



SESSION 2001

1/7

GESTION FINANCIÈRE



Plusieurs questions appellent des réponses rédigées de la part des candidats. Seules les idées clés sont proposées pour permettre une approche ouverte des réponses des candidats. Ce document ne constitue donc pas un modèle.

PREMIER DOSSIER

1. Répartition des revenus

| REVENUS REPARTIS | |
|--|------------------|
| Valeur ajoutée « Centrale de bilans » | 2 359 379 |
| +/- Autres produits et charges d'exploitation | -9 052 |
| +/- Produits et charges hors exploitation | 27 902 |
| + Transferts de charges globaux | <u>15 708</u> |
| = Revenus répartis | 2 393 937 |
| Énumérer les bénéficiaires (ci-dessous) et chiffrer leur part (ci-contre) : | |
| Personnel | 1 224 031 |
| Prêteurs | 189 976 |
| État | 108 299 |
| CAF | 871 631 |
| Associé | 654 008 |
| Entreprise | 217 623 |

2. Calcul de la CAF (à partir du résultat)

| | |
|-------------|---------|
| Résultat = | 787 094 |
| Dotations + | 91 738 |
| Reprises - | 7 201 |
| CAF = | 871 631 |

3. a. Intérêt de la VA CDB et du RBE

Valeur ajoutée : elle exprime l'accroissement de valeur apporté par l'entreprise dans l'exercice de ses activités professionnelles courantes, aux biens et services en provenance des tiers. Elle mesure donc l'apport spécifique de l'entreprise dans le processus de production et de distribution d'un bien, lequel dépend de l'importance et de la qualification des moyens en personnel et en équipement mis en œuvre.

Résultat brut d'exploitation : il représente le montant des ressources que l'entreprise obtient régulièrement de son exploitation. Ce montant ne constitue toutefois qu'un potentiel de trésorerie, et doit être corrigé des décalages de paiement liés aux pratiques commerciales de l'entreprise pour laisser apparaître les flux de trésorerie générés par l'exploitation.

b. Retraitement de la Centrale de bilans

La sous-traitance de fabrication

Les charges de sous-traitance correspondant à une délégation de fabrication sont imputées sur la production de l'exercice pour donner « la production propre ».

Le coût des matières consommées

Le coût des matières consommées est ensuite déduit de la production propre pour faire apparaître « la marge sur production propre ».

Ces deux premiers retraitements ont vocation à regrouper toutes les composantes de la production et donc à homogénéiser les soldes intermédiaires correspondant à la fonction de production.

Le coût du personnel

Le coût du personnel se trouve dispersé dans plusieurs comptes (charges de personnel, personnel extérieur à l'entreprise), ce qui peut fausser les **comparaisons inter-entreprises**, en fonction de la nature juridique du contrat de travail.

Tous les coûts seront regroupés dans les charges de personnel. (remarque : les impôts et taxes sur rémunérations pourraient également être inclus dans le coût du personnel).

Les redevances de crédit bail

Les redevances de crédit bail ne sont pas des dépenses d'exploitation venant minorer la valeur ajoutée, mais plutôt d'investissement. Dans une conception plus économique, il convient donc d'opérer un retraitement de façon à ce qu'un choix de financement (crédit-bail, emprunt, autofinancement) n'altère pas l'image économique de la valeur ajoutée ou des soldes suivants.

On distinguera deux parties dans la redevance :

- la dotation aux amortissements qu'aurait pratiquée l'entreprise si elle avait acheté le bien pris en crédit-bail ;
- l'intérêt de l'emprunt qu'aurait contracté l'entreprise pour financer cette acquisition supposée.

La redevance est donc déduite des consommations en provenance des tiers et réintégrée, en partie dans les dotations aux amortissements et en partie dans les charges financières.

Ces deux retraitements sont réalisés dans le souci de faciliter la **comparaison entre des entreprises** qui ont des politiques divergentes en matière d'embauche et de choix de financement d'investissement.

Les subventions d'exploitation

Les subventions d'exploitation qui sont considérées comme des « compléments au prix de vente » sont à ce titre réintégrées dans la valeur ajoutée (les autres sont laissées dans le RBE).

4. a. ANNEXE B à rendre complétée avec la copie.

