

GROUPE HEC - FSM1

TEST DE FINANCE D'ENTREPRISE DE FIN DE PARCOURS
AVRIL 1997

AUGMENTATION DE CAPITAL DE METALEUROP

Eléments de corrigé

Ante scriptum : que certains d'entre vous apprennent que dans l'expression chiffre d'affaires, affaires prend un « s » final car vous êtes mal partis si vous ne faites qu'une affaire par an...

1 - Procédez à une rapide analyse financière de Métaleurop afin de mettre en évidence sa santé au début de 1997. Vous pourrez en particulier (mais non exclusivement) vous intéresser à la façon dont les investissements ont été financés depuis 1994, au partage du financement de l'actif économique en 1996 entre les dettes financières nettes et les capitaux propres, à la rentabilité économique et à la rentabilité financière en 1996.

N.B. : A cet égard, vous pourrez considérer les provisions pour risques et charges comme des éléments du besoin en fonds de roulement. Vous vous interrogerez sur la pertinence du résultat net 1996 compte tenu de l'importance des éléments exceptionnels positifs non récurrents (voir avertissement de la Commission des Opérations de Bourse sur la première page de la note d'augmentation de capital) qui pourrait vous faire préférer le résultat courant, après un impôt sur les sociétés à un taux que nous laissons à votre appréciation, au résultat net.

Si le chiffre d'affaires de Métaleurop a augmenté de 20 % en deux ans, cette progression est entièrement due à un effet prix (cours du zinc et du plomb) et non à une progression en volume. Cette évolution a permis à la société de dégager pour la première fois en 1995/1996 un résultat d'exploitation positif (18 MF), mais qui reste, relativement au chiffre d'affaires, très faible : 0,4 %. Compte tenu des frais financiers pourtant en fort recul grâce à la baisse des taux d'intérêt, le résultat net n'est positif que grâce à un gain exceptionnel lié à un changement de méthode de comptabilisation qui est bien sûr non récurrent. Dans ces conditions, le résultat courant est plus significatif de l'enrichissement réel de Métaleurop sur la période.

Métaleurop, compte tenu des résultats très négatifs enregistrés dans le passé, est aujourd'hui fortement endetté compte tenu de ses résultats actuels : l'endettement net s'élève à 1202 MF en 1995/1996 pour 607 MF de capitaux propres. Autrement dit les banques financent les deux tiers de l'actif économique contre seulement un tiers pour les actionnaires.

La rentabilité économique est ainsi à peine à l'équilibre en 1995/1996 et compte tenu du coût de la dette, la rentabilité financière est encore plus négative (effet de levier inversé) :

en MF	1993/1994	1994/1995	1995/1996
Capitaux propres	599	549	607
Dettes financières	943	1253	1254
- Valeurs mob. de placement	28	0	10
- Disponibilités	<u>27</u>	<u>18</u>	<u>42</u>
= Dettes financières nettes	888	1235	1202
Actif économique	599+888 =1487	549+1235=1784	607+1202=1809
Résultat d'exploitation après impôt	- 248 ⁽¹⁾	- 165 ⁽¹⁾	18x(1-36,6%)=11
Rentabilité économique après impôt	- 248/1487 = - 16,7 % ⁽¹⁾	- 165/1784 = - 9,3 % ⁽¹⁾	11/1809 = 0,6 % ⁽¹⁾
Résultat courant après impôt	-290 ⁽¹⁾	-263 ⁽¹⁾	-27
Rentabilité financière	-290 /599= -48 % ⁽¹⁾	-263/549= - 48 % ⁽¹⁾	-27/607= - 4,5 % ⁽¹⁾

(1) Lorsque, du fait de pertes, le résultat est négatif, il n'y a pas lieu de prendre un impôt à 36,6 % qui ne s'applique pas.

En conclusion, Métaleurop est une société en difficulté dont la situation commence à s'améliorer grâce à un retournement de conjoncture sur ses marchés, mais dont le niveau d'endettement est très lourd compte tenu de sa capacité de remboursement (résultats à peine équilibrés en 1995/1996).

