

UNIVERSITE MONTESQUIEU BORDEAUX IV

Licence 3^{ème} année Economie - Gestion

Année universitaire 2006-2007

Semestre 2

Prévisions Financières

Travaux Dirigés - Séance n° 1

« Finance d'Entreprise & Analyse Financière - Rappels »

Lectures conseillées et ouvrage de référence :

- De la Bruslerie, H., « Analyse Financière – Information Financière et Diagnostic Financier », 6^{ème} Édition, Dunod, 486 p.
- Vernimmen, P., « Finance d'Entreprise », 6^{ème} Édition, Dalloz, 1132 p.
- Damodaran, A., « Finance d'Entreprise », 2^{ème} Édition, De Boeck, 1332 p.
- Piget, P., « Gestion Financière de l'Entreprise », 6^{ème} Édition, Economica, 489 p.

Site Internet : www.vernimmen.net

Partie I – Rappels de cours

1. Quels sont les trois grands piliers de la finance d'entreprise ?
2. Quelle différence faites-vous entre rentabilité économique et rentabilité financière ? Comment calcule-t-on ces deux ratios ? Montrer que la rentabilité financière d'une firme est une fonction croissante de son niveau d'endettement.
3. Présenter le bilan d'une entreprise d'un point de vue financier. A quoi correspond la dette nette ? Comment déduit-t-on la valeur d'une entreprise ? Quelles différences faites-vous entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres ?

Partie II – Exercices

1. Un investissement en construction ou en équipement est traité comme dépenses d'investissement dans les états financiers. Supposons qu'on analyse les comptes de deux sociétés qui ont investi des montants équivalents dans des biens d'équipement à la même époque. De plus, supposons qu'une firme a utilisé l'amortissement linéaire pour déprécier les actifs tandis que l'autre a utilisé l'amortissement dégressif. Si les actifs en sont à la moitié de leur durée de vie économique utile, laquelle des deux sociétés aura la plus grande valeur comptable nette ?
2. Comment calcule-t-on la valeur de marché des capitaux propres ? La valeur comptable des capitaux propres peut-elle être négative ? Pourquoi ou pourquoi pas ? La valeur de marché des capitaux propres peut-elle être ne jamais être négative ? Pourquoi ou pourquoi pas ?
3. On compare la rentabilité de deux sociétés de commerce de détail. L'une loue ses magasins en utilisant des contrats de location-exploitation, et l'autre est propriétaire de ses magasins. Quelle société aura le résultat d'exploitation le plus élevé ? Laquelle aura la rentabilité la plus élevée ?
4. La société Zylon a 100 M€ d'actions en circulation au cours de 25 €. Ses capitaux propres ont une valeur comptable de 1 000 M€. En supposant qu'elle rachète 20% de ses actions en circulation, estimez la nouvelle valeur comptable de ses capitaux propres.
5. Amazon.com a une valeur comptable des capitaux propres de 138 M€ et une dette exceptionnelle de 349 M€. Les capitaux propres de l'entreprise ont une valeur de marché de 200 M€. Estimer la valeur comptable du ratio de structure du capital et comparez-la avec la valeur de marché du même ratio de structure du capital.

Partie III – Étude de cas

Analyse financière de la firme Coca-Cola (Exercice 2004)

Bilan (en M€) de Coca-Cola correspondant à l'exercice 2004

Actif immobilisé		Capitaux propres	
Investissements à long terme	1 863	Capital social	3 060
Actifs amortissables	5 884	Réserves	5 343
Amortissements cumulés	2 016	Total I	8 403
Actifs non amortissables	199	Dettes à long terme	
Total I	3 669	Emprunts à long terme	687
Actif circulant		Autres créditeurs à long terme	1 415
Valeurs mobilières de placement	159	Total II	2 102
Créances clients	1 666	Dettes à court terme	
Autres actifs circulants	2 017	Dettes fournisseurs	3 141
Disponibilités	1 648	Emprunts à court terme	4 462
Total II	6 380	Créditeurs divers	1 037
Autres actifs	7 233	Passif exigible	8 640
Total de l'actif	19 145	Total du passif	19 145

Dans le problème ci-dessous, on considère que le taux d'imposition qui s'applique est de 40%.

