

# DSCG 2

---

## Finance

### CAS PRATIQUES

**Pascal BARNETO**

Docteur et agrégé des universités  
en sciences de gestion  
Professeur des universités à l'IAE Bordeaux

**Isabelle CHAMBOST**

Agrégée d'économie et de gestion  
Docteur en sciences de gestion  
Maître de conférences au CNAM

**Georges GREGORIO**

Agrégé d'économie et de gestion  
Docteur en sciences de gestion  
Maître de conférences à l'IAE Pau-Bayonne

**Isabelle MARTINEZ**

Docteur et agrégée des universités  
en sciences de gestion  
Professeur des universités à l'université  
Toulouse III Paul Sabatier

**3<sup>e</sup> édition**

enrichie



EDITIONS  
FRANCIS LEFEBVRE

DUNOD

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1<sup>er</sup> juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du

Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, 2015

5 rue Laromiguière, 75005 Paris

ISBN 978-2-10-072170-2

ISSN 1269-8792

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2<sup>o</sup> et 3<sup>o</sup> a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

# Sommaire

<b>1 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas Esim</b> <i>Thèmes : La valeur, sa mesure, sa gestion</i> • Les systèmes de rémunération • L'investissement socialement responsable	1
<b>2 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas Exade</b> <i>Thèmes : Efficience des marchés financiers</i> • Gestion de portefeuille • Fonds d'investissement • Théorie financière	19
<b>3 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas Accor</b> <i>Thèmes : Opérations de scission • Diagnostic financier des groupes • Politique de dividende • Création de valeur • Notation</i>	49
<b>4 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas Picmal</b> <i>Thèmes : Marchés financiers</i> • Produits de trésorerie et dérivés • Réglementation bancaire	86
<b>5 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas Clarins</b> <i>Thèmes : Évaluation d'entreprise</i> • Offre publique de retrait • Structure financière	102
<b>6 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas SeLogger.com</b> <i>Thèmes : OPA • Évaluation • Gouvernance</i>	120
<b>7 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas I-check-up</b> <i>Thèmes : Capital investissement</i> • Montage LMBO • Évaluation • Coût du capital	137

<b>8 ÉTUDE DE CAS</b>	<b>Cas Tomtec</b> <i>Thèmes</i> : La valeur • Le diagnostic financier • L'ingénierie financière • L'évaluation	153
<b>9 CAS D'ANNALES</b>	<b>Sujet 2011 : Cas Groupimo</b> <i>Thèmes</i> : Introduction en bourse • Évaluation des groupes • Théorie financière	170
<b>10 CAS D'ANNALES</b>	<b>Sujet 2012 : Cas Vesecur</b> <i>Thèmes</i> : Évaluation des groupes • Offre publique d'achat • LBO	188
<b>11 CAS D'ANNALES</b>	<b>Sujet 2013 : Cas Pric</b> <i>Thèmes</i> : Gestion de trésorerie • Swaps et options • Trading à haute fréquence	200
<b>12 CAS D'ANNALES</b>	<b>Sujet 2014 : Cas Numericable</b> <i>Thèmes</i> : Diagnostic financier • Évaluation • Introduction en bourse • Politique d'investissement et options réelles	216

# 1

ÉTUDE DE CAS

## Cas Esim

<b>Thèmes</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• La valeur, sa mesure, sa gestion</li><li>• Les systèmes de rémunération</li><li>• L'investissement socialement responsable</li></ul>
<b>Références à l'ouvrage de base<sup>(1)</sup></b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Partie 1, chapitres 1, 2, 3 et 4 - La valeur</li><li>• Partie 2, chapitre 6, section 1 - Le cadre et la mesure de la création de valeur</li><li>• Partie 6, chapitre 18, section 1 et 2 - La gestion de valeur de l'action</li><li>• Partie 6, chapitre 19 - Fusions et acquisitions</li><li>• Partie 6, chapitre 21, section 1 - Les fonds éthiques</li></ul>
<i>(1) P. Barneto et G. Gregorio, Finance, DSCG2, Manuel et Applications, Dunod Éditeur.</i>	

