

1/ Procédez à une analyse financière de Rubis.

4 points

Rubis est une société en croissance forte, + 11,6 % pour le chiffre d'affaires entre 2011 et 2014, dont une bonne partie est due à des opérations nombreuses de croissance externe (cf. annexe 3) et pour l'autre à une présence accrue dans les pays émergents qui génèrent des effets volume. Compte tenu de ses activités Rubis est soumis à des effets prix (cours du dollar et de l'euro, prix du pétrole), dont il est difficile de distinguer les effets sur les comptes 2014.

Cette croissance est bien gérée, puisque la marge d'exploitation se maintient à 6 % des ventes. Ceci constitue une excellente performance compte tenu du poids de plus en plus important de la division énergie qui a des marges structurellement plus faibles que celles de la division terminal qui a une intensité capitalistique beaucoup plus forte que la division énergie.

Sans surprise la politique de croissance interne forte de Rubis (cf. annexe 3) s'accompagne d'investissements largement supérieurs à la dotation aux amortissements (dans un rapport de 2 à 1). Sa politique de croissance externe se traduit par des acquisitions en moyenne aussi importantes que les investissements de croissance interne.

Le BFR, qui ne représente que 5 à 7 % de l'actif économique, est bien tenu à environ 10 jours de chiffre d'affaires avec des fluctuations peut être dues aux acquisitions (impactent le bilan au 31 décembre à 100 %, mais le compte de résultat uniquement au pro rata depuis leur date d'acquisition).

Les flux de trésorerie d'exploitation sont en croissance régulière ce qui témoigne du succès de la stratégie de croissance suivie. Les flux de trésorerie disponibles sont négatifs pour environ 300 M€ sur la période compte tenu de cette stratégie de croissance. Ils sont comblés par moitié par des augmentations de capital (dont la plupart résultent du réinvestissement du dividende en actions proposé aux actionnaires) et par un endettement croissant en montant absolu, mais qui n'a rien d'inquiétant puisque l'excédent brut d'exploitation progresse aussi vite. D'où un ratio Dettes bancaires et financières nettes / EBE stable autour de 1,5, bien éloigné du maximum prévu dans les contrats de prêts de 3,5 et à un niveau qui ne suscite aucune inquiétude quant à la capacité de Rubis de rembourser ses dettes.

On remarquera que Rubis maintient en permanence un montant élevé de liquidités à l'actif de son bilan (410 M€ en 2014) lui donnant beaucoup de flexibilité et la capacité de saisir des opportunités.

Malgré des investissements en croissance interne et externe importants, Rubis maintient une rentabilité économique en moyenne de deux points supérieure à son coût du capital (7% contre 5%, voir question 3), ce qui témoigne de sa capacité à créer de la valeur. Sa rentabilité des capitaux propres est supérieure (environ 9%) grâce à un effet de levier modéré.

L'analyse financière de Rubis montre le succès d'une stratégie industrielle bien pensée et suivie avec constance et une situation financière tout à fait satisfaisante propre à donner à Rubis les moyens de ses ambitions.

2/ Compte tenu des caractéristiques des crédits bancaires de Rubis (voir annexe 5) et de sa situation financière, pensez-vous que la valeur de la dette de Rubis soit significativement différente de celle de son montant comptable au bilan ? Pourquoi ?

0,5 point

L'endettement net de Rubis étant bien inférieur aux limites de ses covenants (1,3 contre 3,5), et le niveau de son ratio Dettes nettes / EBE étant modéré, il n'y a pas de raison que la solvabilité du groupe soit en doute. Dès la valeur de ses dettes ne doit pas être très différente de celle de leurs montants au bilan.

Par ailleurs, comme la majeure partie de l'endettement à long terme est récente (250 M€ en 2013 et 512 M€ en 2014), on peut penser que son taux d'intérêt correspond à celui du marché. L'endettement à court terme étant régulièrement renouvelé, il n'est pas susceptible de recéler de différences avec sa valeur de marché.