1. Dans le bilan, ci-dessus, examinez les postes de l'actif et répondre aux questions suivantes :
 - a. Parmi les postes de l'actif de Coca-Cola, quels sont ceux qui sont susceptibles d'être évalués à la valeur de marché ? Expliquez.
 - b. L'actif immobilisé net de Coca-Cola est de 3 669 M€ Peut-on savoir combien la firme a payé ces actifs ? Y a t il une manière de connaître l'âge de ces éléments ?
 - c. Coca-Cola semble avoir investi davantage en actif circulant qu'en actif immobilisé. Est-ce que c'est significatif. Expliquez.
 - d. Au début des années 80, Coca-Cola a liquidé son département de mise en bouteille et utilise des sous-traitants pour cette opération. Quel a été l'impact de cette opération sur l'actif du bilan ?
2. Examinez les postes du passif de Coca-Cola.
 - a. A partir du bilan, quel est le montant des dettes à long terme portant intérêt (on peut supposer que les créditeurs divers représentent diverses sommes à verser et que les autres créditeur à long terme concernent les fonds de pension et les plans de santé).
 - b. A partir du bilan, quel est le montant du capital initial émis sur les marchés financiers ?
 - c. Le fait que le montant des réserves soit supérieur au montant du capital social est-il significatif ?

- d. La valeur de marché des capitaux propres de Coca-Cola est de 140 milliards d'euros. Quelle est la valeur comptable de ces capitaux propres ? Pourquoi y a-t-il une si grande différence entre la valeur de marché et la valeur comptables des capitaux propres ?
3. L'actif de Coca-Cola qui a le plus de valeur est le nom de sa marque. Où cette valeur figure-t-elle dans le bilan ? Y a-t-il une manière de corriger le bilan pour refléter la valeur de cet actif ?
 4. Analysons la gestion du fonds de roulement de Coca-Cola.
 - a. Estimer le fonds de roulement (FR) et le besoin en fonds de roulement (BFR) d'exploitation de Coca-Cola.
 - b. Estimer le ratio de trésorerie générale.
 - c. Quelles leçons peut-on tirer de l'analyse de ces chiffres ?

Comptes de Résultat de Coca-Cola (en M€) pour les exercices 2003 et 2004

	2003	2004
Chiffre d'Affaires	18 868	18 813
Coût d'achat des marchandises vendus	6 105	5 562
Frais de vente et frais généraux	7 852	8 284
Résultat avant intérêts et impôts	4 911	4 967
Charges d'intérêt	258	277
Résultats exceptionnels	1 312	508
Impôt sur les bénéfices	1 926	1 665
Résultat net comptable	4 039	3 533
Dividendes	1 387	1 480

5. Quel est le résultat d'exploitation de Coca-Cola, avant impôt, en 2004 ? Comment est-il par rapport au résultat de 2003 ? Quelles sont les raisons de ces différences ?
6. Les charges les plus importantes concernent la publicité, qui est incluse dans les frais sur ventes et frais généraux. Une grande partie de ces charges sont engagés pour consolider le nom de la marque Coca-Cola. Les dépenses de publicité devraient-elles être traitées en tant que charges d'exploitation ou sont-elles des dépenses en capital ? Si elles doivent être traitées en tant que dépenses en capital, comment les activer ?
7. Quel est le taux d'imposition fiscal réel de Coca-Cola en 2004 ? Comment se situe-t-il par rapport au taux réel en 2003 ? Comment expliquer cette différence ?
8. On vous demande d'étudier la rentabilité de la firme Coca-Cola. A cet effet, examinez le résultat avant impôt et les résultats net pour les exercices 1997 et 1998. Peut-on tirer des conclusions de la comparaison de ces deux années ?
9. La valeur comptable des capitaux propres de Coca-Cola en 2003 était de 7 274 M€. La valeur comptable des dettes était de 3 875 M€. Estimer :
 - a. la rentabilité des capitaux propres (début d'année) de l'exercice 2004.
 - b. la rentabilité avant impôt du capital (début de l'année) l'exercice 2004.

