

Cas MONCEAU FLEURS
Éléments de corrigé
(Pascal Quiry – Janvier 2011)

1. Pourquoi Monceau Fleurs a-t-il décidé de clôturer son exercice social à une date différente de celle du 31.12 ? Qu'en pensez-vous ?

Monceau Fleurs clôture son exercice social au 30 septembre, probablement afin de minimiser le besoin en fond de roulement qui apparaît à son bilan. En effet, les mois de juillet et août étant des mois de faible activité, les stocks doivent être au plus bas et le poste clients aussi (des cartes bleues ne concernant que les derniers achats du mois de septembre qui est l'un des mois le plus bas de l'année). Après, les stocks doivent se regarnir et le besoin en fonds de roulement et donc l'endettement augmentent.

2. Procédez à l'analyse financière de Monceau Fleurs. Qu'en pensez-vous ?

Il est difficile d'apprécier la croissance de l'activité, tant parce que le référentiel comptable a changé en cours de route, qu'à cause des opérations de croissance externes importantes enregistrées qui modifient le périmètre du groupe.

On remarque que les marges sont faibles, quand elles ne sont pas négatives : EBE compris entre $-1,3\%$ et $+1,3\%$, résultat d'exploitation de $-4,5\%$ à $+0,4\%$.

Autrement dit, c'est une société qui a très peu les moyens de se financer par endettement compte tenu de la faiblesse de ses marges.

Sans surprise, le besoin en fonds de roulement est très faible, il bascule brutalement dans le négatif en 2009, mais il est peut être délicat d'en tirer des conclusions compte tenu de la variation importante du périmètre de consolidation enregistré cette année là.

La structure d'organisation du groupe avec des franchisés fait que les investissements sont minimes. En fait, l'essentiel des investissements résulte des opérations de croissance externe.

Monceau Fleurs que ne dégage pas de flux de trésorerie d'exploitation très significatif, a financé sa croissance externe à 40% par capitaux propres et à 60% par accroissement de l'endettement.

A 25 M€ , l'endettement de l'entreprise est extrêmement élevé compte tenu d'un excédent brut d'exploitation qui n'est que $1,2\text{ M€}$. Certes, l'essentiel de l'endettement est à long terme et les dettes à court terme sont couvertes largement par la trésorerie et les excédents de trésorerie.

Les rentabilités sont très très faibles au niveau économique, autour de 0% et compte tenu d'un effet de levier négatif, elles sont négatives pour la rentabilité des capitaux propres.

3. Que pensez-vous du montant des marques inscrites à l'actif du bilan de Monceau Fleurs, compte tenu des résultats dégagés par Monceau Fleurs ? Quel impact cela a-t-il sur la solvabilité du groupe ? Pourquoi ? Et sur sa liquidité ? Pourquoi ?

On a du mal à comprendre comment les marques valorisées à l'actif à leur prix d'achat pour 47M€ peuvent valoir autant pour une société qui dégage une rentabilité économique négligeable à cause de résultats d'exploitation aussi faibles.

Dès lors que l'incorporel représente le double des capitaux propres comptables ou à peu près (47 M€ *versus* 27 M€), on peut quand même se poser des questions sur la solvabilité véritable de l'entreprise. En effet, si Monceau Fleurs devait déprécier par exemple de moitié ses immobilisations corporelle, dû à leur très faible rentabilité, les capitaux propres tomberaient à $27 \text{ M€} - 50 \% \times 47 \text{ M€} = 4 \text{ M€}$, réduisant à peu de choses les capitaux propres et donc la solvabilité de Monceau Fleurs.

Le montant des marques immobilisées à l'actif n'a aucun impact sur la liquidité de l'entreprise qui ne dépend que des actifs à court terme et des dettes à court terme.

4. Procédez à une analyse boursière de Monceau Fleurs. Qu'en pensez-vous ?

On a quand même un peu de mal à comprendre comment cette société peut valoir aussi chère.

Les éléments classiques d'analyse sont peu disponibles, le PER n'est pas significatif même plutôt négatif, le rendement n'existe pas. Pourtant Monceau Fleurs vaut en bourse en 2009 plus du double de ses capitaux propres (63 M€ *versus* 27 M€) et même, en début 2010, il en vaut encore 66 % de plus.

