europcar est en faible croissance.	Parce que Europcar est faiblement rentable.	Parce que Europcar est lourdement endetté.	Parce que le BFR d'Europcar est négatif.	
25	Si Europcar avait des dettes bancaires et financières nettes négatives au lieu d'avoir des dettes nettes positives, les sensibilités sur la valeur des capitaux propres que vous avez mesurées aux questions précédentes auraient été :	Plus faibles.	Identiques.	Plus fortes.	Cela dépend des paramètres testés.	
26	Ce que vous avez constaté à la question précédente est une manifestation de :	L'effet ciseau.	L'effet point mort.	L'effet de levier de la dette.	L'effet de commerce.	
27	Compte tenu des projections financières qui vous sont données en annexe 5, quel sera le montant au bilan des immobilisations nettes de Europcar au 31 décembre 2023 (en millions d'euros, sans chiffre après la virgule) ?					
28	Compte tenu des projections financières qui vous sont données en annexe 5, quel sera le montant au bilan de l'actif économique de Europcar au 31 décembre 2023 ? (en millions d'euros, sans chiffre après la virgule).					
29	Calculez la rentabilité économique de Europcar pour 2023 avec un chiffre après la virgule, par exemple 10,33 % => 10,3.					

30	Qu'en pensez-vous ?	Même en 2023, Europcar ne gagnera toujours pas son coût du capital.	N'aurais-je pas fait une erreur de calcul ?	Enfin Europcar gagne son coût du capital !	Rien.
31	Pensez-vous dans ces conditions qu'il serait pertinent de recourir à la technique du cash-flow fade, à l'endroit ou à l'envers ?	Oui, car la rentabilité économique en 2023 est largement supérieure au coût du capital de Europcar.	Non, car la rentabilité économique en 2023 est quasiment égale au coût du capital de Europcar.	Non, car la rentabilité économique en 2023 est inférieure du coût du capital de Europcar.	Oui, pour autant que l'on soit sûr que Europcar fera partie des survivants car sa rentabilité économique en 2023 est inférieure à son coût du capital.
32	Quel impact le recours au cash-flow fade aurait-il alors sur la valeur de l'action Europcar telle que vous l'avez calculée à la question 21 ?	De la faire baisser sensiblement.	De la faire baisser un peu.	Aucun impact.	De la faire monter.
33	Quelle est l'explication la plus probable au fait que la valeur de l'action Europcar que vous avez trouvée par actualisation des flux de trésorerie disponible soit largement inférieure au montant des capitaux propres comptables par action de fin 2018 (5,7 €) ?	Des erreurs de calcul ont été commises.	La rentabilité économique prévisionnelle de Europcar est inférieure à son coût du capital.	Le coût du capital retenu est trop faible.	La rentabilité économique prévisionnelle de Europcar est très largement supérieure à son coût du capital.
34	Calculez le taux de croissance annuel pour l'excédent brut d'exploitation de Europcar entre 2018 et 2021, avec un chiffre après la virgule, par exemple 10,33 % => 10,3.				
35	Calculez le taux de croissance annuel pour le résultat d'exploitation de Europcar entre 2018 et 2021, avec un chiffre après la virgule, par exemple 10,33 % => 10,3.				
36	Quand vous regardez les taux de croissance 2018-2021 de l'excédent brut d'exploitation et du résultat d'exploitation des 4 entreprises de location de voitures (dont Europcar), que constatez-vous ?	Que les différents taux de croissance sont vraiment très proches les uns des autres.	Que les différents taux de croissance sont proches les uns des autres.	Que les différents taux de croissance sont assez dispersés les uns des autres.	Rien
37	Procédez à une régression linéaire des multiples des résultats d'exploitation 2019 des comparables d'Europcar contre leur taux de croissance moyen du résultat d'exploitation 2018-2021. Quel coefficient R2 avez-vous trouvé ? Si vous avez trouvé 67 %, tapez 67.				
38	Que pensez-vous du coefficient R2 que vous avez trouvé ?	Il est très faible, ce qui discrédite cette technique au cas présent.	Son niveau est moyen, et donc le résultat obtenu est moyennement convaincant.	Son niveau est très bon, ce qui donne beaucoup de pertinence au résultat trouvé au cas présent.	Je ne sais pas.
