



40, rue des jeûneurs
75002 PARIS

SESSION 2008

UE 212– FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures

Le sujet comporte : 9 pages

⇒ **Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à votre disposition.**

⇒ L'usage d'une calculatrice de poche à fonctionnement autonome, sans imprimante, et sans moyen de communication est autorisé.

⇒ Aucun document n'est autorisé.

L'annexe 2 est à rendre avec votre copie.

Ce sujet se présente sous la forme suivante :

Dossier 1 : 8 points

Dossier 2 : 7 points

Dossier 3 : 5 points

La société PERLINTEC est une société anonyme non cotée, spécialisée dans la fabrication et la vente de fragrances et arômes pour les parfums. L'entreprise occupe une position de leader dans son domaine d'activité et ses activités, réalisées en France et à l'étranger, sont rentables.

Son actionnariat est pour l'essentiel familial, le capital est composé de 1.000.000 d'actions de valeur nominale de 1€

En raison de leur âge, les dirigeants de l'entreprise envisagent une transmission de leur entreprise, dans quelques années. Pour cela, ils vous soumettent 2 dossiers sur ce thème et un troisième dossier pour avis sur une opération de couverture de change :

- Evaluation dans le cadre d'une introduction en bourse (**1^{er} DOSSIER**)
- Rachat de l'entreprise par des salariés cadres (**2^{ème} DOSSIER**)
- Opération de couverture de change par les options (**3^{ème} DOSSIER**)

1^{er} DOSSIER : INTRODUCTION EN BOURSE (8 points)

Les dirigeants souhaitent, dans le cadre d'une offre à prix minimal (OPM), mettre à la disposition des investisseurs, et sur le marché libre, 10 % du capital (100.000 actions). Pour aider les dirigeants à déterminer le cours d'introduction de leur entreprise, vous devez évaluer l'entreprise selon différentes méthodes, à la fin de l'année N.

Question 1 : *Calculez le coût du capital de l'entreprise en tenant compte des informations suivantes :*

- La société n'est pas du tout endettée à long terme ;
- Le taux de rentabilité des emprunts d'Etat français (OAT) est de 3,8 % ;
- La prime de risque du marché est de 14 % ;
- Le bêta moyen des sociétés du même secteur d'activité est de 0,9.

Question 2 : *Déterminez la valeur patrimoniale de l'entreprise en calculant l'actif net comptable corrigé (ANCC) à partir des informations suivantes :*

- Le total du bilan s'élève à 3,4 millions d'euros ;
- Les dettes d'exploitation s'élèvent à 400 000 €;
- L'actif comprend deux immeubles pour lesquels la valeur de marché est supérieure de 3 millions € à la valeur comptable. Ces deux immeubles sont nécessaires à l'exploitation.

Question 3 : *Déterminez la valeur de l'entreprise par la méthode des flux de trésorerie disponibles ou « Free Cash Flows » :*

- Calculez la somme des flux de trésorerie disponibles actualisés sur 5 ans (N à N+4) ;*
- Calculez la valeur de rendement ;*
- Déduisez-en la valeur d'une action.*

L'annexe 1 présente les informations nécessaires à ces calculs.

Question 4 : *Déterminez la valeur de l'entreprise par la méthode des multiples fin N.*

Le P.E.R. (« Price Earning Ratio ») moyen des sociétés cotées de différents secteurs a été relevé sur un site Internet spécialisé en information financière :

Secteurs d'activité	Haute technologie	Constructions automobiles	Parfums	Grande Distribution
P.E.R.	25	13	8	12

Calculez la valeur de l'entreprise (capitalisation boursière théorique) en utilisant le P.E.R..

