

**UE 2 – FINANCE**

Durée de l'épreuve : 3 heures - coefficient : 1

Document autorisé :

**Aucun**

Matériel autorisé :

Une calculatrice de poche à **fonctionnement autonome sans imprimante et sans aucun moyen de transmission, à l'exclusion de tout autre élément matériel ou documentaire (circulaire n° 99-186 du 16/11/99 ; BOEN n° 42).**

Document remis au candidat :

**Le sujet comporte 7 pages numérotées de 1 à 7.**

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

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

<b>Page de garde</b> .....		page 1
<b>DOSSIER 1</b> - Étude de cas	(75 points, soit 15/20)	page 2
<b>DOSSIER 2</b> – Réflexion sur le LBO	(25 points, soit 5/20)	page 3

***Le sujet comporte les annexes suivantes***

Annexe 1 : Extraits de la note d'information sur l'Offre Publique d'Achat initiée par la société VESECUR visant les actions de la société GRENELLE	page 4
Annexe 2 : Données financières de l'Offre Publique d'Achat	page 5
Annexe 3 : Eléments financiers de la société GRENELLE au 31/12/2011	page 6
Annexe 4 : Informations financières de la société VESECUR au 31/12/2011	page 6
Annexe 5 : Caractéristiques de l'emprunt obligataire à bons de souscription d'actions	page 7
Annexe 6 : Modification du plan d'affaires VESECUR en cas de réussite de l'OPA	page 7

**AVERTISSEMENT**

**Si le texte du sujet, de ses questions ou de ses annexes, vous conduit à formuler une ou plusieurs hypothèses, il vous est demandé de la (ou les) mentionner explicitement dans votre copie.**

*Il vous est demandé d'apporter un soin particulier à la présentation de votre copie.  
Toute information calculée devra être justifiée.*

## Dossier 1 – ETUDE DE CAS

**NB : Tous les calculs de valeur globale ou de flux de trésorerie seront arrondis au millier d'euros (M€) le plus proche. Les calculs de valeur unitaire d'un titre seront arrondis à l'euro (€) le plus proche. Tenir compte, si nécessaire, d'un taux d'imposition sur les bénéfices (IS) de 33,1/3%.**

### Travail à faire

1. **Thème évaluation** : à partir des *annexes 1, 2 et 3*, procéder à l'évaluation de la firme, des capitaux propres et de l'action de GRENELLE en utilisant :
  - 1.1. la méthode des flux de trésorerie disponibles futurs actualisés.
  - 1.2. la méthode des comparables boursiers.
2. **Thème OPA** : l'OPA initiée par VESECUR sur GRENELLE est arrêtée à 110 euros l'action.
  - 2.1. Le prix de l'offre est-il cohérent par rapport aux valeurs déterminées par les différentes méthodes d'évaluation ?
  - 2.2. Sur la base des informations financières concernant VESECUR figurant dans *l'annexe 4*, il est tout d'abord envisagé un mode de financement par augmentation de capital.
    - 2.2.1. Déterminer le montant de l'augmentation de capital à réaliser et le nombre d'actions à émettre compte tenu du cours de bourse actuel de VESECUR ?
    - 2.2.2. Quel serait l'effet en termes de contrôle pour les anciens actionnaires de VESECUR ?
  - 2.3. Le financement de l'opération est assuré par l'émission d'un emprunt obligataire coté avec bons de souscription d'actions (OBSA) dont les caractéristiques figurent en *annexe 5* :
    - 2.3.1 Déterminer le nombre d'obligations à émettre.
    - 2.3.2 Calculer les flux de trésorerie disponibles de la société VESECUR après prise en compte du remboursement des dettes financières au 31/12/2011, des dividendes reçus de ses titres GRENELLE et des dividendes versés pour la période 2012-2017 (*annexes 4 et 6*).
    - 2.3.3 Analyser l'impact du service de la dette obligataire sur la trésorerie de VESECUR et sur son endettement.
    - 2.3.4 Après avoir déterminé le taux actuariel de l'emprunt, indiquer l'intérêt de l'OBSA par rapport à un emprunt obligataire classique pour l'émetteur et pour le souscripteur.
  - 2.4. Dans le cas où la totalité des actions de GRENELLE ne serait pas acquise à l'issue de l'OPA, décrire les modalités d'une OPR (Offre Publique de Retrait) et d'une OPRO (Offre Publique de Retrait Obligatoire).
  - 2.5. Dans le cas d'une OPA hostile, quelles seraient les mesures que pourrait mettre en œuvre GRENELLE pour se protéger?

