

## Corrigé du cas Mr Bricolage

Pierre Laur et Pascal Quiry

### 1/ Procédez à une analyse financière de Mr.Bricolage.

3 points

Mr Bricolage est dans un secteur qui fut en croissance mais qui ne l'est plus, qui reste probablement moins risqué que le reste de l'économie, voire anticyclique.

Son chiffre d'affaires baisse de 0,7 % par an en moyenne, malgré une progression sur la même période des ventes du secteur de 1,4 %. La baisse des superficies de vente par fermetures de magasins est une explication. Malgré ces fermetures d'unités, dont on peut penser qu'elles étaient les moins efficaces, le résultat d'exploitation baisse sur la période de 2,7 points (de 6,7 % des ventes à 4 %), dont l'essentiel est à imputer aux charges externes alors que la marge brute reste stable.

Les investissements sont à peu près égaux à la dotation aux amortissements, ce qui n'est pas une surprise pour une société à maturité. On remarque que les goodwill liés aux acquisitions passées représentent les deux tiers des immobilisations de l'entreprise.

Sur la période, le BFR exprimé en jours de chiffre d'affaires se réduit de 43 à 30 jours malgré une détérioration de la rotation des stocks.

Mis à part 2010 où Mr.Bricolage a fait un gros investissement (principalement de croissance externe ?), les flux de trésorerie disponible ont toujours été positifs permettant de payer le dividende et de réduire l'endettement bancaire et financier net de 164 M€ à 116 M€. Mais comme en parallèle, l'EBE s'est dégradé de 54 M€ à 40 M€, le ratio Dette nette / EBE reste stable à un niveau élevé de 3x. Celui-ci n'est tout fois pas trop inquiétant car le secteur de Mr.Bricolage n'est pas cyclique, ni à coûts fixes élevés, et donc avec une certaine visibilité sur les flux de trésorerie futurs. Toutefois, il est proche du ratio maximum accepté par les prêteurs (3,5x), ce qui laisse une très faible capacité d'endettement supplémentaire à Mr.Bricolage.

Conséquence de la baisse forte du résultat d'exploitation et d'une relative stabilité de l'actif économique, la rentabilité économique est en déclin de 7 % à 4 % et de toute évidence inférieure au coût du capital de Mr.Bricolage. La rentabilité des capitaux propres est encore plus faible sous l'effet des résultats systématiquement négatifs des sociétés mises en équivalence (3% en 2013).

Mr.Bricolage est une société qui détruit de la valeur depuis plusieurs années et dont le niveau d'endettement, sans être très inquiétant, est élevé.

### 2/ Procédez à une analyse boursière de Mr.Bricolage.

2 points

Sur toute la période considérée le cours de bourse est à la baisse, et début 2014 on atteint un quasi plus bas historique. Cela s'explique par les performances financières de la société dont le BPA est en recul constant et qui verse des dividendes en forte baisse (autrement dit l'entreprise pense que le recul de son BPA n'est pas passager, sinon elle aurait temporairement consenti à relever le taux de distribution au delà de son objectif de taux de distribution afin de ne pas baisser le dividende).

Au vu de la rentabilité des capitaux propres et de l'actif économique (inférieures aux rentabilités exigées, cf. question 3 et question 5), on n'est pas surpris de constater que la capitalisation boursière (99 M€) est bien inférieure aux capitaux comptables (de 244 M€) d'où un PBR de 0,4 qui montre une tendance à la dégradation sur les 4 dernières années.

La société a un PER plus faible que la moyenne (11x contre environ 14x actuellement pour des sociétés françaises) du fait de son taux de croissance négatif.

**3/ Compte tenu des caractéristiques des crédits bancaires de Mr.Bricolage et de sa situation financière, pensez-vous que la valeur de la dette de Mr.Bricolage soit significativement différente de celle de son montant comptable au bilan ? Pourquoi ?** **1 point**

La dette de Mr Bricolage étant à taux variable, son taux s'ajuste chaque trimestre au taux du marché. Le profil de crédit de l'entreprise n'ayant pas bougé depuis plusieurs années (ratio Dette nette/EBE stable), il n'y a pas de raison pour que la valeur de marché de la dette soit significativement différente de son montant comptable.

**4/ Calculez le coût des capitaux propres et le coût du capital de Mr.Bricolage fin 2013 sachant que le taux de l'argent sans risque est de 0,3 %, la prime de risque du marché de 8,3 % et que le coefficient bêta des actions de Mr. Bricolage est de 1,3. Vous pouvez prendre comme taux d'impôt sur les sociétés 34 %. Pour le coût de l'endettement bancaire et financier net, les données de l'annexe 7 et 3 doivent vous permettre de l'estimer.** **2 points**

Le cout des capitaux propres est égal au taux sans risque plus le produit du beta et de la prime de risque soit  $0,3 \% + 1,3 \times 8,3 \% = 11,1 \%$ .