3/ Calculez le coût des capitaux propres et le coût du capital de Rubis fin 2014 sachant que le taux de l'argent sans risque est de 0,3 %, la prime de risque du marché de 7,7 % et que le coefficient bêta des actions de Rubis est de 0,70. Vous pouvez prendre comme taux d'impôt sur les sociétés 25 %. Pour le coût de l'endettement bancaire et financier net, les données de l'annexe 1 et 5 doivent vous permettre de l'estimer. 1,5 points

Coût des capitaux propres de Rubis = taux de l'argent sans risque + bêta x prime de risque du marché
 $= 0,3\% + 0,7 \times 7,7 = 5,7\%$

Coût de l'endettement net de Rubis = frais financiers 2014 x (1 – taux impôt sur les sociétés) / endettement net fin 2014 = $11\,076 \times (1 - 25\%) / 307\,219 = 2,7\%$.

Valeur des capitaux propres de Rubis fin 2014 = 1 837 107

Valeur de l'endettement net de Rubis fin 2014 = 307 219

Soit une pondération dette nette- capitaux propres de 86 % - 14 %.

Coût du capital = 86 % x 5,7 % + 14 % x 2,7 % = 5,3 %

4/ Procédez à une analyse boursière de Rubis. 2 points

L'action Rubis a progressé assez régulièrement depuis 2005, de 11,6% en moyenne, ce qui, couplé à un taux de rendement moyen de l'ordre de 4%, donne une rentabilité d'environ 15% par an à ses actionnaires. Ce taux largement supérieur au coût des capitaux propres (5,7 %) s'explique par l'amélioration constante de la performance de Rubis qui délivre des taux de rentabilité comptables supérieurs aux taux de rentabilité requis. Le rapport actuel entre la valeur des capitaux propres et le montant comptable de ces capitaux propres (1,36) montre que les investisseurs s'attendent à ce que cette situation de création de valeur par Rubis se poursuive à l'avenir.

L'évolution du cours montre une relative faible volatilité : par exemple entre le plus haut de 2007 et le plus bas de 2009 (crise financière), l'action Rubis ne perd que 33% contre de 58 % pour l'indice CAC 40, ce que confirme son bêta de 0,7.

Sur la période en revue, Rubis est à la fois une valeur de croissance avec une progression de son BPA de 9 % par an et un PER de plus de 15 et aussi, ce qui est peu fréquent, une valeur de rendement avec un taux de rendement de 4 % par an dû à un taux de distribution d'environ 2/3 de ses résultats.

5/ Que pensez-vous des profils des deux divisions de Rubis en terme de croissance, rentabilité et risque ? 1,5 point

La division énergie est dans une phase de forte croissance, soutenue par des acquisitions, qui lui a permis de multiplier par 14 son chiffre d'affaires en 9 ans, par 6,6 son résultat d'exploitation avec une croissance de seulement 135 % de son actif économique. Sa rentabilité économique avant impôt s'est fortement accrue, passant de 5,4% à 15,3 % sur la période, soit un excellent niveau. Elle est ainsi devenue la division phare du groupe avec les 2/3 du résultat d'exploitation. C'est une activité à faibles

marges et à faible intensité capitalistique (chiffre d'affaires sur ventes en 2014 de 3,2), l'un allant avec l'autre.

La division terminal qui représentait en 2005 plus de la moitié du résultat d'exploitation du groupe et qui avait une excellente rentabilité (18% avant impôt), n'a pas réussi à maintenir ses performances dans la durée : sa rentabilité est devenue d'un tiers inférieure à celle de la division énergie alors qu'elle en fait plus du triple en début de période. Le virage vient de 2013 où un fort investissement (l'actif économique passe de 285 à 505 M€) n'a pas (encore ?) produit d'effets sur le résultat d'exploitation. C'est une activité à fortes marges (nécessaires pour rémunérer correctement les lourds investissements requis) et à forte intensité capitalistique (chiffre d'affaires sur ventes en 2014 de 0,6)

On pourrait penser que l'activité terminal est la moins risquée des deux car stocker pour le compte de tiers semble moins risqué que de distribuer des produits, c'est presque une rente. Mais cette impression ne se vérifie pas vraiment dans les chiffres donnés.

**6/ Sans faire aucun calcul, quelle a été à votre avis la conséquence en matière de risque et de croissance de l'expansion géographique de Rubis de ces dernières années ?
1 point**

Rubis a progressivement étendu son activité vers des pays émergents (Caraïbes et Afrique) présentant plus de croissance mais aussi plus de risques propres à ces pays.