39	De quelle entreprise du secteur, Europcar paraît-elle la plus proche en terme de croissance ?	Avis	Hertz	Sixt	
40	Calculez le multiple d'EBE 2019 d'Avis, avec deux chiffres après la virgule.				
41	Calculez le multiple d'EBE 2020 de Hertz, avec deux chiffres après la virgule.				

42	Calculez le multiple d'EBE 2021 de Sixt, avec deux chiffres après la virgule.					
43	Calculez le multiple du résultat d'exploitation 2020 de Hertz, avec deux chiffres après la virgule.					
44	Calculez le PER 2019 de Avis avec deux chiffres après la virgule.					
45	Quand vous regardez les multiples des résultats d'exploitation et d'EBE des 3 comparables chaque année, que constatez-vous et qu'en déduisez-vous ?	Que les multiples d'EBE sont dans un mouchoir de poche, alors que ceux du résultat d'exploitation sont très dispersés. Vous décidez donc d'utiliser les multiples du résultat d'exploitation pour valoriser Europcar.	Que les multiples d'EBE sont dans un mouchoir de poche, alors que ceux du résultat d'exploitation sont très dispersés. Vous décidez donc d'utiliser les multiples d'EBE pour valoriser Europcar.	Que les multiples d'EBE sont dans un mouchoir de poche, alors que ceux du résultat d'exploitation sont très dispersés. Vous décidez donc d'utiliser une moyenne des multiples du résultat d'exploitation et des multiples d'EBE pour	Que les multiples d'EBE sont dans un mouchoir de poche, alors que ceux du résultat d'exploitation sont très dispersés. Vous décidez donc d'utiliser une médiane des multiples du résultat d'exploitation et des multiples d'EBE pour valoriser	
46	Concernant l'année des multiples, vous allez . . .	Prendre 2018 car les résultats de cette année sont connus avec fiabilité.	Ne pas prendre 2018, car ces résultats appartiennent au passé et ne tiennent pas compte de l'acquisition de Fox et de la baisse des résultats de 2019 qui ne semblent pas être un accident de conjoncture.	Faire une moyenne des multiples des différentes années.	Choisir 2021, année où Fox devrait être parfaitement intégré dans le groupe et la crise de l'automne 2019 en bonne voie d'être surmontée.	
47	Compte tenu de vos réponses aux questions 38, 39, 45 et 46, vous avez envie de valoriser Europcar par . . .	Une moyenne des multiples des EBE 2021 des 3 sociétés comparables à Europcar	Une moyenne des PER 2019 des 3 sociétés comparables à Europcar	En utilisant la droite de régression déterminée à la question 37.	En prenant le multiple d'EBE 2021 de la société la plus proche d'Europcar en termes de croissance des résultats 2018-2019.	
48	Quand vous mettez en œuvre votre préconisation de la question précédente, quelle valeur trouvez-vous pour l'action Europcar ? En euros avec un chiffre après la virgule (dans votre calcul prenez votre multiple avec au moins deux chiffres après la virgule).					
49	Au total, pensez-vous que votre estimation de la valeur de l'action d'Europcar soit . . .	Très stable	Assez stable	volatile	Très volatile	
50	Quel adage pourrait bien illustrer la valorisation de l'action Europcar ?	Les arbres ne montent pas au ciel.	On ne peut pas avoir le beurre et l'argent du beurre.	Il n'y a pas de forteresses imprenables, il n'y a que des forteresses mal assiégées.	Méfiez-vous de la petite différence entre deux grandes masses.	
51	Eurazéo, actionnaire de contrôle d'Europcar ayant annoncé implicitement qu'il était vendeur de sa participation, si un changement de contrôle devait intervenir dans le futur, les multiples extériorisés par une telle transaction devraient normalement être . . .	Plus faibles que ceux que vous avez calculés qui sont des multiples boursiers et non de contrôle.	Egaux à ceux que vous avez calculés qui sont des multiples de contrôle et non des multiples boursiers .	Egaux à ceux que vous avez calculés qui sont des multiples boursiers et non de contrôle.	Supérieurs à ceux que vous avez calculés qui sont des multiples boursiers et non de contrôle.	
52	A l'issue de cette étude de la valorisation d'Europcar, . . .	Vous achetez des actions Europcar.	Vous vendez des actions Europcar.	Vous prenez quelques jours de congé de l'ICCF, comme Jan Maciejak-Parmentier, pour être en pleine forme pour attaquer le dernier module	Vous n'intervenez pas en Bourse sur l'action Europcar car tous vos calculs sont fondés, non pas sur le plan d'affaires de l'entreprise, mais sur des chiffres inventés par l'auteur de ce cas à des seuls buts pédagogiques.	