# ÉNONCÉ

## ***Le sujet se présente sous la forme de deux dossiers indépendants***

- *Dossier 1* : La création et la mesure de la valeur
- *Dossier 2* : Réflexion sur l'investissement socialement responsable

## ***Le sujet comporte les annexes suivantes :***

*Dossier 1* : Annexe 1 : Informations stratégiques et organisationnelles sur la société Esim • Annexe 2 : Extraits du rapport et de la présentation des consultants AVE sur la « BU éolienne » • Annexe 3 : Informations financières sur la société Esim • Annexe 4 : Offre publique d'échange entre la société Esim et la société Power

*Dossier 2* : Annexe 5 : ISR : Stratégie de « niche » ou ISR « *mainstream* » • Annexe 6 : ISR : des fonds français « Canada dry » • Annexe 7 : L'ISR à la croisée des chemins : Pour une performance responsable • Annexe 8 : Qu'apporte l'analyse ISR à l'analyse financière ?

## ***Dossier 1***

### **La création et la mesure de la valeur**

L'entreprise Esim est l'un des leaders mondiaux de freins à disque industriels. Elle s'est initialement développée sur les marchés traditionnels comme la sidérurgie, le nucléaire ou le transport de personnes fabriquant par exemple des freins pour les remontées mécaniques, pour la tour Eiffel... Mais elle est également, depuis 3 ans, de plus en plus présente sur le marché en croissance des freins pour éoliennes. L'entreprise est organisée en deux *business units* (BU), en fonction de la spécificité des marchés desservis, la BU « sidérurgie » regroupant ses activités traditionnelles et la BU « éolienne » relative à ses nouveaux marchés (cf. annexe 1).

Cette entreprise est cotée sur les marchés financiers en tant que moyenne capitalisation. Le directeur général souhaite relancer le cours du titre en s'appuyant sur une meilleure valorisation de l'activité de la BU « éolienne » et, à ce titre, décide de faire appel à un cabinet de consultants, le cabinet AVE, afin d'améliorer les performances économiques et financières de cette activité. Il réfléchit par ailleurs à un rapprochement avec une autre entreprise positionnée sur ce segment qui lui permettrait d'obtenir une certaine taille critique.

En tant qu'adjoint du directeur financier, vous êtes chargé(e) de procéder à une analyse des propositions réalisées par le cabinet de consultant et de répondre aux interrogations que se pose le directeur général de l'entreprise.

#### TRAVAIL À FAIRE

À l'aide des annexes 1, 2 et 3 :

- 1) Expliquer les origines et les fondements de l'approche de la performance retenue par le cabinet AVE et ses avantages attendus au regard d'autres indicateurs, comme le résultat par action.
- 2) Procéder à une analyse de la mise en œuvre de cette méthode ainsi que des préconisations opérées.
- 3) Procéder à une analyse des modalités de calcul du coût du capital de l'entreprise réalisées par le cabinet AVE :

- a) Proposer les corrections réalisables à partir des données à votre disposition et indiquer les conditions d'utilisation de ce taux pour la « BU éolienne ».
  - b) En supposant que les fabricants d'éoliennes constituent des comparables boursiers adéquats, réaliser une analyse permettant d'approcher le niveau du bêta des capitaux propres de la « BU éolienne ».
- 4) Préciser, selon la demande du directeur général :
- a) Le principe des stock-options ainsi que les paramètres entrant dans la détermination de ce coût à comptabiliser.
  - b) L'appréhension de la volatilité future de l'action sur la base des informations communiquées en annexe 3.
- 5) Analyser l'évolution du BPA (bénéfice par action) avant et après l'offre publique d'échange. En tirer les conclusions pour les différents actionnaires.

## ***Dossier 2***

### **L'investissement socialement responsable**

Le développement de la société Esim sur le segment des éoliennes conduit ses dirigeants à s'interroger sur l'intérêt que le titre de la société pourrait susciter en tant qu'investissement socialement responsable. Apparue, en France, à la fin des années quatre-vingt-dix, l'investissement socialement responsable tend à acquérir certaines lettres de noblesse. Cette pratique est cependant encore loin de donner lieu à une conception uniforme et stabilisée, tant en termes de définition, de critères d'analyse que de style de gestion. Les questionnements en termes d'ISR permettent, en creux, de réfléchir aux pratiques traditionnelles de la finance.