Question 5 : *Comparez les valeurs d'entreprise obtenues avec les trois méthodes (patrimoniale, flux et multiple boursier) et proposez aux dirigeants une fourchette d'évaluation. Comment peut-on expliquer les différences entre les valorisations issues des différentes méthodes ? Quelle méthode peut-on proposer pour concilier les insuffisances des méthodes utilisées précédemment ?*

2^{ème} DOSSIER : RACHAT DE L'ENTREPRISE PAR SES SALARIES CADRES (7 points)

En complément de l'introduction partielle (10 % du capital) en bourse, les dirigeants de la société PERLINTEC souhaitent transmettre l'entreprise à l'équipe de cadres salariés actuellement en fonction.

Modalités du montage :

- La société PERLINTEC serait rachetée par une société Holding (HERLINTEC) fin N.
- Le capital de HERLINTEC (actions de nominal 100 €) sera constitué de la manière suivante :
 - L'équipe de cadres salariés participant à l'opération apportera une partie des fonds propres (20 %).
 - Des investisseurs extérieurs regroupés dans un fonds d'investissement spécialisé qui entrera dans le capital aux côtés des salariés cadres. Ce fonds détiendra 80 % du capital de la holding.

Financement de l'opération :

- Dans le but de faciliter la transmission de l'entreprise, les dirigeants ont privilégié les cadres salariés et ont donc retenu une valeur d'entreprise inférieure aux estimations précédentes. L'évaluation retenue pour la société PERLINTEC est de 4 000 000 €;
- Le financement se fera selon les modalités suivantes :
 - Financement pour 40 % par les fonds propres ;
 - Financement pour 60 % par endettement auprès d'un pool de prêteurs (banques) : Dette senior (70 %) et dette junior (30 %). La dette senior est une dette auprès de prêteurs qui disposent d'une priorité de remboursement, et de garantie (nantissement sur les titres de la société cible). La dette junior est remboursable après la dette senior, elle est donc plus risquée, son coût est en principe plus élevé. Les prêteurs bénéficient de la possibilité de devenir actionnaires.
- Les caractéristiques de la dette contractée auprès du pool de prêteurs sont les suivantes :

Nature de la dette	Type amortissement	Durée	Taux d'intérêt	Compléments
Dette senior	In fine	3 ans	Euribor + 2 %	
Dette junior	In fine	6 ans	7 %	Obligations à bons de souscription en actions (OBSA)

L'emprunt obligataire à bons de souscription en actions (OBSA) est composé de 7 200 obligations de valeur nominale 100 €. A chaque obligation est attaché un bon de souscription. Les bons de souscription en actions (BSA) ne sont exerçables qu'à partir de N+4, sur la base de 2 bons pour une action nouvelle.

Question 1 : Complétez le schéma (annexe 2 à rendre avec votre copie,) qui synthétise la construction du montage financier, en y faisant figurer les différents intervenants (cadres, fonds d'investissement, banques, sociétés).

Question 2 : Précisez les quote-parts des sommes investies par chaque intervenant (Salariés cadres, prêteurs Seniors, prêteurs Junior, et Fonds d'investissement) en complétant le tableau (annexe 2 à rendre avec votre copie).

Question 3 : Après avoir qualifié la nature de l'opération envisagée, il vous est demandé d'en détailler le principe (maximum 10 lignes), en précisant la nature des flux échangés entre la société cible et la structure Holding.

Quelles sont les conditions essentielles pour que l'opération réussisse ?

Question 4 : Calculez le pourcentage de contrôle des actionnaires salariés, du fonds d'investissement et des nouveaux actionnaires (prêteurs) si les bons de souscription (BSA) sont exercés.

Question 5 : En cas de revente anticipée de la société PERLINTEC fin N+ 2 pour une valeur de 5 000 k€, calculez le taux de rendement du placement (TRI) pour les salariés cadres et pour le fonds d'investissement, pour les deux hypothèses suivantes :

- 1ère hypothèse : En supposant que l'investissement sur la société cible (4.000 k€) a été financé à 100 % par fonds propres ;
- 2ème hypothèse : En supposant que l'investissement sur la société cible (4.000 k€) a été financé à 40 % par fonds propres (selon le montage financier envisagé).

Commentez les résultats obtenus.