Le coût moyen pondéré du capital correspond lui à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette après impôt, pondérée par la part des capitaux propres et de la dette nette dans le financement de l'actif économique soit :

$$K_{cp} \times V_{cp}/V_{ae} + K_d \times (1 - \text{taux d'impot}) \times V_d/V_{ae}$$

$$\text{Avec } K_{cp} = 11,1 \%, V_{cp} = 99, V_d = 116, V_{ae} = 99 + 116 = 215$$

On estime  $K_d$  en 2013 en calculant le rapport entre le résultat financier et la dette nette soit  $4,8/116 = 4,1 \%$  (ou  $4,8/((116+124)/2) = 4 \%$  si l'on veut raisonner en dette moyenne sur l'année 2013 plutôt qu'en dette au 31 décembre 2013).

$$\text{Soit } k = 11,1\% \times 46 \% + 4,1 \% \times 0,66 \times 54 \% = 6,6 \%$$

**5/ Comparez le coût du capital de Mr.Bricolage que vous venez de calculer avec sa rentabilité économique. Quelle conséquence en tirez-vous sur le montant des immobilisations incorporelles et le montant comptable des capitaux propres au bilan ?** **2 points**

Le coût du capital de Mr Bricolage (6,6 %) est supérieur à sa rentabilité économique (4,3 % en 2013). La société détruit donc de la valeur et le montant des immobilisations incorporelles à son bilan (208 M€ de goodwill) pose problème et semble dans ces conditions surévalué. Si l'on dépréciait ces goodwills à 0 (puisque l'entreprise n'est pas capable de dégager une rentabilité au moins égale a son coût du capital), alors les capitaux comptables diminueraient de ce montant sans toutefois remettre en cause la solvabilité de l'entreprise (les capitaux propres restant positifs de  $242 \text{ M€} - 208 \text{ M€} = 34 \text{ M€}$ ).

**6/ Comparez le coût des capitaux propres de Mr.Bricolage que vous venez de calculer avec la rentabilité de ses capitaux propres. Quelle conséquence en tirez vous sur le rapport entre la valeur des capitaux propres et le montant comptable des capitaux propres ? Est-ce que ceci correspond à ce que vous observez dans la réalité ?** **2 points**

La rentabilité des capitaux propres de Mr Bricolage (3 % en 2013) est inférieure au coût des capitaux propres (11,1 %) ; cette situation n'est pas récente car elle s'observe aussi au titre de chacune des

années 2010 à 2013. Cette insuffisance de rentabilité doit se traduire par une valorisation des actions de la société à un niveau inférieur à leur montant comptable. C'est bien ce qui est observé car les capitaux propres comptables au 31/12/2013 sont de 244 M€ et ne valent que 99 M€.

**7/ Calculez le flux de trésorerie disponible pour l'année 2013 que vous auriez utilisé si vous aviez dû faire une évaluation de Mr.Bricolage par actualisation des flux de trésorerie disponible. Si vous aviez dû faire une telle évaluation à la date d'aujourd'hui, auriez vous retenu ce chiffre dans votre calcul ?** **1 point**

Resultat d'exploitation	22,0
- impôt à 34 % sur le résultat d'exploitation	- 7,5
+ dotation aux amortissements	18,1
- variation du BFR	3,5
- investissements	-16,0
= Flux de trésorerie disponible 2013	20,1

Ce flux de trésorerie pour 2013 reflétant le passé ne saurait en aucun cas être utilisé pour le calcul d'une valeur fin 2014 par actualisation des flux de trésorerie disponible qui s'appuie uniquement sur des flux des 2014 et suivants.

**8/ Que pensez-vous de la politique de dividendes suivie par Mr.Bricolage (« La politique de Mr Bricolage SA en matière de dividende est de distribuer en moyenne 30 % de son résultat net ») ? Pourquoi ? D'un point de vue strictement financier, la trouvez-vous pertinente au cas particulier ? Pourquoi ? Qu'est ce qui empêcherait de suivre une politique de dividendes plus importants ?** **2 points**

Compte tenu de la faible rentabilité des capitaux propres de Mr Bricolage (3% en 2013) et une rentabilité marginale négative (les profits baissent malgré le réinvestissement d'une partie de ceux-ci), il conviendrait d'un point de vue strictement financier de distribuer la plus grande part des bénéfices aux actionnaires, à charge pour eux d'investir ces fonds dans les actions d'autres entreprises qui sachent satisfaire leur exigence de rentabilité.

