

DECF

SESSION SPÉCIALE 2002

GESTION FINANCIÈRE

ÉLÉMENTS INDICATIFS DE CORRIGÉ

Ce dossier présente des éléments de corrigé à l'attention des correcteurs.
Plusieurs questions appellent des réponses rédigées de la part des candidats.
Seules les idées clés sont proposées pour permettre une approche ouverte des réponses des candidats.
Ce document ne constitue donc pas un modèle.

Barème global : sur 20 points

NOTA : Il est rappelé que le nombre de points annoncés dans le sujet constituent un engagement à minima, incontournable vis-à-vis des candidats. Le barème fourni respecte cette contrainte et doit s'appliquer à tous, sauf indications complémentaires données, lors des corrections, sur décisions nationales.

DOSSIER 1 : (8 points)

DOSSIER 2 : (7 points)

Première partie : (4 points)

Deuxième partie : (3 points)

DOSSIER 3 : (5 points)

Première partie : (2 points)

Deuxième partie : (3 points)

DOSSIER 1 : DIAGNOSTIC FINANCIER

1. Calcul à l'ouverture et à la clôture :

	N	N-1	Variation
Capital	600 000	600 000	
Réserve légale	53 766	35 664	
Autres réserves	905 884	905 884	
Report à nouveau	333 918	51 636	
Résultat	390 325	362 051	
Subvention d'investissement	26 600	0	
Amortissements et provisions sur l'actif	119 399	79448	
= Ressources propres	2 429 892	2 034 683	
Emprunts stables	36 175	63 541	
- CBC	- 83	0	
Divers	31 524	31 381	
= Dettes financières stables	67 616	94 922	
Total des ressources stables	2 497 508	2 129 605	
Actif immobilisé brut	224 828	123 578	
Charges à répartir nettes	4 576	0	
Total des emplois stables	229 404	123 578	
Fonds de roulement	2 268 104	2 006 027	262 077

	N	N-1	Variation
Stocks	108 805	63 741	
Créances clients	1 386 262	1 137 270	
Autres créances d'exploitation	37 847	32 917	
Charges constatées d'avance	0	168	
Actif circulant d'exploitation	1 532 914	1 234 096	298 818
Dettes fournisseurs	296 427	242 806	
Dettes fiscales et sociales	291 610	215 865	
Produits constatés d'avance	194	0	
+ Ecart de conversion passif	+73	0	
Passif circulant d'exploitation	588 304	458 671	129 633
BFRE	944 610	775 425	169 185

	N	N-1	Variation
Créances diverses	390 025	434 167	
VMP	389 344	531 652	
Actif circulant hors exploitation	779 369	965 819	-186 450
Dettes sur immobilisations	2 500	0	
Dettes d'IS	15 437	14 167	
Divers	16 754	18 543	
Passif circulant hors exploitation	34 691	32 710	1 981
BFRHE	744 678	933 109	-188 431

BFRE	944 610	775 425	169 185
BFRHE	744 678	933 109	-188 431
<i>BFR</i>	<i>1 689 288</i>	<i>1 708 534</i>	<i>-19 246</i>

Disponibilités	578 899	297 493	
- CBC	-83	0	
<i>Trésorerie</i>	<i>578 816</i>	<i>297 493</i>	<i>281 323</i>

FR	2 268 104	2 006 027	262 077
-BFR	1 689 288	1 708 534	-19 246
<i>Trésorerie</i>	<i>578 816</i>	<i>297 493</i>	<i>281 323</i>

2. Commentaires

Du point de vue statique, le fonds de roulement est supérieur au besoin en fonds de roulement. En conséquence, la trésorerie est positive. En N-1, l'entreprise ne fait pas appel aux concours bancaires courants. En N, le niveau des disponibilités est largement supérieur au montant des concours bancaires courants qui reste très faible.

D'autre part, l'autonomie financière semble tout à fait satisfaisante :

$$\frac{\text{Dettes financières stables}}{\text{Ressources propres}} = \frac{67\,616}{2\,429\,892} = 2,78\% \text{ en N}$$

$$\frac{\text{Dettes financières stables}}{\text{Ressources propres}} = \frac{94\,922}{2\,034\,683} = 4,67\% \text{ en N-1}$$

De même, la capacité de remboursement est élevée en N :

$$\frac{\text{Dettes financières stables}}{\text{CAF}} = \frac{67\,616}{421\,886} = 16\%$$

Du point de vue dynamique, l'augmentation du fonds de roulement constatée dans la première partie du tableau PCG s'est accompagnée d'une diminution du besoin en fonds de roulement. Il s'ensuit une nette amélioration de la situation de trésorerie, le niveau des disponibilités ayant presque doublé.

