

CAS EAU D'OR (Corrigé)

La Compagnie Méditerranéenne des Spiritueux (C.M.S.) qui fabrique le produit Eau d'Or est actuellement une entreprise en bonne santé comme le confirme le tableau développé des soldes intermédiaires de gestion ci-dessous.

Soldes intermédiaires de gestion 1985	Soldes en valeur absolue	Solde/C.A.
Marge commerciale	00,00	00,00 %
Valeur ajoutée	87,50	53,00 %
Résultat brut d'exploitation	37,50	22,70 %
Résultat d'exploitation	34,40	20,80 %
Résultat financier	-1,50	-00,30 %
Résultat courant avant impôt	33,90	20,50 %
Résultat exceptionnel	5,90	3,60 %
Résultat net comptable	14,50	8,80 %
Capacité d'autofinancement	17,6	10,67 %

Comme l'indique l'annexe N°3 du document, l'entreprise dispose depuis quelques années d'un niveau d'autofinancement très supérieur à ses possibilités d'investissement : le ratio Autofinancement/Investissements totaux est depuis cinq ans très supérieur à 100%. Cette année, il atteindra même un niveau record de 359% si on distribue 10% du résultat. Ces ressources pléthoriques ont déclenché, au sein du conseil d'administration, une discussion animée portant à la fois sur la politique de distribution « optimale » pour les actionnaires et sur la politique de financement « optimale » de l'entreprise. Deux partis s'affrontent en vérité : les partisans de Monsieur Castellan et les partisans de Monsieur Jaloux.

Section 1 : Analyse synthétique des deux propositions

A] Hypothèse n°1 : dans le cadre défini par Monsieur Castellan

Monsieur Castellan souhaite, d'une part, augmenter le taux de distribution des dividendes pour le porter à environ 70%-80% et, d'autre part, d'accroître le niveau d'endettement à long et moyen terme jusqu'à environ 30% des capitaux permanents. L'augmentation de l'endettement doit en théorie permettre d'augmenter l'effet de levier financier ici favorable aux actionnaires.

Bilan patrimonial (simplifié) en valeur comptable

Actifs immobilisés corporels	27,20	Capitaux propres (49,6 + 2,9)	52,5
Actifs immobilisés financiers	25,30	Dettes à long et moyen terme	3,60
Stocks	14,00		
Autres actifs circulants	83,50	Dettes à court terme (82,3+11,60)	93,9
Actif total	150,00	Passif total	150,00

D'où, un fonds de roulement égal à $(52,5+3,6)-(27,2+25,30)=3,6$ M€ assurant l'équilibre financier à long terme de l'entreprise.

B] Hypothèse n°2 : dans le cadre défini par Monsieur Jaloux

Les partisans de Monsieur Jaloux souhaitent réduire très fortement le taux de distribution des dividendes pour le porter à 10% maximum car les actionnaires de la société préfèrent engranger des plus-values que des dividendes, les plus-values étant moins imposées fiscalement que les dividendes. Dans cette optique, Monsieur Jaloux propose d'incorporer les réserves au capital social de la société en procédant à une distribution d'actions gratuites au profit des actionnaires ; le solde de la distribution permettant de racheter un concurrent.

Bilan patrimonial (simplifié) en valeur comptable

Actifs immobilisés corporels	27,20	Capitaux propres (49,6 + 13,05)	62,65
Actifs immobilisés financiers	25,30	Dettes à long et moyen terme	3,60
Stocks	14,00		
Autres actifs circulants	83,50	Dettes à court terme (82,3+1,45)	83,75
Actif total	150,00	Passif total	150,00

D'où, un fonds de roulement égal à $(62,65+3,6)-(27,2+25,30)=13,75$ M€ assurant un solide équilibre financier à long terme à l'entreprise.

Section 2 : La politique de distribution « optimale » et ses conséquences

Depuis cinq ans, la direction de l'entreprise distribue chaque année des dividendes en croissance modérée comme l'illustre l'annexe N°1. Et cette action va de paire, selon le tableau ci-dessous, avec un taux de distribution des dividendes décroissant qui traduit une mise en réserves croissante des bénéficiaires. Cette politique de distribution va dans le sens des préférences des actionnaires qui semblent ici préférer les plus-values aux dividendes. La seule augmentation du taux de distribution en 1982 a engendré une chute du cours de l'action malgré un bon résultat net comptable. A l'opposé, la distribution d'actions gratuites en 1983 a engendré une hausse spectaculaire du cours de l'action.

Année	1980	1981	1982	1983	1984
Dividendes	1,5	1,8	1,8	2	2,3
Résultat net comptable	5,0	8	7,5	10,0	13,0
Taux de distribution	30,0%	22,5%	24,0%	20,0%	17,5%

La poursuite de cette politique de distribution nous conduit, sur la base d'une variation relative de -1,5% à un taux de distribution proche de $17,5\% - 1,5\% = 16,0\%$ en 1985. Le bilan financier simplifié suivant (après répartition) nous assure alors un fonds de roulement égal à $(61,78+3,6)-(27,2+25,30)=12,88$ M€, synonyme d'un solide équilibre financier à long terme à l'entreprise.