**7/ Que pensez-vous des modalités de rémunération des dirigeants de Rubis présentées en annexe 6 ? Quelle théorie financière les explique-t-elle ?
1 point**

La composante variable de la rémunération des dirigeants est fonction de la progression du cours de l'action Rubis et doit être réinvestie pour moitié en actions bloquées pour 3 ans. Il y a donc un alignement des intérêts des dirigeants avec les actionnaires car il n'y a de rémunération variable que si la valeur de l'action progresse. Le réinvestissement pendant 3 ans en actions Rubis est destiné à éviter des comportements des dirigeants qui conduiraient à ne faire monter la valeur de l'action que sur le court terme pour bénéficier d'une rémunération variable avant que le cours ne retombe.

Il s'agit donc d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, conformément aux préceptes de la théorie de l'agence.

**8/ Compte tenu de ce que vous savez de la stratégie de Rubis, quelle est à votre avis l'objectif premier de son directeur financier en matière de politique de financement ? En quoi la pratique de Rubis de permettre aux actionnaires qui le souhaitent, d'opter pour un dividende payé en actions, est-elle une illustration de cet objectif ?
1,5 point**

La flexibilité compte tenu de la politique intensive de croissance externe menée par le groupe. Or les opportunités de croissance externe se présentent à des moments indépendants de la volonté du groupe. Il s'agit donc d'avoir en permanence des réserves potentielles pour faire face à des opportunités qui pourraient surgir brusquement. D'où par exemple un ratio dettes nettes / EBE largement inférieur (moins de 2) au maximum prévu par les contrats de crédits (3,5), laissant ainsi une capacité d'endettement supplémentaire que l'on peut chiffrer fin 2014 à $3,5 - 1,3 = 2,2$ fois l'EBE de 233 M€, soit environ 500 M€.

Payer le dividende en actions pour les actionnaires qui le souhaitent revient à réduire les déperditions de liquidités et donc d'augmenter les ressources à la disposition de Rubis

9/ Le 23 mars 2015, Rubis annonce l'acquisition de ERES, groupe actif au Nigéria, au Sénégal et au Togo dans le stockage, le transport et la distribution du bitume pour un prix

d'environ 530 M€. ERES n'avait pas de dettes bancaires et financières nettes et avait réalisé en 2014 un chiffre d'affaires de 500 M€ et excédent brut d'exploitation de 64 M€. Calculez le multiple d'excédent brut 2014 de ERES qui ressort de cette acquisition et comparez-le à celui de Rubis sur la base d'un cours de son action de 60 €. Qu'est-ce qui peut expliquer les différences entre ces deux chiffres ?
1 point

Multiple d'EBE de Eres = $530 / 64 = 8,3 \times$

A 60 € l'action, la capitalisation boursière de Rubis est de $38,860 \times 60 = 2\,330$ M€ et la valeur de son actif économique de $2\,330 + 307 = 2\,637$ M€, d'où un multiple d'EBE de $2\,637 / 233 = 11$.

Cette différence s'explique vraisemblablement par un niveau de risque plus élevé pour les activités de Eres par rapport aux activités actuelles de Rubis. Le Nigéria n'a jamais été réputé pour être un pays de tout repos : corruption, instabilité politique, sécession dans le sud, Boko Haram.

10/ Expliquez pourquoi cette acquisition aurait probablement pu être entièrement financée par un endettement nouveau. Vous pourrez notamment calculer le ratio pro forma dettes bancaires et financières nettes / EBE 2014, comme si l'acquisition avait été réalisée au 1er janvier 2014 et financée entièrement par un endettement nouveau.
1 point

Si cette acquisition avait été financée par dette, la dette de Rubis (307 M€) aurait augmenté de celle de Eres (nulle) et du prix d'acquisition (530 M€), soit une dette totale de 837 M€. L'excédent brut d'exploitation du groupe serait grossi de celui de Eres, soit $233 + 64 = 297$ M€. D'où un ratio de dettes financières et bancaires nettes / EBE de $837/297 = 2,8$, inférieur au maximum autorisé par les crédits bancaires de 3,5.