La première partie du tableau révèle, en outre, la mise en place d'une stratégie de croissance externe par acquisition de participations. Cette stratégie est financée par des ressources internes. L'autofinancement est, en effet, largement suffisant pour couvrir les besoins. Il explique la croissance du fonds de roulement. D'autre part, l'entreprise a réduit son endettement net à long terme, les remboursements excédant les nouvelles souscriptions d'emprunts. Ceci explique l'amélioration de l'autonomie financière constatée précédemment.

D'après la deuxième partie du tableau, la baisse du BFR s'explique uniquement par un dégagement hors exploitation. Le BFRE a, quant à lui, nettement augmenté, du fait, sans doute de l'augmentation du chiffre d'affaires. Le rapport BFRE/CA se dégrade très légèrement. Cette évolution s'explique surtout par la progression des créances clients. L'entreprise a-t-elle modifié sa politique de crédit clientèle ?

$$\frac{\text{BFRE}}{\text{CA}} = \frac{944\ 610}{2\ 995\ 860} = 31,5\ \% \text{ en N}$$

$$\frac{\text{BFRE}}{\text{CA}} = \frac{775\ 425}{2\ 568\ 489} = 30,2\ \% \text{ en N-1}$$

En conclusion, la situation s'améliore et semble tout à fait saine. Les ressources dont dispose l'entreprise sont essentiellement internes. Le développement de l'activité s'est accompagné d'une augmentation du BFRE mais l'augmentation du FR permet sans difficulté de couvrir ce besoin supplémentaire.

3. Limites de l'approche fonctionnelle

Dans cette approche, la trésorerie apparaît comme une variable résiduelle qui résulte de l'ajustement entre fonds de roulement et besoin en fonds de roulement.

L'analyse est centrée sur la réalisation de l'équilibre financier ($FR > BFR$) et non sur l'aptitude de l'entreprise à générer des liquidités. Elle révèle seulement l'éventuelle insuffisance des ressources stables mais ne prévient pas le risque de cessation de paiement. En effet, elle se fonde sur le recensement des flux de fonds c'est-à-dire des flux potentiels de trésorerie mais ne met pas en évidence les flux réels.

4. Intérêt de l'approche en termes de flux de trésorerie

Cette approche décrit le dénouement monétaire des opérations et non seulement leur engagement. Elle met l'accent sur le maintien de l'équilibre global entre encaissements et décaissements. Toute rupture prolongée de cet équilibre conduit à la cessation de paiement. La trésorerie est, en conséquence, une variable d'action essentielle dans une optique de prévention du risque.

L'objectif est de montrer la contribution des liquidités générées par les activités courantes de l'entreprise au financement du développement et de vérifier, ainsi, la cohérence entre le niveau des investissements et les possibilités financières de l'entreprise.

D'autre part, les flux de trésorerie constituent des grandeurs objectives non influencées par les conventions comptables et les évaluations de certains éléments comme les stocks, les amortissements et les provisions. Ainsi, leur analyse renforce la comparabilité inter-exercices et inter-entreprises.

5. Excédent de trésorerie d'exploitation

$$\text{ETE} = \text{EBE} - \Delta \text{BFRE}$$

EBE = Ventes de marchandises	2 995 578
Production vendue	282
- Coût d'achat des marchandises vendues	- 1 662 098
- Consommations externes	- 285 025
- Impôts et taxes	- 11 702
- Charges de personnel	- 358 422
	<u>678 613</u>

$$\text{ETE} = 678\ 613 - 169\ 185 = 509\ 428$$

La détermination de l'ETE présente de nombreux intérêts :

- elle permet de vérifier le maintien d'une trésorerie suffisante pour faire face aux échéances. En effet, l'ETE représente le montant des liquidités dégagées par l'exploitation et destinées à financer les opérations de répartition ;
- elle permet de prévoir dans quelle mesure l'entreprise pourra financer sa croissance, l'ETE constituant le solde disponible pour l'investissement ;
- elle permet de mesurer, plus sensiblement que l'EBE, les effets des variations d'activité. En effet, l'EBE est indépendant de la répartition entre production vendue et production stockée alors que l'ETE ne tient compte que des ventes ;
- elle rend compte des limites d'une politique de croissance par l'effet de ciseaux. Quand le C.A. se développe, l'EBE et le BFRE augmentent. Si l'accroissement du BFRE est trop important, l'ETE peut devenir négatif.