2 - Procédez à une rapide analyse boursière de l'action Métaleurop.

Paradoxalement, alors que les rentabilités financières sont largement inférieures à l'exigence de rentabilité des actionnaires (5,5 % + 1,5 x 4 % = 11,5 %), le cours de bourse (79 F) est largement supérieur aux capitaux propres par action (23 F). Ceci s'explique par des anticipations de résultat en très forte progression en 1997 (6,8 F de BPA en 1996/1997) ce qui donnerait une rentabilité financière de $6,8/23 = 30\%$. Ce sont ces espoirs qui expliquent le doublement du cours de bourse depuis janvier 1997.

3 - Compte tenu de l'activité de Métaleurop, quels sont les principaux facteurs qui influent sur son activité et ses résultats ? Dans quelle mesure sont-ils maîtrisables par Métaleurop ?

- l'offre et la demande de matière première qui sont cycliques ;
- les prix d'achat des matières premières qui sont volatiles compte tenu des décalages structurels entre l'évolution de l'offre et de la demande ;
- le cours du dollar dans lequel est libellé le prix d'achat des matières premières.

En théorie, ces risques peuvent être couverts sur les marchés à terme, mais dans la pratique, les résultats passés de Métaleurop démontrent que cette couverture n'est au mieux que partielle.

Dans ces conditions, la structure financière idéale doit-elle privilégier les dettes ou les capitaux propres. Pourquoi ?

Les capitaux propres pour minimiser les coûts fixes et éviter des échéances régulières (intérêts, remboursements) alors que l'activité est très cyclique.

4 - Pensez-vous que la dette de Métaleurop cote en bourse plus que son montant comptable, moins que son montant comptable ou son montant comptable ? Pourquoi ?

Compte tenu de l'importance de la dette (1202 MF) relativement aux résultats de Métaleurop, le groupe semble incapable de rembourser cette dette dans le cadre normal de son exploitation. On peut donc légitimement s'attendre à ce que celle-ci cote moins que son montant comptable (nominal).

L'augmentation de capital lancée affectera-t-elle la richesse des créanciers ? Pourquoi ?

L'augmentation de capital va réduire le risque de non remboursement de la dette bancaire, d'autant que son produit sera intégralement affecté à son remboursement partiel. Dès lors, la valeur de la dette va progresser.

5 - Vous oublierez pour cette question les bons de souscriptions attachées aux actions nouvelles.

Compte tenu de l'usage qui sera fait du produit de l'augmentation de capital (600 MF) : affecté en totalité au remboursement des dettes, la valeur de l'actif économique de Métaleurop sera-t-elle affectée par cette augmentation de capital ? Pourquoi ?

La valeur de l'actif économique ne dépend pas de la structure financière qui le finance. Dès lors, l'augmentation de capital ne modifie ni la nature ni la valeur de l'actif économique. Rappelez-vous que la valeur de l'actif économique c'est d'abord et avant tout la valeur du besoin en fonds de roulement plus la valeur des immobilisations, qui ne sont pas affectés par l'augmentation de capital.

Cette augmentation de capital modifiera-t-elle le risque de l'actif économique de Métaleurop? Pourquoi ?

Ni la valeur, ni la nature de l'actif économique n'étant affectés, son risque n'est pas non plus modifié par l'augmentation de capital.

Le coût du capital de Métaleurop ? Pourquoi ?

Ni la valeur, ni le risque de l'actif économique n'étant modifiés, le coût du capital de Métaleurop n'est pas non plus affecté par l'augmentation de capital.

Le risque de l'action Métaleurop ? Pourquoi ?

La probabilité que les dettes ne soient pas remboursées et donc que Métaleurop fait faillite diminue avec l'augmentation de capital. Donc le risque de l'action diminue.

Le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire de Métaleurop ? Pourquoi ?

Si le risque de l'action Métaleurop diminue suite à l'augmentation de capital, le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire baisse lui aussi.