UNIVERSITE MONTESQUIEU BORDEAUX IV

Licence 3^{ème} année Economie - Gestion

Année universitaire 2006-2007

Semestre 2

CORRECTION

Prévisions Financières

Travaux Dirigés - Séance n° 1

« *Finance d'Entreprise & Analyse Financière - Rappels* »

Lectures conseillées et ouvrage de référence :

- De la Bruslerie, H., « Analyse Financière – Information Financière et Diagnostic Financier », 6^{ème} Édition, Dunod, 486 p.
- Vernimmen, P., « Finance d'Entreprise », 6^{ème} Édition, Dalloz, 1132 p.
- Damodaran, A., « Finance d'Entreprise », 2^{ème} Édition, De Boeck, 1332 p.
- Piget, P., « Gestion Financière de l'Entreprise », 6^{ème} Édition, Economica, 489 p.

Site Internet : www.vernimmen.net

Partie I – Rappels de cours

1. Les trois grands piliers de la finance d'entreprise :

- Principe de l'investissement
- Principe du financement
- Principe de distribution des dividendes

2. Rentabilité économique : $R_E = \frac{REX}{V_{CP} + V_D}$: performance des capitaux totaux engagés.

Rentabilité financière : $R_F = \frac{RN}{V_{CP}}$: performance des fonds propres.

$$R_F = \frac{RN}{CP} = \frac{(REX - iD)(1-t)}{CP}$$

$$R_F = \frac{(REX - iD)(1-t)}{CP + D} \cdot \frac{CP + D}{CP} = \left[\frac{REX}{CP + D} \cdot \frac{CP + D}{CP} - \frac{iD}{CP} \right] (1-t)$$

$$R_F = [R_E + L(R_E - i)](1-t), \text{ où } L = \frac{D}{CP}$$

$$\text{d'où : } \frac{\partial R_F}{\partial L} > 0$$

3. Bilan financier :

ACTIF	PASSIF
IMMOBILISATIONS	CAPITAUX PROPRES
BFR	DETTE NETTE

où Dette Nette = Dettes financière (LT et CT) – Trésorerie active (VMP + Dispo)

La valeur d'entreprise V_E : $V_E = V_{CP} + V_{DN}$.

La valeur des capitaux propres est égale au nombre d'actions cotées sur le marché multiplié par le prix des titres, ce qui correspond à la capitalisation boursière.

Partie II – Exercices

1. L'amortissement dégressif permet d'amortir la plus grande partie de la valeur des immobilisations au cours des premières années d'utilisation. Par conséquent, la valeur comptable nette sera plus élevée dans la société pratiquant l'amortissement linéaire.
2. cf (question 3). La valeur comptable des capitaux propres peut être négative (réduction des capitaux propres en cas de résultat net négatif) contrairement à la valeur de marché de marché des capitaux propres (impossible d'avoir une capitalisation boursière négative car pas le prix des actions ne peut être négatif).
3. C'est la société qui est propriétaire de ses magasins qui aura le résultat d'exploitation le plus élevé car les charges de location sont des charges d'exploitation alors que le remboursement des intérêts liés à l'achat des magasins constitue une charge financière. La rentabilité des deux sociétés sera la même car il y a indépendance entre les décisions d'investissement et de financement.
4. La valeur faciale des actions est égale à 10 €. Par conséquent le rachat de 20% de son capital va réduire le montant de ses capitaux propres de :

$$(0,2 \times 100) \times 10 = 200 \text{ M€}$$

5. Ratio comptable de structure financière : $L = \frac{D}{CP} = \frac{200}{138} = 1,449$

Ratio de « marché » de structure financière : $L = \frac{D}{CP} = \frac{200}{349} = 0,573$

Partie III – Exercices

1. a. Les VMP sont évaluées à la valeur la plus faible, la valeur comptable ou la valeur de marché. Par conséquent, les VMP sont évalués à leur valeur la plus faible. Les valeurs réalisables doivent également être évaluées à une valeur proche de la valeur de marché.
- b. Les actifs immobilisés sont évalués à leur coût historique, par conséquent, l'achat été fait à la valeur brute, cad pour : $5884 + 199 = 6083 \text{ M€}$. A partir du montant des amortissement cumulés, 2106 M€, on voit que la dépréciation est d'environ 34,62%. Par conséquent, si nous supposons que Coca-Cola pratique l'amortissement linéaire, environ 35% de la vie de l'immobilisation s'est écoulée. Si nous connaissions la durée de vie moyenne des immo dans ce secteur, nous pouvons en déduire l'âge des actifs.
- c. Il y a plusieurs raisons pour lesquelles l'actif de Coca-Cola est supérieur son actif immobilisé.
 - les valeurs réalisables à court terme et disponibles représentent une forte somme en espèces et quasi-espèces