11/ Expliquez maintenant pourquoi Rubis, malgré des taux d'intérêt des prêts bancaires au plus bas historique, a décidé de financer cette acquisition pour partie par une augmentation de capital de 150 M€ avec droits préférentiels de souscription et le solde par endettement ?
0,5 point

Le ratio Dettes / EBE de la question précédente était tout à fait acceptable au regard des engagements pris par Rubis au titre de ses crédits bancaires, mais ne laissait plus beaucoup de marge de manoeuvre : $3,5 - 2,8 = 0,7$ point d'un EBE de 297 M€ = 208 M€. Par ailleurs, ce ratio aurait été largement plus haut que le plus haut historique atteint par Rubis ces dernières années.

En procédant à une augmentation de capital de 150 M€, alors que le cours de bourse de Rubis est au plus haut historique, donc dans des très bonnes conditions financières pour ses actionnaires actuels, Rubis limite son ratio Dettes / EBE à $(837 - 150) / 297 = 2,3$. D'où une marge de manoeuvre résiduelle de $3,5 - 2,3 = 1,2$ point d'EBE, soit $1,2 \times 297 = 356$ M€.

12/ Alors que son cours de bourse cote 60 €, Rubis annonce un prix d'émission des actions nouvelles de 46 € à raison de 1 action nouvelle pour 12 actions anciennes détenues. Montrez que le premier jour de l'augmentation de capital la valeur de l'action va baisser de 1,08 €. Pourquoi l'actionnaire actuel n'est-il pas pour autant perdant de 1,08 € ? Pourquoi le nouvel actionnaire qui peut souscrire ses actions à 46 € ne réalise-t-il pas pour autant une excellente affaire ?
1,5 point

La valeur du droit préférentiel de souscription est de $(60 - 46) / (1 + 12) = 1,08$ €. Le premier jour de l'augmentation de capital, le droit de souscription est détaché de l'action pour coter à part, et donc la valeur de l'action va baisser de la valeur du droit de souscription, soit 1,08 €.

L'actionnaire n'est pas perdant car au lieu d'avoir une action qui valait 60€, il détient maintenant une action qui vaut 58,92 € et un droit de souscription qui vaut 1,08 €. Soit au total 60 €. Il n'est donc pas

appauvri.

Le nouvel actionnaire ne peut souscrire une nouvelle action à 46 € qui s'il acquiert en parallèle 12 droits de souscription, soit un investissement total pour lui de $12 \times 1,08 \text{ €} + 46 \text{ €} = 58,92 \text{ €}$ (aux arrondis de calcul près), soit la nouvelle valeur de l'action Rubis après détachement du droit préférentiel de souscription. Ce n'est donc pas une bonne ou une mauvaise affaire pour lui. Il a simplement acheté l'action Rubis à son prix.

13/ Quel est le pourcentage après cette augmentation de capital d'un actionnaire qui détenait avant 1 % du capital et pour qui cette opération ne se sera traduite par aucune entrée ou sortie nette de trésorerie ? De combien a-t-il été dilué ? 1 point

La dilution pour un actionnaire se calcule ainsi = Produit de l'augmentation de capital / (produit de l'augmentation de capital + capitalisation boursière avant augmentation de capital) = $150 \text{ M€} / (150 \text{ M€} + 60\text{€} \times 38,860 \text{ M d'actions}) = 6\%$. Un actionnaire qui détenait 1% avant l'augmentation de capital détiendra donc $1\% \times (1 - 6\%) = 0,94 \%$ après cette augmentation de capital.

14/ Quel devrait être l'impact de cette acquisition sur le coût du capital du groupe Rubis ? Pourquoi ? Aucun calcul n'est demandé mais une simple tendance. 1 point

Cette acquisition devrait faire augmenter le coût du capital de Rubis car elle renforce la part de ses actifs dans les pays émergents plus risqués (Nigéria) que la moyenne de ses actifs actuels.

15/ Quel devrait être l'impact du financement de cette acquisition sur le coût du capital du groupe Rubis ? Pourquoi ? Aucun calcul n'est demandé mais une simple tendance. 1 point

Le mode de financement de cette acquisition n'aura pas d'impact sur le coût du capital de Rubis car le coût du capital ne dépend que du risque de marché des actifs et non de leur mode de financement.