#### TRAVAIL À FAIRE

À l'aide de vos connaissances et des annexes 5, 6, 7 et 8, il vous appartient de répondre à la question suivante :

**« L'investissement socialement responsable (ISR) : vers une évolution des pratiques d'évaluation ? »**

Il est attendu une réponse précise et structurée à la question posée, sans formuler un plan détaillé sous forme de parties, de chapitres, de sections, etc., articulée autour des deux points suivants :

- les différentes conceptions de l'investissement socialement responsable et des pratiques de gestion ;
- l'intégration de l'analyse financière ISR et de l'analyse financière classique (théories financières référentes, objectifs, méthodes, difficultés, etc.).

Votre réponse devra se limiter à 4 pages maximum.

# Annexes

## Annexe 1

### Informations stratégiques et organisationnelles sur la société Esim

Cette société est organisée en deux *business units* (BU), en fonction de la spécificité des marchés desservis.

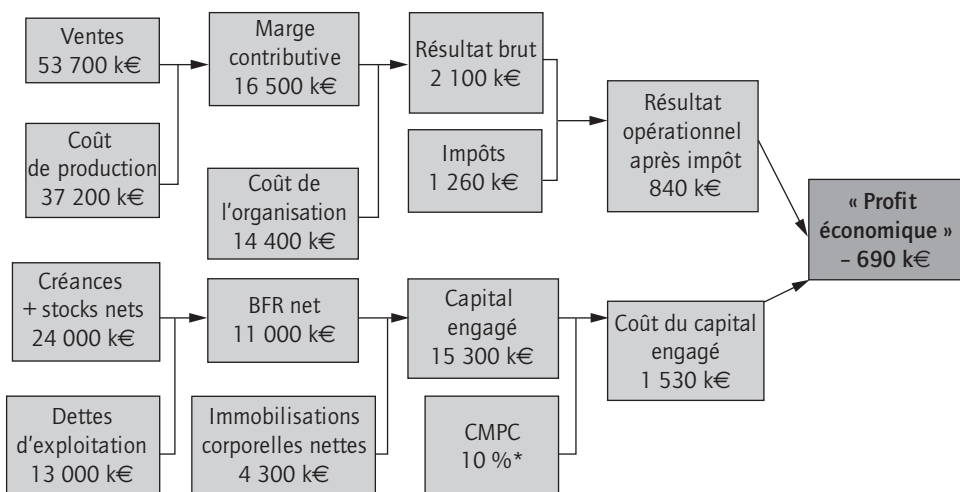
La « BU Sidé » regroupe les productions destinées aux marchés du secteur sidérurgique et naval. Les gammes de freins ainsi produites s'articulent autour de deux technologies l'électromagnétisme et l'hydraulique. Pour chacune d'entre elles, l'entreprise propose deux grandes familles de freins, les freins de service, destinés à un usage intensif en grande vitesse, et les freins d'arrêt d'urgence, pour une utilisation exceptionnelle. Il s'agit de produits dont la fabrication est maîtrisée depuis de nombreuses années. L'utilisation dans le domaine de la manutention de matière radioactive, du forage pétrolier, de ponts de manutention pour maintenance d'avions ou de téléphériques nécessite une fiabilité à toute épreuve ainsi qu'un excellent service de maintenance.

La « BU éolienne » développe une gamme spécifique de pinces hydrauliques pour freinage rotor ou pour freinage de la giration. Les conditions d'exploitation, en particulier des efforts radiaux et axiaux engendrés par des forces de vent très instables, exigent une technologie adaptée et éprouvée, développée en interne. Les salariés de cette BU travaillent notamment depuis trois ans sur la mise au point d'un processus de nouvelle génération. Par ailleurs, comme la « BU Sidé », la « BU éolienne » doit proposer un service après-vente particulièrement réactif (intervention dans les 2 jours), en cas de défaillance des produits proposés. Cette BU se doit d'être à la pointe de l'innovation sachant que les développements réalisés dans la BU « éolienne » ont vocation à améliorer les *process* de la BU « Sidé » et permettent d'obtenir une bonne visibilité auprès des clients pour l'ensemble des activités de l'entreprise. Le positionnement concurrentiel et relationnel de la société devrait lui assurer une progression sensible de son chiffre d'affaires.