Vous pourrez démontrer que si la valeur de la dette de Métaleurop passe de 90 % du nominal à 100 % du nominal après cette augmentation de capital, la valeur des actions doit baisser de 79 F à 74 F.

Avant augmentation de capital

	Montants comptables	Valeurs financières
Capitaux propres	607 MF	15 M x 79 F = 1185 MF
+ dettes	1202 MF	90 % x 1202 MF = 1082 MF
= actif économique	= 1809 MF	= 2267 MF

Après augmentation de capital

	Montants comptables	Valeurs financières
Actif économique	1809 MF	2267 MF
- dettes	1202-600=602 MF	1202-600=602 MF
=capitaux propres	= 607+600 MF	= 1665 MF

Le nombre d'actions avant l'augmentation de capital est de 15 M. Après, il est de $15 + 7,6 = 22,6$ M.

La valeur de l'action passe donc à $1665 \text{ MF} / 22,6 \text{ M} = 74 \text{ F}$.

Cette baisse s'explique conceptuellement par la baisse de la valeur temporelle de l'action qui régresse plus que n'a progressé la valeur intrinsèque suite à l'augmentation de capital. C'est l'analyse en terme d'options de la valeur d'une action qui est particulièrement pertinente pour une entreprise en difficulté comme Métaleurop.

Dans ces conditions pensez-vous que cette augmentation de capital sera un succès et que les nouvelles actions trouveront preneurs ? Pourquoi ?

Dans ces conditions, l'augmentation de capital sera un échec car aucun investisseur ne voudra souscrire à 79,10 F des actions qui coteront 74 F.

6 - Expliquez dès lors pourquoi il a été jugé utile de prévoir des bons de souscription attachés aux actions nouvelles dont il est estimé que la valeur unitaire, (avec une volatilité historique de l'action Métaleurop de 56 %) est de l'ordre de 12,5 F.

Pour éviter l'échec de l'augmentation de capital, les actions nouvelles seront vendues avec un bon de souscription (permettant de souscrire à 79,10 F à de nouvelles actions du 2 avril 1997 au 2 avril 2000) qui augmente leur valeur (de 12,5 F) sans que le prix d'émission soit parallèlement revu à la hausse.

P.S. : bons de souscription et droits de souscription sont deux choses différentes.

Dans ces conditions, pensez-vous alors que l'augmentation de capital sera un succès et que les actions nouvelles avec des bons de souscription attachés trouveront preneurs ? Pourquoi ?

Dès lors que l'on proposera aux investisseurs de souscrire à 79,50 F, un ensemble action + bon valant 74 F + 12,5 F, l'augmentation de capital sera un succès.

Quel est l'effet sur la valeur des actions anciennes de joindre des bons de souscription d'actions aux actions nouvellement émises ?

De faire baisser leurs cours puisqu'à 79,10 F, il est possible d'acheter soit des actions anciennes en bourse, soit des actions nouvelles en tous points identiques **plus** un bon qui vaut 12,50 F. Il y aura donc des arbitrages qui se produiront, les investisseurs vendant les actions anciennes pour acheter les actions nouvelles **plus** les bons.

7 - Sans aucun calcul, sachant que le coût de la dette de Métaleurop avant impôt est de 5 % et que le PER de l'action est de 11,6, pensez-vous que l'augmentation de capital aura un effet dilutif, neutre ou relatif sur le bénéfice par action de Métaleurop . Est-ce important ? Pourquoi ?

N.B. : L'inverse de 11,6 est 8,6 %

L'augmentation de capital aura un effet dilutif sur le BPA puisque l'inverse de 11,6 (8,6 %) est supérieur au coût de la dette 5 %.

Ceci n'est pas bien grave car le risque de l'action Métaleurop s'étant amélioré, les investisseurs peuvent accepter de payer l'action sur la base d'un PER plus élevé. Plus fondamentalement, cette baisse du BPA n'est due qu'à une modification de la structure financière et non à de moindres performances économiques.