DOSSIER 2 : PROJET DE DÉVELOPPEMENT

PREMIÈRE PARTIE

Choix du projet

1. Flux de trésorerie d'exploitation générés par chaque projet

	1	2	3	4	5
Chiffre d'affaires	75000	78750	82688	86822	91163
BFRE	6667	7000	7350	7718	8103
Variation BFRE	6667	333	350	368	386

Projet A	1	2	3	4	5
Chiffre d'affaires	75000	78750	82688	86822	91163
-Charges d'exploitation	-30000	-31500	-33075	-34729	-36465
-Charges d'entretien	- 300	- 300	- 300	- 300	- 300
-DAP	-29750	-19338	-12570	-11671	-11671
= Résultat avant IS	14950	27612	36743	40122	42727
Résultat après IS	9967	18408	24495	26748	28485
+DAP	29750	19338	12570	11671	11671
= Flux d'exploitation	39717	37746	37065	38419	40156

Projet B	1	2	3	4	5
Chiffre d'affaires	75000	78750	82688	86822	91163
-Charges d'exploitation	-30000	-31500	-33075	-34729	-36465
-Charges d'entretien	- 400	-420	-441	-463	-486
-DAP	-16000	-16000	-16000	-16000	-16000
= Résultat avant IS	28600	30830	33172	35630	38212
Résultat après IS	19067	20553	22115	23753	25475
+DAP	16000	16000	16000	16000	16000
= Flux d'exploitation	35067	36553	38115	39753	41475

2. Valeur actuelle nette au taux de 8 % de chaque projet

Projet A	0	1	2	3	4	5
Flux d'exploitation		39717	37746	37065	38419	40156
- Investissement	-85000					6667
-Variation BFRE	-6667	-333	-350	-368	-385	8103
Flux de trésorerie	-91667	39384	37396	36697	38034	54926

Projet B	0	1	2	3	4	5
Flux d'exploitation		35067	36553	38115	39753	41475
- Investissement	-80000					
-Variation BFRE	-6667	-333	-350	-368	-385	8103
Flux de trésorerie	-86667	34734	36203	37747	39368	49578

$$\text{VAN du projet A} = -91\,667 + 39\,384 \cdot (1,08)^{-1} + 37\,396 \cdot (1,08)^{-2} + 36\,697 \cdot (1,08)^{-3} + 38\,034 \cdot (1,08)^{-4} + 54\,926 \cdot (1,08)^{-5} = 71\,330$$

$$\text{VAN du projet B} = -86\,667 + 34\,734 \cdot (1,08)^{-1} + 36\,203 \cdot (1,08)^{-2} + 37\,747 \cdot (1,08)^{-3} + 39\,368 \cdot (1,08)^{-4} + 49\,578 \cdot (1,08)^{-5} = 69\,176$$

Le projet à retenir selon le critère de la VAN est le projet 1.

3. Prise en compte du risque

Le critère le plus adapté est le délai de récupération du capital investi. En effet, pour minimiser le risque, il faut récupérer au plus vite le capital investi.

Pour les deux projets, le risque est semblable et le délai est proche de 3 ans :

$$\text{Projet A : } 39\,384 \cdot (1,08)^{-1} + 37\,396 \cdot (1,08)^{-2} + 36\,697 \cdot (1,08)^{-3} - 91\,667 > 0$$

$$\text{Projet B : } 34\,734 \cdot (1,08)^{-1} + 36\,203 \cdot (1,08)^{-2} + 37\,747 \cdot (1,08)^{-3} - 86\,667 > 0$$

Admettre un calcul non actualisé.

4. Les deux critères rentabilité et risque ne sont pas toujours concordants.

C'est le cas notamment, lorsque les flux de liquidités prévisionnels les plus importants sont aussi les plus tardifs. Dans ce cas, la rentabilité espérée peut être importante mais le délai de récupération l'est aussi.

DEUXIÈME PARTIE

Choix du mode de financement

1. Mode de financement à retenir pour maximiser la rentabilité des capitaux propres

Le coût de l'endettement après impôt est de $9 \cdot 2/3 = 6\%$.

La rentabilité économique du projet étant supérieure à 8% après impôt, l'effet de levier est favorable. En conséquence, pour maximiser la rentabilité financière, l'entreprise doit s'endetter.

2. Vérification par le calcul de la VAN après prise en compte du mode de financement

En cas d'autofinancement, la VAN est égale à 71 330 euros (d'après la question 2 de la première partie).

En cas d'emprunt, elle doit être recalculée en tenant compte des décaissements associés à l'emprunt : remboursements et charges d'intérêts nettes d'impôts.

Tableau d'amortissement de l'emprunt :

Montant emprunté = 80% du matériel = $0,8 \cdot 85\,000 = 68\,000$ euros

Année	Capital dû	Intérêts	Amortis.	Annuités	Intérêts nets d'IS
1	68000	6120	13600	19720	4080
2	54400	4896	13600	18496	3264
3	40800	3672	13600	17272	2448
4	27200	2448	13600	16048	1632
5	13600	1224	13600	14824	816

Projet A	0	1	2	3	4	5
Flux de trésorerie	-91667	39384	37396	36697	38034	54926
+Emprunt	68000					
-Remboursements		-13600	-13600	-13600	-13600	-13600
-Intérêts nets d'IS		-4080	-3264	-2448	-1632	-816
Flux	-23667	21704	20532	20649	22802	40510

$$\text{VAN à } 8\% = -23\,667 + 21\,704 \cdot (1,08)^{-1} + 20\,532 \cdot (1,08)^{-2} + 20\,649 \cdot (1,08)^{-3} + 22\,802 \cdot (1,08)^{-4} + 40\,510 \cdot (1,08)^{-5} = 74\,755 > 71\,330$$

Le mode de financement à retenir est l'emprunt car la VAN des flux de liquidités espérée en cas d'endettement est supérieure à celle obtenue en cas d'auto-financement.