## Annexe 2

### Extrait du rapport et de la présentation des consultants de AVE sur la « BU éolienne »

#### Extrait du rapport « Where does Cost-of-Capital come in ? » : Données prévisionnelles N+1



\* 9,8 %, arrondi à 10 %.



**Extrait du discours de présentation**

« Afin d'améliorer les performances de la BU éolienne, il conviendrait de diminuer les coûts de production, constitués essentiellement de charges variables, en essayant de réduire les activités consommatrices de temps, tels que l'assemblage et les tests. Des recherches d'économie pourraient également être réalisées au niveau des charges fixes. Au regard de la marge contributive dégagée, les coûts de l'organisation apparaissent en effet beaucoup trop importants. Il conviendrait par ailleurs de procéder à une réduction du montant de stocks, en particulier des stocks de pièces détachées et d'en-cours. [...]. Le coût du capital retenu est celui de l'entreprise Esim, calculé en application du "modèle d'évaluation des actifs financiers", à partir des montants de dettes financières et de capitaux propres figurant dans les comptes au 31/12/N. Le calcul de ce coût devant théoriquement se fonder sur des données prospectives, nous avons retenu pour la détermination des différents indicateurs, les évolutions des cours et de l'indice représentatif du marché les plus récentes (soit des six derniers mois), proche des données "spot" de fin d'année ».

**Annexe 3****Informations financières sur l'entreprise Esim****Données comptables et financières**

Données au 31/12/N sauf précision (k€)	
Capital <sup>(1)</sup> (12 000 actions)	5 000
Réserves <sup>(1)</sup>	15 000
Capitalisation boursière <sup>(2)</sup>	30 000
Valeur comptable de l'endettement <sup>(1)</sup>	10 000
Valeur de marché de l'endettement <sup>(2)</sup>	10 000
Résultat d'exploitation après impôts	2 700
Résultat net	1 900
Coût de l'emprunt net d'impôt	6 %
Taux sans risque	4 %
Taux de rendement attendu du marché des moyennes capitalisations	
Historique des 6 derniers mois	11 %
Historique des 3 dernières années	6 %
Historique des 6 dernières années	8 %
% de risque spécifique d'Esim	
Historique des 6 derniers mois	6 %
Historique des 3 dernières années	5 %
Historique des 6 dernières années	4 %
<i>Bêta endetté du titre Esim</i>	
Historique des 6 derniers mois	1,1
Historique des 3 dernières années	0,8
Historique des 6 dernières années	0,7
<i>(1) (2) Les structures financières sont considérées comme relativement stables pour les années à venir.</i>	

**Bêta des entreprises cotées fabricants d'éoliennes**

	Bêta endetté des CP	Structure cible Dettes/ Capitaux Propres
WINDPO	1,3	0,9
REPO	1,4	0,8
TASVES	1,2	1

Calcul d'un bêta endetté = bêta économique  $\times ((1 + (1 - \text{taux d'imposition}) \times D/CP))$ .

Taux d'endettement théorique : 331/3 %.

**Cotation de la société Esim**

Depuis 10 ans l'entreprise Esim est cotée sur les marchés financiers en tant que moyenne capitalisation (compartiment B du marché Eurolist d'Euronext). Les moyennes capitalisations sont considérées comme moins visibles et moins liquides que les grandes capitalisations. Leurs cours se révèlent ainsi sujets à de fortes fluctuations en liaison avec les décisions d'achat ou de vente de quelques grands investisseurs.