## Dossier 2 – REFLEXION

La crise financière qui a fortement affecté les marchés du crédit ne remet pas fondamentalement en cause les LBO (*Leverage Buy-Out*) qui demeurent une technique de financement intéressante tant pour les entreprises souhaitant céder leurs activités que pour les acquéreurs potentiels.

En mobilisant vos connaissances, il vous appartient de répondre aux questions suivantes :

**Quels sont les avantages attendus de cette technique de financement ? Quelles sont les caractéristiques du montage mis en place ? Quelles sont les conditions de réussite de ce type d'opération ?**

Il est attendu du candidat une réponse **précise et structurée** aux questions posées.

Il est demandé de limiter la réponse à 4 pages maximum.

## Annexe 1

### Extraits de la note d'information présentée par les banquiers conseils de l'Offre Publique d'Achat initiée par la société VESECUR visant les actions de GRENELLE

#### Contexte de l'offre

Les activités respectives de GRENELLE et VESECUR sont particulièrement complémentaires, que ce soit sur le plan de l'offre produits, des zones géographiques et des réseaux de distribution concernés. GRENELLE offre une ligne très attractive de vêtements de protection. VESECUR offre, de son côté, une ligne de produits compétitive dans les gants de protection. Sur le plan de la distribution des produits susvisés, GRENELLE dispose d'un excellent réseau de distribution en Europe tandis que VESECUR est mieux distribué en Amérique du Nord. Compte tenu de cette haute complémentarité, le rapprochement des activités de VESECUR sur ce type de produits avec celles de GRENELLE permettra de mieux répondre aux besoins de la clientèle de ces deux sociétés en mettant à leur disposition une meilleure offre à l'échelle mondiale. L'Initiateur VESECUR a convenu, sous certaines conditions, de procéder à l'acquisition de la totalité des Actions au moyen d'une Offre Publique d'Achat au prix de 110 euros par Action; GRENELLE désignera un expert indépendant chargé d'un rapport conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. Si le Conseil d'administration de GRENELLE la juge amicale, il devra recommander l'Offre dans un délai de trois jours ouvrés à compter de la réception de l'attestation d'équité émise par l'expert indépendant attestant que l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires.

L'opération est prévue pour le premier semestre 2012.

La société GRENELLE a produit ses états financiers clôturés au 31/12/2011.

#### L'offre

L'offre porte sur la totalité des actions.

Dans l'hypothèse où les actions de la Société non présentées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur entend, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, requérir la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire ; l'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où à l'issue de l'Offre, il ne détiendrait pas directement ou indirectement au moins 95% du capital et des droits de vote de la Société et que par conséquent une procédure de retrait obligatoire ne pourrait être mise en oeuvre selon les dispositions réglementaires visées dans le précédent paragraphe, de déposer ultérieurement une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire en application des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, dans le cas où les actions détenues par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

#### Mode de financement de l'offre

L'offre pourra être financée par des fonds propres provenant de VESECUR à la suite d'une augmentation de capital émise sur le marché ou par l'émission d'un emprunt obligataire à bons de souscription d'actions (OBSA).

#### Appréciation du prix de l'offre :

Le Prix par Action a été apprécié selon une approche multicritère fondée sur les méthodes suivantes :

- a) Approche par les cours de bourse ;
- b) Approche par les multiples des sociétés comparables cotées ;
- c) Approche par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs.

## Annexe 2

### Données financières de l'Offre Publique d'Achat

Les éléments financiers utilisés pour l'appréciation de l'Offre sont issus des derniers comptes consolidés datés du 31 décembre 2011 tels que publiés par la Société le 13 mars 2012 pour les données financières historiques ; du plan d'affaires préparé par le management de GRENELLE sur la période 2012-2017 pour les données financières prévisionnelles telles que détaillées en ci-dessous.

#### 1. Approche par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs.

La valeur d'entreprise a été obtenue par actualisation au 1er janvier 2012 des flux de trésorerie disponibles futurs au coût moyen pondéré du capital ; elle comprend la valeur actualisée des flux sur l'horizon explicite (2012-2017), ainsi qu'une valeur terminale correspondant à l'actualisation des flux au-delà de cet horizon. Les projections de flux de trésorerie disponibles pour la période 2012-2017 reposent sur le plan d'affaires réalisé par le management de GRENELLE. Les principales hypothèses du plan d'affaires de GRENELLE sont les suivantes :

- Un Taux de Croissance Annuel Moyen (« TCAM ») du chiffre d'affaires de 6,7% soutenu par des opportunités de croissance sur les marchés développés et émergents.
- Des investissements de remplacement sont à prévoir à hauteur de 20 M€ par an.
- Un Besoin en Fonds de Roulement (« BFR ») représentant environ 66 jours de vente.
- Le coût moyen pondéré du capital de GRENELLE ressort à 8,6%.

