

CORRIGÉ

Dossier 1 - Évaluation de la société CVL

- 1. Calculez le coût du capital ainsi que le coût du capital élargi (incluant les autres dettes financières)**

$$(15 \% * 20/34) + (4 \% * 14/34) = 10,47 \%$$

$$(15 \% * 20/38) + (4 \% * 14/38) + (6 \% * 4/38) = 100,00 \%$$

- 2. Calculez l'actif net comptable corrigé hors fonds de commerce.**

		= fonds
ANC	20	propres
Frais RD	0,6	
PI sur immo expl.	7	
PI sur immo hors expl.	0,6	
Dividendes	-2,4	
Crédit bail	0,4	(1 - ,6)
Fiscalité pass	-1	Amortis déro., subvention, immo h expl
ANCC	25,2	
Fdc	-1	
Frais RD	-0,6	
Brevets	-2	
ANCC hors fdc	21,6	

- 3. Calculez le goodwill issu de la valeur substantielle brute et déduisez-en la valeur de CVL. Le coût du capital élargi sera utilisé comme taux de rémunération de la VSB et taux de capitalisation de la rente goodwill.**

Immo expl.	9	
Immo Cbail	1	
AC expl	3	
EENE	1	
VSB	14	
Res expl.	4	
Dot Amor révaluées	1	
	-2	6 * 1/3
CB	0,2	
	-0,25	1/ 4 ans
Ch su hors expl.	0,8	
Particip.	-0,2	
Résultat VSB	3,55	
Résultat VSB après IS	2,37	
Rente de GW	2,37	
Rémunération VSB	-1,4	14* 10%
	0,97	

GW 9,7 0,97 / 10%
© Intec – Annales 2008

Valeur CVL 31,3 21,6 + 9,7

4. Calculez la valeur de CVL par application du PER au résultat courant non retraité net d'impôt.

Résultat courant	3,40
Résultat courant après IS	2,27
Utilisation du PER	34,00

5. Calculez le goodwill issu de l'anticipation sur 3 ans des flux de trésorerie d'exploitation disponibles actualisés au coût du capital. La valeur résiduelle sera obtenue en capitalisant le dernier flux au coût du capital élargi.

	N	N+1	N+2	N+3
EBE	5	5,60	6,27	7,02
Dot amort anciens		1,00	1,00	1,00
Dot amort nouv		0,75	1,50	2,25
Res expl.		3,85	3,77	3,77
Res expl. Net		2,57	2,51	2,51
Var BFR	1	0,12	0,13	0,15
Flux tréso expl		4,20	4,88	5,61
Invest		3,00	3,00	3,00
Flux net		1,20	1,88	2,61
Val résiduelle				26,1
		1,20	1,88	28,71

GW par actualisation à 10% 24,21

Valeur CVL = ANCC + GW 45,81

6. Commentez les résultats obtenus.

L'évaluation par actualisation des flux futurs (44,81 M€) est très nettement supérieure à l'évaluation obtenue par les approches mixtes (VSB : 30,3) ou par les multiples (PER : 34). Cette différence est explicable par la prise en compte des revenus générés notamment par les investissements à venir (12 % de croissance de l'EBE sur les 3 prochaines années). L'évaluation par les flux futurs permet une approche plus dynamique de la valeur de l'entreprise, sous réserve que les hypothèses économiques la sous-tendant soient pertinentes et probables.

Dossier 2 - Évaluation du Portefeuille de titres détenu par CVL

A - Partie obligataire du portefeuille de CVL

1. Calculez le cours de l'obligation en euros et la valeur du coupon couru en euros. En déduire la valeur de l'obligation (en euros) coupon couru.

Cours en euros	1082,20
Coupon couru en euros	10,55
Valeur de l'obligation	1092,75

2. La date de détachement du coupon s'effectue le 15 juin. Déterminez le jour de cotation, en considérant que l'année comporte 360 jours.