Admettre le calcul séparé des flux liés à l'emprunt. À 8 %, la VAN de l'emprunt est de +3 425, ce qui améliore d'autant la VAN liée à l'auto-financement.

DOSSIER 3 : MARCHÉS DE CAPITAUX

PREMIÈRE PARTIE

Gestion de liquidités

1. Caractéristiques du marché des titres de créances négociables

Le marché des TCN est un compartiment du marché monétaire c'est-à-dire du marché des capitaux à court et moyen terme. Ce compartiment est ouvert à tous les agents économiques : entreprises, particuliers, établissements de crédit...

Les titres de créances négociables sont « des titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé qui représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée ».

On distingue :

- des titres courts (1 jour à 1 an) : les billets de trésorerie émis par des entreprises autres que des établissements de crédit et les certificats de dépôts émis par des établissements de crédit ;
- des titres longs (plus d'un an) : les bons à moyen terme négociables émis par les entreprises et établissements de crédit.

Le montant minimum d'un titre est de 150 000 euros et leur remboursement anticipé est impossible.

2. Achat d'un certificat de dépôt

Somme à verser au moment de l'achat = 200 000 euros

Somme récupérée à l'échéance = $200\,000 + 200\,000 * 0,036 * 90/360 = 201\,800$ euros

3. Revente après un mois

Le nouvel acquéreur récupérera à l'échéance 201 800 euros. Le taux du marché au moment de la négociation est de 3,4 %. Il doit verser une somme telle que :

$$X + X * 0,034 * 60/360 = 201\,800$$

$$X = 200\,663 \text{ euros}$$

4. Taux de placement réalisé par Monsieur LEROY

Monsieur LEROY a placé 200 000 euros pendant un mois et il a récupéré 200 663 euros.

Le taux t de son placement est tel que :

$$200\,000 + 200\,000 * t * 30/360 = 200\,663$$

$$t = 3,98 \%$$

Ce taux est supérieur au taux initial de 3,6 %. En effet, les taux à court terme ayant diminué, la valeur du certificat a augmenté et la négociation a donc été favorable à Monsieur LEROY.

DEUXIÈME PARTIE

Couverture d'un portefeuille d'actions

1. Marché de couverture

Monsieur LEROY doit négocier des contrats sur indices CAC 40 fermes ou optionnels sur le MONEP.

2. Position à prendre

Monsieur LEROY anticipe une chute des cours. Il doit donc vendre des contrats fermes. Si la chute se produit, il rachètera les contrats à un cours inférieur et réalisera ainsi une plus-value qui couvrira la dépréciation de son portefeuille.

3. Nombre de contrats

$$N = 100\,000 / (5\,050 * 10) = 1,98 \text{ arrondi à } 2$$

4. La vente est réalisée au cours de 5 040.

L'achat des contrats a lieu le 10 octobre au cours de 4 540.

Le résultat obtenu est un gain :

$$R = (5\ 040 - 4\ 540) * 10 * 2 = 10\ 000 \text{ euros}$$

Le cours du contrat a diminué de $(4\ 540 - 5\ 040) / 5040 = -9,92 \%$

Le portefeuille s'est, en conséquence déprécié de $9,92 \% * 100\ 000 = 9\ 920$ euros.

La couverture est efficace car le gain réalisé sur le MONEP couvre la dépréciation du portefeuille.

5. Autre dénouement possible

Si l'opération n'est pas dénouée avant l'échéance par une opération de sens inverse, alors le dénouement est réalisé à l'échéance par règlement du dernier appel de marge. Il n'y a jamais livraison de titres.

6. Négociation de contrats d'option sur indices CAC 40

Position à prendre : achat d'options de vente.

Si la chute des cours se produit, les options sont exercées. Les contrats sont vendus au prix d'exercice et rachetés à un cours inférieur. La plus-value réalisée couvre la dépréciation du portefeuille.

Si les cours montent, les options sont abandonnées. Monsieur LEROY perd la prime mais profite de la revalorisation de son portefeuille.

La négociation de contrats fermes ne permet pas de profiter d'une hausse des cours. En effet, dans ce cas, le portefeuille est revalorisé mais Monsieur LEROY n'en profite pas car il réalise une perte sur la vente ferme.