
UNIVERSITE PIERRE MENDES France
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES
(TELE ENSEIGNEMENT)

DESS DEFI
ANALYSE ET DÉCISIONS FINANCIÈRES
Corrigé du premier devoir

Année 2001-02

Akim A. TAÏROU



0. Note liminaire et retraitements

Le but du cas est de soumettre aux membres du club d'investissement DEFI PARTICIPATIONS, un rapport circonstancié sur l'opportunité d'intégrer ou non les actions Imerys dans le panier DEFI PARTICIPATIONS, sachant que les valeurs retenues dans le panier d'actions du club sont des titres à potentiel de croissance durable.

Compte tenu des données disponibles, peu de retraitements sont nécessaires.

Les différents retraitements à opérer sont développés ci-dessous.

- **Impôts et taxes**

Ils sont ventilés en charges de personnel pour la partie correspondant aux impôts sur salaires, soit 4 % des charges de personnel avant retraitements, et en charges externes pour le solde.

- **Participation et intéressement**

Ils devraient être reclassés en charges de personnel, mais leur montant est nul pour 1999 et 2000. Aucun retraitement n'est donc effectué.

- **Intérêts minoritaires**

Ce sont les parts détenues par les minoritaires dans les filiales intégrées par la société mère. Ils s'assimilent donc à un endettement vis à vis de ces actionnaires et leur montant est reclassé en dettes financières.

- **Impôts différés nets**

Les impôts différés nets représentent une dette fiscale future. Leur montant est donc intégré aux autres passifs circulants.

- **Provisions pour risques et charges**

D'après les indications fournies par le sujet, elles sont assimilables à des dettes à long terme. Leur montant est donc reclassé en dettes financières. Il convient de noter que s'agissant de dettes, il n'y a pas lieu de tenir compte d'une fiscalité différée.

Le tableau suivant synthétise les retraitements effectués.

RETRAITEMENTS	2 000	1 999
Impôts et taxes		
Impôts et taxes	-36 710	-33 925
Charges de personnel	22 654	22 274
Consommations externes	14 056	11 651
Intérêts minoritaires		
Intérêts minoritaires	26 066	5 093
Dettes financières	-26 066	-5 093
Impôts différés nets		
Impôts différés nets	46 582	29 665
Autres passifs circulants (IS)	-46 582	-29 665
Provisions pour risques et charges		
Provisions pour risques et charges	379 500	339 960
Dettes financières	-379 500	-339 960

1. Tableau comparatif des soldes intermédiaires de gestion et de la capacité d'autofinancement

L'évolution des SIG et de la capacité d'autofinancement sur quatre ans se présente ainsi :

<i>Éléments</i>	<i>2 000</i>	<i>1 999</i>	<i>1 998</i>	<i>1 997</i>
Chiffre d'affaire	2 804 700	2 614 854	1 869 316	1 684 639
Coûts d'achat	-1 061 707	-1 164 835	-860 402	-806 991
Marge commerciale	1 742 993	1 450 019	1 008 914	877 648
% du CA	62%	55%	54%	52%
Consommations externes	-679 804	-499 403	-282 660	-258 916
Valeur ajoutée	1 063 189	950 616	726 254	618 732
% du CA	38%	36%	39%	37%
Charges de personnel	-588 996	-579 125	-426 907	-385 178
Excédent brut d'exploitation	474 193	371 491	299 347	233 554
% du CA	17%	14%	16%	14%
Autres produits d'exploitation	121 331	167 510	44 792	80 382
Dotations aux amortissements et aux provisions	-210 998	-209 028	-123 777	-116 250
Autres charges d'exploitation	-37 700	-43 150	-15 117	-13 795
Résultat d'exploitation	346 826	286 823	205 245	183 891
% du CA	12%	11%	11%	11%
Résultat financier	-91 425	-65 468	-22 293	-24 635
Impôt sur le résultat courant	-73 550	-59 524	-60 500	-55 723
Résultat courant net d'impôt	181 851	161 831	122 452	103 533
% du CA	6%	6%	7%	6%
Résultat exceptionnel	-4 606	101 806	-9 956	-8 770
Impôt sur le résultat exceptionnel	-15 408	-23 641	7 823	8 430
Résultat exceptionnel net d'impôt	-20 014	78 165	-2 133	-340
% du CA	-1%	3%	0%	0%

Éléments	2 000	1 999	1 998	1 997
Résultat net des sociétés intégrées	161 837	239 996	120 319	103 193
% du CA	6%	9%	6%	6%
Résultat net consolidé	165 023	239 731	114 091	100 315
% du CA	6%	9%	6%	6%
Résultat net consolidé, part du groupe	140 444	226 846	106 165	94 564
% du CA	5%	9%	6%	6%
Capacité d'autofinancement courante	306 155	302 328	208 350	189 473
% du CA	11%	12%	11%	11%

L'établissement de ces SIG ne pose aucune difficulté particulière.