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flux de trésorerie d'exploitation potentiels après impôt	64	90	97	103	110	105

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux normatif basé sur l'hypothèse d'un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

#### 2. Approche par les cours de bourse

Cours au 31/12/2011	91€
---------------------	-----

#### 3. Approche par les multiples des sociétés comparables cotées ;

Société	VE/EBE	VE/REX
A	13,5	16,1
M	13,2	20,4
D	9	12,7

VE : Valeur de l'entreprise

### Annexe 3

#### Eléments financiers GRENELLE au 31/12/2011 (en millions d'euros)

##### 1. Extraits du compte de résultat simplifié exercice 2011

Chiffre d'affaires (CA)	710
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	71
Résultat d'Exploitation (REX)	54

##### 2. Bilan simplifié au 31/12/2011

Actif immobilisé	745	Capitaux propres – Net part du groupe	585
Stocks et encours	189	Intérêts minoritaires	9
Créances clients	112	Provisions pour engagements de retraite	76
Trésorerie	125	Dettes financières	328
		Dettes fournisseurs	173
Total Actif	1171	Total Passif	1171

Le capital hors intérêts minoritaires est composé de 7.764 000 actions.

### Annexe 4

#### Eléments financiers VESECUR au 31/12/2011 (en millions d'euros)

VESECUR envisage, actuellement, de rapprocher les activités de GRENELLE avec son département spécialisé afin d'offrir une gamme de produits de sécurité complète à l'échelle mondiale et, ainsi, générer des économies d'échelle tout en s'assurant que les produits de sécurité commercialisés par l'entreprise intégrée demeurent à la pointe du marché.

##### 1. Extraits du compte de résultat simplifié exercice 2011

Chiffre d'affaires (CA)	1200
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	144
Résultat d'Exploitation (REX)	97

##### 2. Bilan simplifié au 31/12/2011

Actif immobilisé	798	Capitaux propres – Net part du groupe	998
Stocks et encours	243	Intérêts minoritaires	32
Créances clients	424	Provisions pour engagements de retraite	12
Trésorerie	20	Dettes financières	258
		Dettes fournisseurs	185
Total Actif	1485	Total Passif	1485

Nombre d'actions 8 324 567  
Cours de bourse au 31/12/2011 330 €

### 3. Plan d'affaires pour la période 2012-2017

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flux de trésorerie disponibles	96	108	132	149	138	166

Ces flux sont ceux de l'entreprise VESECUR hors rapprochement avec la société GRENELLE et hors prise en compte des effets de synergie dus au rapprochement. Ils ont été construits à partir d'une hypothèse de taux de croissance annuel du chiffre d'affaires de 8,2%.

Les effets de synergie devraient permettre de dégager des flux additionnels de trésorerie nets d'impôt de 1% du chiffre d'affaires VESECUR en 2012 puis 2% chaque année de 2013 à 2017.

Ces flux n'intègrent pas les données de l'annexe 6.

### Annexe 5

#### Caractéristiques de l'emprunt obligataire à bons de souscription d'actions

Prix d'émission	96% du pair
Valeur nominale	100 €
Prix de remboursement	Au pair
Taux d'intérêt nominal	3%
Durée	5 ans
Amortissement	<i>in fine</i>
Bon de souscription	1 par obligation

Le taux d'intérêt sur le marché obligataire pour un niveau de risque comparable à celui de l'entreprise VESECUR peut être estimé à 5,25%.

### Annexe 6

#### Modification du plan d'affaires VESECUR en cas de réussite de l'Offre Publique d'Achat

En cas de réussite de l'OPA, le plan d'affaires de VESECUR présenté en annexe 4 doit être modifié par la prise en compte des éléments suivants :

- Les dividendes versés par GRENELLE génèrent des flux de trésorerie après impôt :

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dividendes GRENELLE	25	30	32	35	38	38

- Les dividendes versés par VESECUR représentent 33M€ en 2012 et devraient être maintenus à ce niveau jusqu'en 2017.
- Les dettes financières de VESECUR au 31/12/2011 sont constituées d'un emprunt remboursable par amortissements constants sur 6 ans au taux de 6%.