MÉTHODE D'ANALYSE FINANCIÈRE BANQUE DE FRANCE ÉDITION 2000

Voir page suivante.

[2] ressource : accélération du processus d'encaissement

[4] ressource : diminue les décaissements de la période

[5] produits financiers : 27 902 + 15 708 (transfert de charges à charges) = 43 160

[6] charge décaissable

[7] prélèvement réalisé durant l'exercice

[8] 52 520 + 14 625 Tableau des immobilisations (Annexe 3)

[9] 184 947 (Annexe 6) + 151 128 (Annexe 7)

[10] 223 197 (Annexe 6) + 110 416 (Annexe 7)

[11] 448 560 – 340 998

b. Lignes [1] et [3] du tableau :

[1] produits d'exploitation encaissables hors variations de stocks, hors production immobilisée et hors transferts de charges.

[3] charges d'exploitation décaissables hors variations de stocks.

Car les éléments du BFRE sont repris dans les composantes hors variations de stocks, les investissements d'exploitation hors production immobilisée et les charges à répartir sont exclues des investissements de l'exercice.

c. Commentaire du tableau :

Les flux de trésorerie d'exploitation assurent la couverture des prélèvements que l'on peut qualifier d'obligatoires au sens où ils résultent d'engagements pris par l'entreprise, ici les intérêts d'emprunts et les prélèvements de l'associé qui, dans une EURL couvrent la rémunération du capital investi comme les dividendes dans une SA, mais aussi l'impôt sur les bénéfices dont le paiement incombe à l'associé et non à la société.

Ces flux de trésorerie d'exploitation sont donc à l'origine de flux de trésorerie interne eux aussi positifs et suffisants pour assurer le financement des investissements de l'exercice, et du désendettement de cette entreprise.

Il en résulte un excédent de trésorerie non négligeable au regard de la taille de cette entreprise. On peut conclure que GYNKOR est une entreprise dont l'activité génère à la fois capacité bénéficiaire et liquidités.

5. Note

a. Les particularités du tableau

Le tableau de la CDB s'inspire d'une logique financière et globale. Les flux sont calculés selon la méthode directe en distinguant la contribution de chaque fonction à la formation de la trésorerie.

Les flux de trésorerie d'exploitation (FTE) mesurent la trésorerie générée par l'exploitation, en faisant abstraction des variations de stocks. (Les charges et produits d'exploitation sont corrigés des éléments du BFRE composés uniquement des variations de créances et de dettes d'exploitation).

La première partie de ce tableau repose donc sur la neutralité des stocks vis à vis de la trésorerie.

Ces FTE sont ensuite corrigés des flux à caractère financier et exceptionnel, regroupés en deux composantes.

- Les flux correspondant à des « prélèvements obligatoires », ponctions à réaliser sur la trésorerie, rendues obligatoires par les décisions stratégiques passées et futures des dirigeants : intérêts sur emprunts, participation des salariés, distributions mises en paiement, et par des contraintes légales (impôts sur les bénéfices, ce poste étant corrigé des variations de créances ou de dettes d'IS correspondantes).
- Les autres flux non liés à l'exploitation sont repris dans « flux liés aux opérations hors exploitation » : il s'agit des charges et produits financiers et exceptionnels générateurs de flux, corrigés des décalages de paiement non affectés à des postes particuliers.

Les flux de trésorerie interne (FTI) constituent le solde central de ce tableau. Ils permettent de mesurer les moyens internes dont l'entreprise dispose pour financer ses investissements.

b. Le tableau comme outil de diagnostic :

Le degré de maîtrise des dirigeants sur leur trésorerie. Les FTE ne peuvent pas être considérés comme un montant de trésorerie disponible, puisque les engagements antérieurs imposent des versements à opérer en priorité, en particulier le service des emprunts, et que le respect d'une certaine politique de distribution, par exemple, engage l'avenir. L'importance de ces « prélèvements obligatoires » va donc plus ou moins conditionner la liberté de décision des dirigeants en matière d'investissement et de croissance.

La cohérence des politiques. Le montant et l'évolution des FTI permettent, sur plusieurs exercices, d'apprécier la cohérence de la politique d'investissement de l'entreprise face aux moyens dont elle dispose.