2. Bilans financiers comparatifs et évolution du FR, du BFR et de la trésorerie

La présentation de ces documents ne pose aucune difficulté particulière. Il convient simplement de veiller à l'incidence des retraitements évoqués *supra* (intérêts minoritaires, provisions pour risques et charges, impôts différés nets).

<i>ACTIF</i>	2 000	1 999	1 998	1 997
Actif immobilisé	2 723 564	2 277 191	1 334 525	1 344 836
Stocks et en-cours	443 971	355 356	342 699	315 194
Créances clients	572 392	492 314	311 075	325 522
Autres créances	103 703	102 320	65 460	64 485
Trésorerie actif	105 646	99 103	158 953	122 403
Total	3 949 276	3 326 284	2 212 712	2 172 440

<i>PASSIF</i>	2 000	1 999	1 998	1 997
Capitaux propres hors résultat	1 367 495	1 225 548	1 070 688	907 493
Résultat de l'exercice	140 444	226 846	106 165	94 564
Dettes financières	1 837 952	1 376 933	591 970	730 255
Dettes fournisseurs	319 297	242 491	181 797	181 775
Autres dettes	284 088	254 466	262 092	258 353
Total	3 949 276	3 326 284	2 212 712	2 172 440

Éléments	2 000	1 999	1 998	1 997
Ressources stables	3 345 891	2 829 327	1 768 823	1 732 312
Emplois stables	-2 723 564	-2 277 191	-1 334 525	-1 344 836
FR	622 327	552 136	434 298	387 476
<i>Variation FR</i>	70 191	117 838	46 822	<i>Non disponible</i>
Stocks et en-cours	443 971	355 356	342 699	315 194
Clients	572 392	492 314	311 075	325 522
Fournisseurs	-319 297	-242 491	-181 797	-181 775
BFRE	697 066	605 179	471 977	458 941
<i>Variation BFRE</i>	91 887	133 202	13 036	<i>Non disponible</i>
Autres créances	103 703	102 320	65 460	64 485
Autres dettes	-284 088	-254 466	-262 092	-258 353
BFRHE	-180 385	-152 146	-196 632	-193 868
<i>Variation BFRHE</i>	-28 239	44 486	-2 764	<i>Non disponible</i>
BFR	516 681	453 033	275 345	265 073
<i>Variation BFR</i>	63 648	177 688	10 272	<i>Non disponible</i>
TRESORERIE	105 646	99 103	158 953	122 403
<i>Variation Trésorerie</i>	6 543	-59 850	36 550	<i>Non disponible</i>
Vérification Trésorerie	105 646	99 103	158 953	122 403

3. Ratios de structure financière

L'évolution de la structure financière est résumée sur le tableau suivant qui n'appelle aucun commentaire.

Éléments	2 000	1 999	1 998	1 997
Ressources stables (I)	3 345 891	2 829 327	1 768 823	1 732 312
Emplois stables (II)	2 723 564	2 277 191	1 334 525	1 344 836
Financement stable (I/II)	1,23	1,24	1,33	1,29
Capitaux propres (III)	1 507 939	1 452 394	1 176 853	1 002 057
Autonomie financière 1 (III/I)	0,45	0,51	0,67	0,58
Passif total (IV)	3 949 276	3 326 284	2 212 712	2 172 440
Autonomie financière 2 (III/IV)	0,38	0,44	0,53	0,46

4. Analyse de la rentabilité

L'analyse de la rentabilité est présentée dans le tableau suivant où toutes les formules de calcul sont explicitées.