3^{ème} DOSSIER : COUVERTURE DE CHANGE PAR LES OPTIONS (5 points)

La Société réalise d'importantes opérations d'exportation en dollar US. Pour faire face à la volatilité de la parité Euro/Usd, la société décide de mettre en place une couverture de change sur une future opération de vente, par l'intermédiaire des options.

Sa banque lui propose une option de change de gré à gré, dont les caractéristiques sont les suivantes :

- Sous jacent: Parité Usd/Euro
- Echéance : 3 mois
- Prix d'exercice: 0,66 €
- Prime payée : 0,03 €par USD
- Cours « Spot » : 0,65 €

Question 1 : Précisez :

- l'anticipation de l'entreprise sur l'évolution de la parité ;
- la position sur l'option de change, que l'entreprise doit prendre pour assurer la couverture de son opération commerciale ;
- le mécanisme de la couverture de change mise en place ;
- le principal avantage des contrats optionnels par rapport aux contrats à terme ferme de devises (Futures ou Forwards).

Question 2 : Déterminez la valeur temps et la valeur intrinsèque de l'option.

Question 3 : Calculez le résultat (ou « payoff ») de la combinaison d'option, en présentant vos calculs à partir du tableau suivant (à reproduire sur votre copie)

- avec un pas de 0,02
- pour un intervalle (axe des abscisses) de 0,58 € à 0,72 €

Cours de la parité \$/€ à échéance	Prime payée	Gain en cas d'exercice	Résultat de la position
0,58			
0,60			
0,62			
0,64			
0,66			
0,68			
0,70			
0,72			

Question 4 : Représentez graphiquement le « payoff » de la combinaison et déduisez-en le seuil de rentabilité de l'opération :

- en ordonnées, le résultat de la position sur option de change ;
- en abscisses, le cours de la parité \$/€ à échéance.

Annexe 1: Evaluation par la méthode des « Free cash flows »

Dans la méthode des « Free Cash Flows », la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie actualisés et d'une valeur de rendement actualisée, déterminée de manière normative :

$$VE = A + B$$

Avec :

A : somme des flux de trésorerie disponibles (N à N+4) actualisés.

B : valeur de rendement actualisée (flux de trésorerie disponible N+4 capitalisé puis actualisé).

Le coût du capital à prendre en compte est de 16 %.

Informations d'exploitation :

- Le chiffre d'affaires est de 7200 k€ en N-1 et de 8.000 k€ en N. Il augmentera ensuite de 10 % par année jusqu'en N+4 ;
- La marge nette (Résultat net/ Chiffre d'affaires) est de 8 % et se maintiendra durant la période envisagée ;
- Les dotations aux amortissements sont constantes et s'élèvent à 200 k€ an ;
- Le besoin en fonds de roulement d'exploitation correspond à 18 jours de chiffre d'affaires ;
- Les frais d'introduction en Bourse s'élèvent à 60 k€ nets d'impôt. Ils sont engagés et payés en N ;
- Un programme d'investissement de renouvellement est prévu entre N et N+4 : il entraînera des dépenses d'investissement de 240 k€ par an, sans dotation aux amortissements supplémentaire ;
- Tous les flux seront considérés en fin de période.

Valeur de rendement

La valeur de rendement choisie dans cette méthode correspond à l'hypothèse de flux de trésorerie disponibles infinis égaux au dernier flux connu (N+4). Elle sera calculée par capitalisation du dernier flux de trésorerie disponible calculé (N+4).

NOM PATRONYMIQUE :

Prénoms :