Bilan patrimonial (simplifié) en valeur comptable

Actifs immobilisés corporels	27,20	Capitaux propres (49,6 + 12,18)	61,78
Actifs immobilisés financiers	25,30	Dettes à long et moyen terme	3,60
Stocks	14,00		
Autres actifs circulants	83,50	Dettes à court terme (82,3+2,32)	84,62
Actif total	150,00	Passif total	150,00

Parallèlement, selon l'annexe n°1, l'entreprise C.M.S. a réalisé successivement une augmentation de capital par incorporation de réserves en 1983 et une augmentation de capital en numéraire en 1984, années où le taux de distribution diminuent respectivement de 4% et de 2,5%. La moindre distribution du résultat et les deux augmentations de capital nous conduisent, dans une période bénéficiaire, à noter :

- . un P.E.R. décroissant de 1980 à 1982 puis un P.E.R. croissant depuis 1982 à 1985
- . un taux de rentabilité positif les années où l'on diminue le taux de distribution des dividendes
- . un taux de rentabilité de marché supérieur au taux de rentabilité comptable lorsque l'on a procédé, en 1983, à l'augmentation de capital par incorporation de réserves
- . un taux de rentabilité de marché inférieur au taux de rentabilité comptable lorsque l'on a procédé, en 1984, à l'augmentation de capital en numéraire

Année	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Résultat net comptable	5,0	8	7,5	10,0	13	14,5
Taux de rentabilité comptable (R.N.C./C.P.)	20,0%	28,07%	21,61%	24,75%	24,35%	22,62%
Taux de rentabilité de l'action en valeur de marché ($R_t = (C_t - C_{t-1} + Div_t) / C_t$)	-	60 %	-10,17 %	0,31 %	8,71 %	20,68%
P.E.R. (Cours/Bénéfice)	15,2	15,0	14,1	15,8	17,4	19,5

Tous ces éléments nous amènent à penser que :

- 1) les actionnaires de la société préfèrent une politique de faible distribution du dividende, soit ici 10% du résultat net comptable.
- 2) les actionnaires de la société préfèrent les augmentations de capital par incorporation de réserves aux augmentations de capital en numéraire.

Section 3 : La politique de financement « optimale » dans la croissance

A] Le choix de l'entreprise à racheter

Compte tenu des indications fournies, le regard des dirigeants de la Compagnie Méditerranéenne des Spiritueux doit se porter en priorité sur la société D qui présente à la fois une bonne rentabilité d'exploitation (RNC/CA) et un P.E.R. inférieur à celui de l'entreprise C.M.S.

Société	RNC/CA en 1984	PER=Cours/Bénéfice en 1984
C.M.S.	8,96 %	20
A	10,54 %	33
B	11,30 %	31
C	4,15 %	23
D	8,63 %	17
E	4,15 %	28
F	4,92 %	26
G	1,53 %	91
H	1,61 %	23

B] Le contrôle de la société D

L'entreprise D peut d'abord être contrôlée en procédant au rachat de 100% du capital pour un coût de 123,2 M€ ou en prenant la majorité du capital (50% du capital + 1 action) pour un coût 61,60 M€ ou encore en prenant une minorité de blocage (un tiers du capital) pour 41,10 M€. Le choix du niveau de contrôle dépend à la fois des moyens financiers disponibles et des objectifs stratégiques définis par les dirigeants de l'entreprise. Les dirigeants de la société ont fixé ici un taux d'endettement cible à long et moyen terme de la société égal à 30% des capitaux permanents ce qui limite à la fois la capacité d'emprunt et le risque financier encouru par la société C.M.S. Dans ce cadre où seulement 10% du résultat est distribué sous forme de dividendes, la société C.M.S. génère un autofinancement égal à $17,6 - (10\% \times 14,5) = 16,15$ M€ qui, après déduction des investissements internes à hauteur de 4,5 M€ laissent des ressources internes disponibles (Cash-flow libre) égales à 11,65 M€. Parallèlement, la limite maximale d'endettement financier étant fixée à 30% des capitaux permanents ($D = 30\% \times [FP + D]$) avec des fonds propres $FP = 64,10 - 1,45 = 62,65$ M€ on a : $D = (30\% / 70\%) \times 62,65 = 26,85$ M€. Sur la base d'un niveau d'endettement financier initial de 3,6 M€ la capacité d'emprunt de la firme se limite donc à $26,85 - 3,60 = 23,25$ M€.

1^{er} cas : Si les titres de participation de 25,3 M€ figurant au bilan représentent des actions de la société D, il suffit alors d'acquérir $41,10 - 25,30 = 15,80$ M€ de titres D pour atteindre la minorité de blocage d'un tiers, objectif atteignable en utilisant l'autofinancement de 11,65 M€ et en limitant l'appel à l'endettement financier à 4,15 M€.

Actif	<i>Bilan financier (non consolidé) après l'opération 1985</i>		Passif
Valeurs immobilisées corporelles	27,20	Capitaux propres (64,1-1,45)	62,65
Valeurs immobilisées financières (25,30 + 15,80)	41,10	Dettes financières à long et moyen terme (3,60+4,15)	7,75
Stocks	14,00		
Autres actifs circulants (83,50-11,65)	71,85	Dettes à court terme (82,30+1,45)	83,75
Total Actif	154,15	Total Passif	154,15

2^{ème} cas : Si les titres de participation de 25,30 M€ ne concernent pas la société D, il faut alors acheter 41,10 M€ de titres D en lançant, en complément des ressources financières internes, un emprunt à long et moyen terme égal à $41,10 - 11,65 = 29,45$ M€. Dans ces conditions, La dette financière totale à long et moyen terme est égale à $3,6 + 29,45 = 33,05$ M€ ce qui représente alors $33,05 / (62,65 + 33,05) = 34,53\%$ des capitaux permanents de l'entreprise.

Actif	<i>Bilan financier (non consolidé) après l'opération 1985</i>		Passif
Valeurs immobilisées corporelles	27,20	Capitaux propres (64,1-1,45)	62,65
Valeurs immobilisées financières (25,30+41,10)	66,40	Dettes financières à long et moyen terme (3,60+29,45)	33,05
Stocks	14,00		
Autres actifs circulants (83,50-11,65)	71,85	Dettes à court terme (82,30+1,45)	83,75
Total Actif	179,45	Total Passif	179,45