Les investissements nets des cessions, des subventions reçues, et du financement obtenu des fournisseurs d'immobilisations, représentent le besoin de trésorerie auquel l'entreprise doit faire face ; il dépend de la stratégie de développement suivie et du niveau de risque économique retenu.

L'analyse de l'apport en ressources stables et de la variation de la trésorerie permet de mettre en évidence les arbitrages effectués entre la rentabilité globale, le coût des différentes ressources et les risques économiques et financiers.

DEUXIEME DOSSIER

PREMIERE PARTIE

1. Justification du conseil

Les méthodes d'évaluation fondées sur le patrimoine de l'entreprise présentent de nombreux inconvénients :

- Elles sont basées sur l'étude du passé et ne prennent pas en compte les potentialités futures de l'entreprise.
- L'actif net comptable, même corrigé, ne donne pas la valeur économique réelle de l'entreprise. Le bilan est construit à partir de règles juridiques et néglige bien des aspects déterminant la valeur : le personnel, les technologies utilisées, le marché, ...

Les techniques modernes d'évaluation sont plutôt axées sur les flux futurs de résultat et de liquidités dégagés par l'entreprise.

2. Le coût des capitaux propres

Il peut être évalué à partir de la relation fondamentale du MEDAF. Il correspond au taux de rendement (r_s) exigé par les actionnaires.

$$r_s = r_F + (E(r_M) - r_F) \times \beta_s$$

$$r_s = 5,5 + (8,5 - 5,5) \times 1,5$$

$$r_s = 10 \%$$

Le coefficient de risque β fourni par le directeur financier est celui du secteur d'activité et non celui de l'entreprise. Il est possible que la société PILLE possède des caractéristiques différentes de la moyenne du secteur d'activité.

3. Évaluation à partir des dividendes futurs

Le modèle de GORDON-SHAPIRO donne la relation entre les fonds propres (V_0), du premier dividende (D_1) du taux de croissance des dividendes et du coût des capitaux propres.

$$V_0 = D_1 / (i - g) \quad V_0 = 15 / (0,10 - 0,03)$$

$V_0 = 214,29$ F par action soit un total de $214,29 \times 600\,000 = 128\,574\,000$ F (*calcul non demandé*)

Accepter un raisonnement avec 22,50 (avoir fiscal compris)

4. Évaluation des flux de trésorerie

| Tableau en kF | 2001 | 2002 | 2003 |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| EBE | 15 900 | 16 800 | 18 000 |
| Dotations aux amortissements | 1 800 | 1 800 | 1 800 |
| Résultat d'exploitation | 14 100 | 15 000 | 16 200 |
| Charges d'intérêts | 1 050 | 1 050 | 1 050 |
| Résultat courant | 13 050 | 13 950 | 15 150 |
| IS | 4 350 | 4 650 | 5 050 |
| Résultat net | 8 700 | 9 300 | 10 100 |
| CAF | 10 500 | 11 100 | 11 900 |
| BFR | 3 180 | 3 360 | 3 600 |
| Variation du BFR | 380 | 180 | 240 |
| Flux nets de trésorerie | 10 120 | 10 920 | 11 660 |

À partir de 2004, les flux nets de trésorerie sont infinis et constants ; leur valeur actuelle en 2003 est égale à $13\,000 / 0,1 = 130\,000$.

L'endettement est renouvelé à l'identique donc les nouveaux emprunts et les remboursements n'apparaissent pas. Il n'y a pas d'investissements.

Valeur des capitaux propres ou valeur de l'entreprise d'après les flux de liquidités :

$$VAN = 10\,120 \times (1,1)^{-1} + 10\,920 \times (1,1)^{-2} + 11\,660 \times (1,1)^{-3} + 130\,000 \times (1,1)^{-3}$$

$$VAN = 124\,656 \text{ kF (calcul non demandé)}$$

$$\text{Valeur d'une action : } 124\,656\,000 / 600\,000 = 207,76 \text{ (calcul non demandé)}$$

5. Valeur de la société PILLÉ

Nous avons deux valeurs différentes.

6/7

L'administration fiscale comme les autorités boursières conseillent de combiner plusieurs approches. Le plus logique est donc d'effectuer la moyenne des valeurs $(214 + 208)/2 = 211$. Certains analystes avancent que sur le plan théorique, l'application des différentes méthodes doit déboucher sur un résultat proche. Ils considèrent qu'une seule méthode suffit à condition de la mettre en œuvre rigoureusement. Dans cette optique, on peut considérer que le modèle de GORDON SHAPIRO est un peu simpliste ; on lui préférera l'approche par les flux de trésorerie.