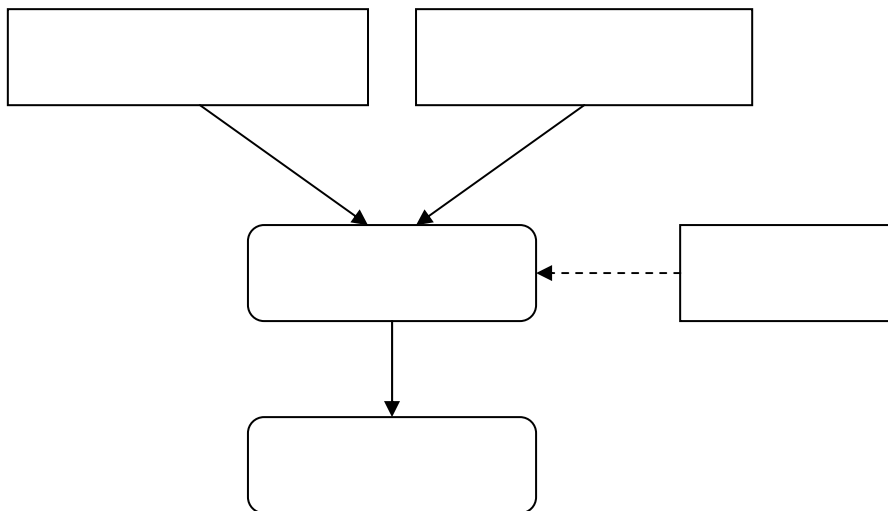
N° UE :

Matière :

Annexe 2

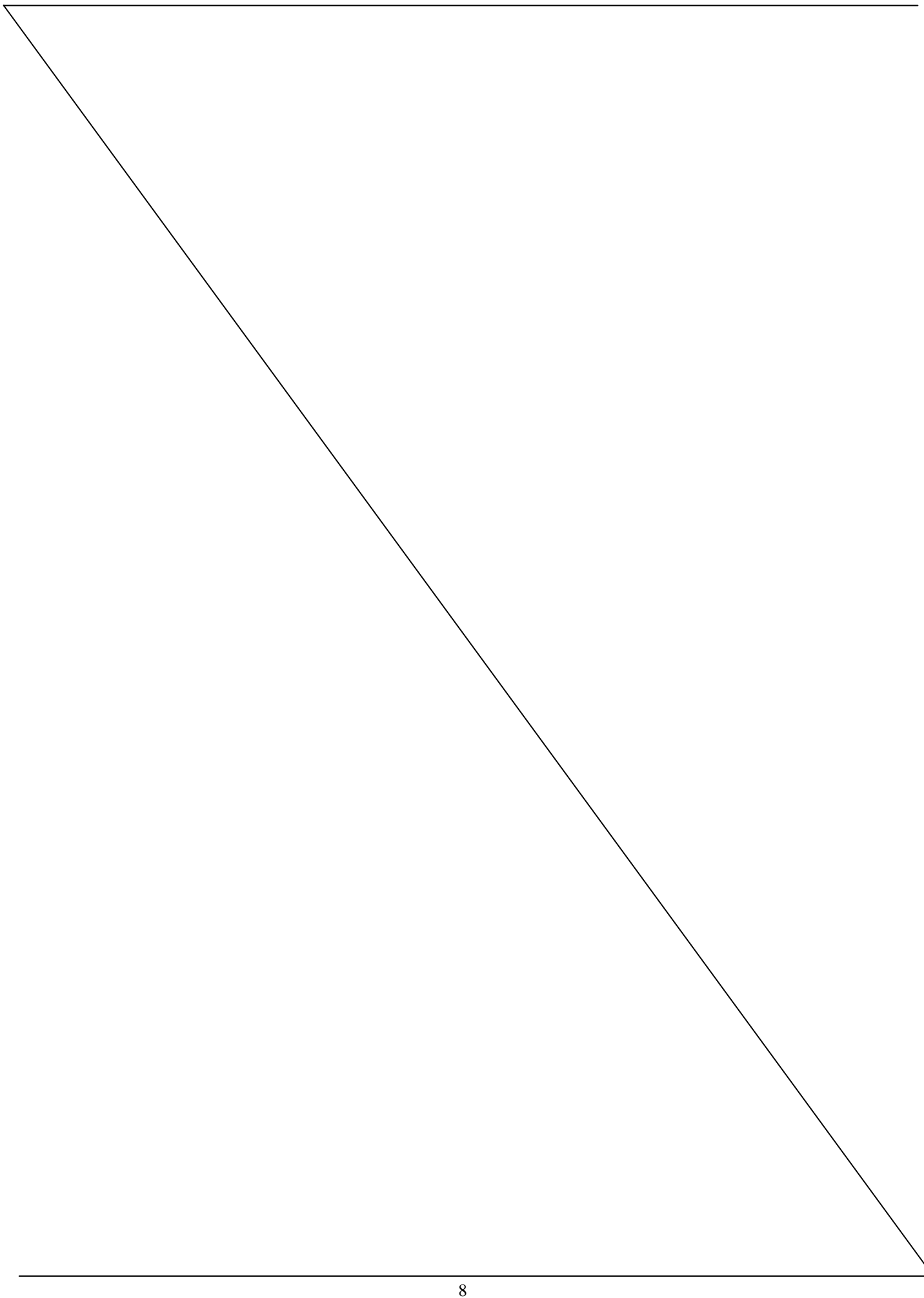
(A rendre avec la copie)