Ce qui laisserait supposer que le marché anticipe un fort redressement de ses marges et de ses résultats dont on a un peu de mal à comprendre l'origine lorsque l'on regarde l'historique des comptes, ou que le marché ne soit pas efficient ce que la faible taille de Monceau Fleurs peut expliquer.

5. Compte tenu des caractéristiques de l'obligation convertible Monceau Fleurs émises en 2007 et exposées en annexe 6, quel doit être le niveau de cours de l'action Monceau Fleurs en 2012 pour que ces obligations convertibles soient converties en actions et non remboursées en numéraire par Monceau Fleurs ? Quelle progression en pourcentage du cours de l'action cela implique-t-il par rapport au niveau actuel de 7,90 € ? Qu'en pensez-vous ?

L'obligation convertible de 2007 a un prix de remboursement de 14,7 € au 29 novembre 2012.

Pour qu'elle soit remboursé en action et non pas en cash, le cours doit donc passer d'un niveau actuel de 7,9 € à un niveau de 14,7 €. Ce qui correspond à une progression de 86 % en deux ans et trois mois si l'on se met en juillet 2010, c'est-à-dire un taux de progression actuariel de 32 %.

Compte tenu de ce que l'on voit dans les comptes, cela paraît une progression extrêmement forte qui ne pourrait se justifier que si la société réussissait à améliorer très nettement ses marges, ses résultats, ce que l'on a du mal à comprendre.

6. Que se passera-t-il si le cours de l'action Monceau Fleurs ne dépasse pas le niveau déterminé à la question précédente en 2012 ? Quelles en seront les conséquences pour Monceau Fleurs ? Que devra alors faire Monceau Fleurs ?

Si l'action ne dépasse pas 14,7 € au 29 décembre 2012, alors les porteurs d'obligations convertibles demanderont le remboursement de leurs obligations convertibles pour un montant de 14,7 € × 1,284 M obligations convertibles, soit 18,9 M€.

Dans ces conditions là, on voit mal comment Monceau Fleurs pourrait faire face à ce remboursement, car si le cours n'a pas monté, c'est que sa situation économique ne s'est pas améliorée. Donc elle sera contrainte, soit de faire une augmentation de capital extrêmement dilutive pour le contrôle du groupe et encore faut-il qu'elle trouve des investisseurs, soit elle sera amenée à négocier avec les porteurs d'obligations convertibles des délais de paiement en restructurant ainsi les conditions de l'obligation convertible, soit elle devra céder des actifs (Rapid'Flore ?) ou à défaut elle sera conduite à déposer son bilan.

7. Si au lieu d'émettre des obligations en 2010, Monceau Fleurs avait émis des actions à 10 € l'action, quelle aurait été la répartition du capital de la société en supposant que la famille fondatrice n'ait pas souscrit à cette opération et que les obligations convertibles émises en 2007 :

- a) ne sont pas converties en actions ;
- b) sont converties en actions.

Si Monceau Fleurs n'avait pas émis son emprunt obligataire en 2010, et si elle avait émis des actions à 10 € l'action, elle aurait émis 1,2 million d'actions nouvelles pour pouvoir lever 12 M€.

En supposant que la famille fondatrice n'ait pas souscrit à cette opération et que :

- a) les obligations convertibles ne soient pas converties, la répartition de l'actionnariat aura été alors :

	En milliers d'actions	En %	En droits de vote (*)
Laurent Amar – PDG – petit fils du fondateur	3 788	54 %	70 %
Fonds d'investissement	394	6 %	4 %
Actionnaires individuels	1 623	23 %	15 %
Nouveaux actionnaires	1 200	17 %	11 %
Total	5 805 + 1 200	100 %	100 %

(*) L'écart entre le pourcentage en nombre d'actions et en nombre de droits de vote s'explique par le fait que les actions détenues depuis plus de 2 ans par un même actionnaire bénéficient d'un droit de vote double.

b) Si les obligations convertibles étaient converties en actions (1 210 000 actions nouvelles, voir annexe 6), on aurait alors la répartition de l'actionnariat suivante :

	En milliers d'actions	En %	En droits de vote
Laurent Amar – PDG – petit fils du fondateur	3 788	46 %	63 %
Fonds d'investissement	394	5 %	3 %
Actionnaires individuels	1 623	20 %	14 %
Nouveaux actionnaires	2 410	29 %	20 %
Total	5 805 + 2 410	100 %	100 %

8. Quels sont les avantages de l'émission mi-2010 d'obligations par Monceau Fleurs comparée à une augmentation de capital à effectuer à 10 € l'action ? Pourquoi ?