- la rubrique « Autres immo » inclut les participations de Coca dans d'autres sociétés, et leur activité touche à la production, telle que la fabrication de bouteilles. Ainsi, si les immobilisations et l'actif circulant incluaient tous ces éléments, le ratio actif immobilisé / actif circulant serait plus élevé.
- d. Bien que les participations dans ces sociétés aient été en partie vendues, Coca-Cola a vraisemblablement toujours un certain pourcentage de propriété dans ces compagnies. Mais ces sociétés ne sont pas consolidées dans le bilan de Coca-Cola.
2.
 - a. Montant des dettes portant intérêt : 687 M€.
 - b. Montant du capital initial émis sur les marchés financiers : 3 060 M€.
 - c. Le montant élevé des réserves signifie qu'une grande partie des résultats antérieurs ont été intégrés en réserves même si une partie également significative a dû être versée aux actionnaires sous forme de dividendes.
 - d. cf question 2. Cette différence signifie que la valeur des actions a augmenté significativement par rapport à la valeur faciale des actions émises.
 3. La valeur du nom commercial de Coca-Cola n'apparaît dans son bilan. Même s'il y a une rubrique « *Immobilisations incorporelles non amortissables* » son montant est trop faible pour qu'il représente la valeur de la marque. Une façon de corriger le bilan pour mettre en évidence cette valeur serait de séparer la valeur des filiales de la valeur du nom commercial.
 4. Erreur dans l'énoncé : le montant des disponibilités est égale à : 1049 M€
 - a. $FR = \text{Ressources à long terme} - \text{Emplois à long terme}$

$$FR = 8403 + 2102 - 3669 - 1863 = 4973 \text{ M€}$$

$$BFR = \text{Actif circulant d'exploitation} - \text{Passif circulant d'exploitation}$$

$$BFR = 1666 + 2017 + 7233 - (3141 + 1037) = 6738 \text{ M€}$$
 - b. $T = \text{Trésorerie active} - \text{Trésorerie passive} = 1049 + 1648 - 4462 = -1765 \text{ M€}$

$$T = FR - BFR = 4973 - 6738 = -1765 \text{ M€}$$

$$\text{Ratio de trésorerie générale : } TG = \frac{\text{Tréso}}{\text{Total Actif}} = \frac{1765}{19145} = 9,21\%$$
 - c. Problèmes de trésorerie. Les ressources à long terme permettent de financer les emplois à long terme mais insuffisamment puisque les BFR est plus élevé que le FR.
 5. Résultat d'exploitation en 2003 : 4 911 M€ 4 967M€.
 Résultat d'exploitation en 2004 : 4 967 M€ : augmentation du résultat d'exploitation.

La variation semble être principalement due au niveau plus faible du coût d'achat des marchandises vendues en 2004. Le coût d'achat des marchandises vendues représente 32,36% des ventes en 2003 contre 29,56% en 1998.

6. Les dépenses en publicité doivent rester des charges d'exploitation car d'un point de vue comptable c'est une dépense qui se renouvelle annuellement pour Coca-Cola. Toutefois, d'un point de vue économique, cette charge peut également être considérée comme un investissement car elle contribue à améliorer la valeur de l'actif incorporel à long terme. Pour activer ces dépenses en tant que dépenses en capital, il convient de considérer les frais de publicité comme des immobilisations incorporelles.
7. Le taux d'imposition réel a été en 2003 de $1926 / (4911 - 258 + 1312) = 32,38\%$, alors que pour 2004 il était de $1665 / (4967 - 277 + 508) = 32,03\%$, ce qui est très peu différent. La différence peut avoir comme origine l'impôt sur les valeurs comptables.
8. Pas vraiment.
9.
 - a. La rentabilité des capitaux propres peut être défini comme le ratio résultat net comptable / valeur comptable des capitaux propres. En utilisant le montant du début de l'exercice 2004, on a : $3533 / 7274 = 48,57\%$.
 - b. La rentabilité avant impôts est égale à : $\text{résultat d'exploitation avant impôt et charges financières} / \text{total des capitaux de la société} = 4967 / (7274 + 3875) = 44,55\%$.
 - c. La rentabilité après impôt est égale à $44,55\%(1-0,3203) = 30,38\%$.