Question 1: Complétez le schéma (annexe 2 à rendre avec votre copie) qui synthétise la construction du montage financier, en y faisant figurer les différents intervenants (cadres, fonds d'investissement, banques, sociétés).



Question 2 : Précisez les quotes-parts des sommes investies par chaque intervenant (Salariés cadres, prêteurs Seniors, prêteurs Junior, et Fonds d'investissement) en complétant le tableau (annexe 2 à rendre avec votre copie).

	Fonds propres (en %)	Fonds propres (en K€)	Endettement (en %)	Endettement (en k€)
Salariés cadres				
Fonds d'investissement				
Dette Senior				
Dette junior				
Total				



NOM PATRONYMIQUE :

Prénoms :

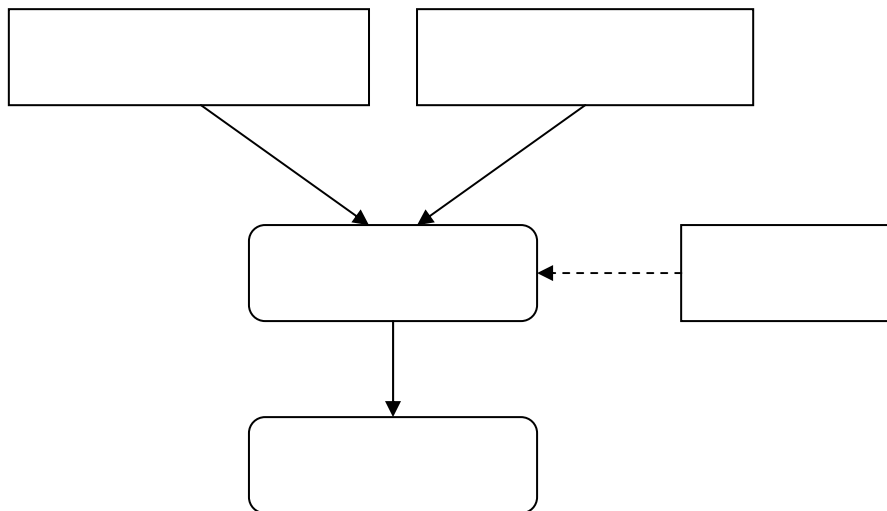
N° UE :

Matière :

Annexe 2

(A conserver par le candidat)

Question 1: Complétez le schéma (annexe 2 à rendre avec votre copie) qui synthétise la construction du montage financier, en y faisant figurer les différents intervenants (cadres, fonds d'investissement, banques, sociétés).



Question 2 : Précisez les quotes-parts des sommes investies par chaque intervenant (Salariés cadres, prêteurs Seniors, prêteurs Junior, et Fonds d'investissement) en complétant le tableau (annexe 2 à rendre avec votre copie).

	Fonds propres (en %)	Fonds propres (en K€)	Endettement (en %)	Endettement (en k€)
Salariés cadres				
Fonds d'investissement				
Dette Senior				
Dette junior				
Total				