L'émission d'obligations a pour avantage de ne pas toucher à la structure du capital de Monceau Fleurs et donc de ne pas remettre en cause le contrôle familial de l'entreprise.

Il est par ailleurs probablement plus facile de trouver des investisseurs prêts à souscrire des obligations que des investisseurs prêts à souscrire à des actions de Monceau Fleurs qui sont plus risquées.

9. Quels sont les inconvénients de l'émission mi-2010 d'obligations par Monceau Fleurs comparée à une augmentation de capital à effectuer à 10 € l'action ? Pourquoi ?

Le principal inconvénient est que l'on accroît encore l'endettement de la société alors qu'elle a une épée de Damoclès sous forme de l'obligation convertible qui pèse sur sa tête et qu'elle a un ratio Dette / EBE désastreux et une capacité à générer des flux de trésorerie qui est inexistante.

10. Si mi-2010 vous aviez été le directeur financier de Monceau Fleurs auriez-vous préconisé une augmentation de capital ou une émission d'obligations ? Pourquoi ?

En tant que directeur financier, sans aucun doute, j'aurais préconisé une augmentation de capital car la structure financière de la société est telle que c'est une vraie fuite en avant extrêmement risquée que de s'endetter en 2010. D'ailleurs, l'emprunt a été placé dans le public à un taux élevé 8 %, ce qui montre très bien que les banques n'étaient pas prêtes à faire un crédit bancaire. A la place, il a fallu compter sur l'inconscience ou l'avidité du public pour placer des obligations.

Mais est-il possible de faire une augmentation de capital avec un cours de bourse au plus bas depuis 12 mois ?

A défaut, annuler ces opérations de croissance externe et travailler à l'amélioration de l'existant.

11. Votre préconisation aurait-elle eu un impact sur le coût des capitaux propres, sur le coût de l'endettement, sur le coût du capital de Monceau Fleurs ? Pourquoi ?

La préconisation n'aurait pas eu d'impact sur le coût du capital puisque le coût du capital préexiste à la structure financière et dépend du risque de l'actif économique et non pas de la structure financière elle-même.

Par contre, une augmentation de capital aurait permis de réduire le coût des capitaux propres, car elle rendrait les capitaux propres moins risqués en abaissant le niveau d'endettement de l'entreprise. Elle aurait eu aussi un effet de réduction du coût d'endettement pour la même raison (moins de risques supportés par les prêteurs).

12. Que pensez-vous du taux d'intérêt actuariel servi sur les obligations émises mi-2010 par Monceau Fleurs (8 %) à comparer avec 1,72 % pour les emprunts d'Etat d'une même durée de 5 ans et celui des entreprises privées de bonne signature de 4,3 % ? Que rémunère ce taux ?

Le taux de 8 % inclut une sérieuse prime liée au risque de crédit du groupe après cette émission d'obligations.

13. Auriez-vous, à titre personnel, souscrit des obligations Monceau Fleurs si vous aviez eu les liquidités nécessaires ? Pourquoi ?

Non, je n'aurais pas souscrit des obligations Monceau Fleurs car la viabilité de cette entreprise, dans un secteur où les marges sont faibles et où, pourtant, il est un acteur important, ne me paraît pas vraiment assuré à court et moyen terme.

Par ailleurs, le remboursement en cash des obligations convertibles en 2012 est un vrai risque, or elles viennent à échéance avant les obligations émises en juillet 2010 qui sont à échéance en juin 2015.

Pour votre information, le cours de l'action était de 4 € quand ce document a été finalisé (7 janvier 2011) contre 8 € au moment de l'émission de l'obligation en juillet 2010.