**Discours du directeur général**

« Eu égard à l'augmentation probable des cours boursiers de la société suite à l'amélioration des performances de la BU éolienne, je me demande dans quelle mesure cela me permettrait d'augmenter la rémunération des dirigeants de la société en leur octroyant des stock-options. Il est vrai, cependant, qu'au regard de la réglementation comptable régissant les sociétés cotées, le coût des stock-options doit être comptabilisé en charge lors de leur octroi (IFRS 2). Je ne comprends pas très bien d'ailleurs pourquoi, ni quels sont les paramètres intervenant dans le calcul de ce coût. »

**Annexe 4****Offre publique d'échange entre la société Esim et la société Power**

En début d'année N+1, afin de consolider leurs positions respectives sur le marché des éoliennes, les dirigeants de la société Power proposent aux dirigeants de la société Esim de procéder à un rapprochement de leurs deux sociétés en réalisant une offre publique d'échange. Cette opération devrait permettre une amélioration du résultat de 10 % des deux entités réunies.

Les dirigeants et les actionnaires de Power souhaiteraient que soient créées 3 actions Power contre 4 actions Esim. Les dirigeants et les actionnaires d'Esim souhaiteraient que soient créées 4 actions Power contre 3 actions Esim.

**Informations financières sur la société Power et Esim**

	Esim	Power
Capital (nb d'actions)	12 000	20 000
Résultat N+1 (sans rapprochement) (en €)	2 200 000	4 000 000

## Annexe 5

### ISR : Stratégie de « niche » ou ISR « mainstream »

L'ISR de « niche » relève de produits dédiés pour lesquels la dimension socialement responsable ou environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) prime et se traduit par une contrainte de gestion ; l'ISR « mainstream », quant à lui, cherche à intégrer la dimension ESG dans les approches d'analyse et ou de gestion classiques [...]. L'ISR de niche permettra donc à certains d'exprimer des valeurs et des convictions. Ces valeurs et convictions pourront être d'ordre éthique, moral, ou de l'ordre de la conviction selon laquelle l'entreprise responsable sera plus pérenne [...]. Elles deviendront une partie intégrante de l'objectif de gestion et/ou une contrainte de gestion supplémentaire [...]. L'ISR « mainstream », quant à lui, ne cherchera pas nécessairement à altérer les processus et objectifs de gestion du fonds traditionnel. Il cherchera à maximiser l'objectif de gestion en disposant d'un outil d'aide à la décision de gestion supplémentaire : l'analyse des performances ESG des entreprises [...]. Cela consiste notamment à allier les compétences sectorielles et financières des analystes financiers avec l'expertise ESG des spécialistes ISR afin de pouvoir identifier les thématiques pertinentes matérielles [...]. La logique de niche a un côté engagé, parfois militant, utiliser le pouvoir financier pour infléchir les comportements des entreprises [...]. L'approche « mainstream » est motivée par un constat moins engagé mais tout aussi ambitieux, selon lequel :

- les entreprises ne peuvent opérationnellement, et de fait financièrement, continuer à ignorer à moyen/long terme certains risques relevant des thématiques ESG ;
- elles auraient, en outre, beaucoup à perdre de ne pas saisir certaines opportunités que la prise de conscience des mutations de leur environnement peut leur procurer.

O. Azoulay et V. Zeller, analyste financier ISR et directeur de gestion, article extrait de la *Revue d'économie financière*, septembre 2006, p. 191-208.

## Annexe 6

### ISR : les fonds français Canada dry

Aujourd'hui, et après un mûrissement de plusieurs dizaines d'années chez les Anglo-Saxons, les stratégies de gestion en matière d'ISR peuvent être regroupées en quatre grandes catégories :

- la stratégie d'exclusion, qui est à l'origine de l'ISR (boycott des firmes d'armement ou des firmes pratiquant l'apartheid en Afrique du Sud) : les gérants excluent certains secteurs ou sociétés de leurs portefeuilles sur la base d'un ou plusieurs critères prédéfinis ;
- la stratégie de sélection relative se fixe comme objectif de choisir les meilleures compagnies, en termes d'ISR, dans un secteur [...] ;
- la stratégie de sélection positive ressemble à la précédente, tout en ajoutant le choix de sociétés bénéficiant du développement durable, par exemple spécialisées dans les énergies alternatives, dans la collecte et le traitement de déchets, les transports non polluants... ;
- la stratégie d'engagement souvent utilisée en combinaison avec les précédentes implique que les gestionnaires interviennent auprès des sociétés et de leur management pour les pousser à modifier certaines de leurs pratiques.