Taux nominal	5,00 %
coupon couru en %	1,055
Détachement du coupon le	15 juin

Nombre de jours	76 Jours
Jour de cotation	1 ^{er} septembre

3. Sur le marché obligataire, on anticipe une hausse des taux d'intérêt. Que peut faire le détenteur d'obligations ?

L'investisseur qui possède un portefeuille d'obligations à taux fixe, et qui anticipe une hausse des taux peut :

- vendre ses obligations,
- conserver ses titres et être soumis à un risque de taux, ou arbitrer ses obligations à taux fixe, contre des obligations à taux variables, ou contre des obligations à taux fixe moins volatils,
- mettre en place une couverture financière pour neutraliser le risque de taux.

4. La duration de l'obligation est égale à 4,5. Retrouvez cette valeur en supposant que 5 échéances restent à courir

Année N	Flux	Coeff $= (1+i)^{-n}$	Flux actu	Ponderation
1	50	0,952	47,62	47,62
2	50	0,907	45,35	90,70
3	50	0,864	43,19	129,58
4	50	0,823	41,14	164,54
5	1050	0,784	822,70	4113,51
			1000,00	4545,95
Duration =	4,55			

5. Calculez la sensibilité de l'obligation, en partant de la duration. Que signifie-t-elle ?

$$S = -D / (1+i) = -4,33$$

Cela signifie qu'une variation de 1% des taux d'intérêt induira une variation du cours de l'obligation de 4,33 % en sens inverse. Ceci indique le niveau de risque du titre et permet de comparer les obligations.

B - Partie actions du portefeuille de CVL

6. Calculez le PER de l'action pour l'année N. Que signifie-t-il ?

$$BPA = \text{Bénéfice net global (N)} / \text{Nb de titres} = 3 \text{ euros}$$

$$PER (n) = \text{Cours de l'action} / \text{Bénéfice par action} = 8,7$$

La société est valorisée 8,78 fois ses bénéfices. Le PER n'a de sens, que s'il est ramené à une référence (PER du secteur d'activité, PER historique, PER moyen).

7. Sur la base du PER (N), déterminer la valeur probable du titre en N+1. Quel conseil pouvez-vous donner ?

$$\text{Valeur future du titre de} = 2,50 \text{ €} \times 8,7 = 21,80 \text{ €}$$

Vendre le titre, arbitrer contre un titre ayant une meilleure perspective de bénéfice, se couvrir.

8. Calculer les taux de rendement et de rentabilité de l'action en utilisant les données de l'année N.

$$\text{Dividende par action (N)} : \text{Dividendes de l'exercice} / \text{Nombre de titres} = 2,20 \text{ €}$$

$$\text{Taux de rendement} = \text{Dividende} / \text{Cours coté du titre} = 8,4 \%$$

$$\text{Taux de rentabilité} = [(\text{Prix en fin de période} - \text{Prix début de période}) + \text{Dividende de la période}] / \text{Prix en début de période} = (26,2 - 21,2 + 2,2) / 21,2 = 34 \%$$

9. Comment le modèle d'Irving Fischer définit-il la valeur d'une action ?

Dans le modèle d'I. Fischer, la valeur de l'action est égale à la valeur actuarielle des dividendes espérés et du prix de revente.

10. Définir les notions d'option de vente (put) et option d'achat (call).

Call : moyennant le paiement d'une prime (ou premium), l'acquéreur se donne la possibilité de (acheter) le sous-jacent, à prix fixé d'avance (prix d'exercice ou strike), à une date donnée (échéance).

Put : moyennant le paiement d'une prime (ou premium), l'acquéreur se donne la possibilité de livrer (vendre) le sous-jacent à prix fixé d'avance (prix d'exercice ou strike) à une date donnée (échéance).

11. Quels sont les objectifs et anticipations sous-tendant :

- la vente d'un Call ?
- l'achat d'un Put ?

	Anticipation	Objectifs
Vente du Call	Baisse ou stabilité des cours	Encaissement de la prime (revenus) Le vendeur est tenu par la décision prise par l'acheteur du call (exercice)
Achat du Put	Forte baisse	Vente potentielle du sous jacent à un prix fixé d'avance ou spéculation sur la prime du Put L'acheteur du Put, prend une prime d'assurance contre le risque de baisse de l'actif concerné.