Cependant, une politique de distribution plus importante se heurte au poids de l'endettement qu'il faut rembourser d'autant qu'à 2,9x l'EBE celui-ci n'est pas très éloigné du covenant prévu dans le crédit bancaire (3,5x).

**9/ Pensez-vous que les adhérents à Mr.Bricolage, qui lui versent un pourcentage de leur chiffre d'affaires ou de leurs achats et qui lui achètent des biens ou des prestations, aient plus intérêt à ce que la société Mr.Bricolage dont ils sont actionnaires à 42 % soit fortement profitable ou à ce qu'ils bénéficient individuellement d'excellentes conditions d'achat et des prestations quitte à ce que Mr. Bricolage soit moins rentable ? Pourquoi ? Est-ce que c'est ce que vous observez ? La famille Tabur, actionnaire à 26 % de Mr.Bricolage et sans autre activité dans le secteur du bricolage partage-t-elle à votre avis le point de vue des adhérents ? Quelle théorie peut expliquer cette situation ?** **2 points**

Chaque adhérent (et il sont quelques centaines) ne détient, via des holdings qu'un tout petit pourcentage de Mr Bricolage alors qu'il détient 100% de son propre magasin. La nature humaine étant ce qu'elle est, les adhérents auront naturellement tendance dans leur relation d'affaires avec Mr Bricolage qui leur apporte des services à exiger d'excellentes conditions à leur profit. Ce qui est gagné pour eux au détriment de Mr.Bricolage leur coûte à la hauteur de leur participation dans Mr.Bricolage (moins d'un pourcent) et leur rapporte dans leur compte de résultat à hauteur de 100 %. Comme par ailleurs ils sont collectivement l'actionnaire principal, ils sont dans une relation de force avec les dirigeants de Mr.Bricolage qu'ils nomment et qui auront probablement du mal à lutter contre ce comportement étroit, peu soucieux de l'intérêt collectif

C'est une illustration de la théorie des mandats et probablement l'une des explications à la faible rentabilité de l'entreprise.

La famille Tabur, qui avait apporté ses magasins de l'enseigne Catena à Mr.Bricolage et avait ainsi obtenu 26% de Mr Bricolage est dans la position d'un actionnaire classique, sans ce conflit d'intérêt, car tous ses intérêts dans le bricolage sont au niveau de sa participation dans Mr.Bricolage.

**10/ Compte tenu de l'évolution du secteur du bricolage et de la composition actuelle de son paysage concurrentiel, et de la situation de Mr. Bricolage, à quelle conviction doit arriver un financier quant à l'avenir de Mr.Bricolage ? Pourquoi ?** **2 points**

La solution d'une vente de Mr Bricolage à l'un de ses concurrents apparaît probable pour les raisons suivantes :

D'un point de vue financier Mr Bricolage est un peu dans une impasse avec des ventes et des marges qui baissent, des ventes au m2 parmi les plus basses de la profession, une rentabilité économique en dessous de son coût du capital et une rentabilité des capitaux propres deux fois inférieure à la moyenne du secteur.

Sur un marché du bricolage qui fut en croissance, mais ne l'est plus depuis plusieurs années, Mr.Bricolage n'occupe que la 5ème position face à des concurrents qui ont une puissance d'achat beaucoup plus importante que la sienne et donc potentiellement de meilleures marges (les achats font 61 % des coûts d'exploitation). De surcroit, ses concurrents font partie de groupes puissants (Auchan Mulliez, Kingfisher, Intermarché) qui peuvent leur consacrer des moyens financiers et humains en rapport.

Sa structure financière ne laisse pas beaucoup de place à un endettement supplémentaire. Ses principaux actionnaires (les adhérents) n'ont pas de moyens financiers leur permettant individuellement de souscrire à une augmentation de capital significative. Autrement dit, Mr.Bricolage n'a pas les moyens financiers de faire des acquisitions ou de se restructurer vigoureusement.

**11/ En quoi les perspectives 2014 dessinées à l'annexe 5 sont-elles propices à la réalisation de cette conviction de la question précédente ?** **1 point**

On ne vend jamais mieux une entreprise que lorsque ses résultats sont en hausse, l'acheteur est alors en confiance. Comme 2014 marque pour la première fois depuis de nombreuses années un redressement des résultats, le moment est bien choisi si les actionnaires majoritaires ont décidé de céder le contrôle de la société.

En avril 2014, Kingfisher maison mère de Castorama a annoncé être parvenue à un accord avec les deux principaux actionnaires de Mr.Bricolage, la famille Tabur et les adhérents, pour racheter leur 74 % du capital à un prix de 15 € l'action.