DEUXIÈME PARTIE

Méthode du GOODWILL

Cette méthode part d'une approche patrimoniale car on calcule l'actif net comptable corrigé, mais complète l'évaluation par le calcul d'une rente de goodwill ou survaleur qui s'appuie sur un calcul de rentabilité supérieure à un minimum exigé.

Valeur de l'entreprise = actif net comptable corrigé + survaleur

Survaleur ou rente de goodwill = bénéfice prévu - (rentabilité minimale exigée) x (actif économique)
6/7

La rente de goodwill est actualisée. Il existe plusieurs variantes pour la calculer.

Cette méthode est mixte car elle s'appuie à la fois sur une évaluation patrimoniale et sur une évaluation de flux de profits prévisionnels (rente de goodwill).

TROISIÈME DOSSIER

PREMIÈRE PARTIE

1. caractéristiques des marchés réglementés :

- unicité : un marché ex. MATIF, MONEP
- atomisticité : chaque intervenant ne peut seul orienter le marché
- liquidité : possibilité de transaction assurée (dénouement d'opérations) en raison du grand nombre d'intervenants sur le marché.
- sécurité : dépôt de garantie, appels de marge quotidiens, compensation
- transparence : libre circulation de l'information.

2. MATIF, MONEP, MONEP

DEUXIÈME PARTIE

1. anticipation du directeur financier : hausse des taux d'intérêt à court terme

2. choisir le contrat EURIBOR 3 mois

3. position : vendeur à terme (hausse des taux d'intérêt équivaut à une baisse de l'indice, donc il faut vendre à terme pour acheter au comptant).

nombre de contrats : $2(1\ 800\ 000/1\ 000\ 000)$; valeur approchée = 2)

formalités : verser un dépôt de garantie puis honorer les éventuels appels de marge quotidiens

4. Mécanisme de la couverture

Supplément de coût supporté par la société POLIVA en cas de hausse de taux d'intérêt :

$1\ 800\ 000 \times (4\% - 3,8\%) \times 3/12 = 900\ \text{€}$ (perte)

Couverture assurée sur le MATIF, à condition que la valeur du contrat s'ajuste exactement en fonction de l'évolution de l'EURIBOR 3 mois :

Vente à terme à $2 \times 1\ 000\ 000 \times (100 - 3,8)\% \times 3/12 = 471\ 000$

Achat à terme à $2 \times 1\ 000\ 000 \times (100 - 4)\% \times 3/12 = 470\ 000$

Résultat sur le MATIF = 1 000 € (Gain)

La couverture n'est pas parfaite parce que le montant à couvrir ne correspond pas exactement à un multiple de la valeur nominale, ici avec 2 contrats, on obtient une sur-couverture.

5. outil mieux adapté :

- par exemple un FRA (accord de taux futur) = contrat de gré à gré par lequel le souscripteur fixe aujourd'hui le taux d'intérêt qu'il devra payer ou recevoir pour un montant et une durée déterminés alors que l'opération n'aura lieu qu'à l'échéance.
Avantage du FRA par rapport à un contrat standard = meilleure adéquation du montant couvert (cas de POLIVA). Ce pourrait être une meilleure adéquation de la période si par exemple, les échéances des produits standards ne conviennent pas.
- Autre exemple : une option sur Euribor 3 mois pour profiter le cas échéant d'une évolution favorable des taux.

TROISIÈME PARTIE

1. L'entreprise est exposée au risque de baisse des taux.

2. Instruments de couverture

Pour une durée de l'emprunt souscrit de 10 ans :

- sur le MATIF, on peut proposer le contrat EURO Notionnel
- en contrat de gré à gré, on peut proposer un SWAP de taux.

3. Définition et description de gré à gré

Le contrat de SWAP permet de modifier la structure de taux en convertissant un taux fixe en taux variable ou inversement.

Si l'emprunt est souscrit à taux fixe et que le directeur financier anticipe une baisse des taux d'intérêt, il peut avoir intérêt à souscrire un contrat de SWAP avec une banque pour profiter de la baisse des taux d'intérêt.