Contrairement aux Anglo-Saxons, partisans d'une conception active de l'ISR, les gérants français ont choisi en grande majorité d'investir en relatif, en sous ou surpondérant les sociétés en fonction de leur notation interne et/ou externe. Cela apparaît d'ailleurs conforme à leur politique générale de gestion des valeurs mobilières, qui consiste à dupliquer le plus pos-

sible les indices boursiers avec une sur ou une sous-pondération de certains secteurs et valeurs, mais dans des limites assez étroites. (...). Cette conception de l'investissement socialement responsable où les clients retrouvent dans leurs portefeuilles peu ou prou les mêmes valeurs que dans un portefeuille classique constitue un obstacle majeur à la lisibilité du concept et apporte une première explication à son faible impact auprès de la clientèle particulière. De plus l'absence de lien entre le discours général sur le développement durable et les choix sectoriels et individuels de gestion effectués dans les portefeuilles contribue à décourager les meilleures bonnes volontés.

Par M. Vigier, gérant de portefeuilles éthiques,  
article extrait de la *Revue d'économie financière*, septembre 2006, p. 263-272.

## Annexe 7

### L'ISR à la croisée des chemins : pour une performance responsable

La structuration du reporting ESG (ou extra-financier) remonte aux débuts des années 1990. Depuis 2002, les entreprises cotées en Bourse en France doivent rendre compte de leurs impacts sociaux et environnement en s'appuyant sur la loi NRE (nouvelles régulations économiques). Cinq ans après, le bilan symbolique et politique de cette loi est positif. Le caractère « inventaire à la Prévert » vient toutefois tempérer l'enthousiasme. [...] Certains sujets sont beaucoup mieux abordés que d'autres ; la pression croissante des actionnaires (rapport Cadbury de 1992 au Royaume-Uni, affaires Enron, Parmalat et Vivendi) a accéléré l'accès aux informations en matière de gouvernement d'entreprise. Depuis le début des années 2000, les attentes croissantes en matière environnementale (changement climatique) conduisent à des progrès significatifs en matière de reporting environnement. En revanche, les questions sociales (comme les ressources humaines) demeurent les moins abordées aujourd'hui. [...].

On ne peut faire un usage pertinent de la matière extra-financière si l'on ne se pose pas la question de sa destination. Du point de vue de l'investissement socialement responsable (ISR), cela revient à poser le problème de sa définition. C'est là un exercice plus difficile qu'il n'y paraît. Il n'y a pas de définition officielle, ni (encore moins) universelle de l'ISR. L'approche récente (2007), emmenée par la pensée dominante anglo-saxonne, sous le porte-drapeau des principes des Nations Unies pour l'investissement responsable, [...] insiste avant tout sur la nécessaire prise en compte de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Il est d'ailleurs assez emblématique d'une certaine conception de l'ISR qu'elle mette l'accent d'abord sur l'influence de ces facteurs ESG sur une future performance financière de l'investissement, avant, dans un deuxième temps, d'admettre que leur prise en compte puisse contribuer à aligner les intérêts des investisseurs sur ceux de la société en général. [...]. Une entreprise a un comportement socialement responsable lorsqu'elle cherche à répondre aux intérêts des parties prenantes (employés, clients, fournisseurs, collectivités, États, populations locales, générations futures, voire concurrents) au-delà de ses obligations contractuelles et légales.

[...] La mise en œuvre de l'approche ISR ou ESG ne peut se concevoir sans transparence. Elle s'impose aux entreprises mais également aux analystes ESG, aux investisseurs ISR et aux parties prenantes (validation des définitions et des méthodologies des entreprises [...], fonctionnement sur le mode « boîte noire » des notations extra-financières (analystes), [...] justification sur les méthodologies et les choix d'achat ou de vente (investisseurs)).

Par S. Voisin et V. Lucas-Leclain, analystes financiers ISR,  
article extrait d'un numéro de la revue *Responsabilité & environnement*, avril 2008, p. 41-46.