Éléments	2 000	1 999	1 998	1 997
Résultat net (a)	140 444	226 846	106 165	94 564
EBE (b)	474 193	371 491	299 347	233 554
Immobilisations (c)	2 723 564	2 277 191	1 334 525	1 344 836
BFRE (d)	697 066	605 179	471 977	458 941
CPNE (e = c + d)	3 420 630	2 882 370	1 806 502	1 803 777
Rentabilité économique (b / e)	14%	13%	17%	13%
Capitaux propres hors résultats (f)	1 367 495	1 225 548	1 070 688	907 493
1/2 Résultats (g = a / 2)	70 222	113 423	53 083	47 282
Capitaux propres moyens (h = f + g)	1 437 717	1 338 971	1 123 771	954 775
Rentabilité financière (a / h)	10%	17%	9%	10%
Dettes nette à l'ouverture (i)	932 777	241 682	422 374	211 338
Dettes nette à la clôture (j)	1 326 740	932 777	241 682	422 374
Endettement net moyen (k = [i + j] / 2)	1 129 759	587 230	332 028	316 856
Charges financières nettes (l)	92 663	69 048	24 790	28 884
Coût de l'endettement (l / k)	8%	12%	7%	9%
Capitalisation boursière plus haut	1 994 042	2 416 482	Non disponible	Non disponible
Capitalisation / Fonds propres	1,3	1,7	Non disponible	Non disponible
Capitalisation boursière plus bas	1 823 215	2 045 955	Non disponible	Non disponible
Capitalisation / Fonds propres	1,2	1,4	Non disponible	Non disponible

5. Exemple de rapport à l'attention des membres du club DEFI PARTICIPATIONS

Chers amis et collègues,

Suite à la demande d'un membre du club qui souhaite l'intégration des titres Imerys dans notre panier d'actions, je vous présente mon analyse de la situation du groupe Imerys pour vous permettre de vous prononcer sur l'opportunité de cette intégration.

Mon étude dont les conclusions sont présentées ci-après a été réalisée à partir des documents de référence déposés par le groupe auprès de la COB pour les exercices 1999 et 2000. La consultation du site Internet <http://www.imerys.fr> m'a permis de recueillir quelques informations complémentaires sur les caractéristiques économiques et commerciales du groupe. Je me suis également appuyé sur les dossiers publiés au cours des derniers mois sur le groupe par les analystes de plusieurs sociétés de bourse françaises et étrangères.

Au terme de mes travaux, il apparaît que le groupe est relativement solide et présente un potentiel de croissance intéressant pour que je vous recommande l'intégration des actions Imerys dans notre portefeuille. Je vous rappelle que notre portefeuille est composé d'actions s'inscrivant dans une logique de croissance durable, c'est à dire des actions liquides et susceptibles d'offrir un rendement stable et pérenne, avec une volatilité relativement faible.

5.1 Un secteur d'activité peu exposé

Fondé en 1880, le groupe Imerys relève de l'économie dite traditionnelle. Il puise ses origines dans les métiers de la mine et de la métallurgie. Suite à différentes opérations internes et externes de restructuration, le groupe est aujourd'hui organisé en quatre branches d'activités (voir ci-dessous). La société-mère du groupe est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance. Ses actions sont cotées sur le marché parisien et intégrées dans le SBF 120.

Leader mondial dans la valorisation des minéraux, le groupe Imerys dispose de positions de premier plan dans chacune de ses quatre branches d'activités :

- Matériaux de construction (22% du CA)
- Réfractaires & Abrasifs (21% du CA)
- Céramiques & Spécialités (12% du CA)
- Pigments & Additifs (45% du CA)

Le chiffre d'affaires a connu une progression régulière depuis 1997 pour s'établir en 2000 à 2,8 Mds€. La marge commerciale a progressé de 10 points entre 1997 et 2000 pour atteindre 62 % du chiffre d'affaires. Quant à la valeur ajoutée, elle est stable autour de 37-38 %. Cette stabilité est surprenante compte tenu de la forte augmentation de la marge commerciale. Deux explications sont possibles :

- un dérapage au niveau des consommations externes ;
- un changement de la structure de production suite aux opérations de restructuration intervenues notamment en 1999.

Nonobstant cette incertitude, l'activité du groupe offre des garanties certaines quant aux perspectives d'avenir.

5.2 Une rentabilité économique satisfaisante

Avec une marge opérationnelle autour de 11 % et une profitabilité hors éléments exceptionnels d'environ 6 %, le groupe dégage des résultats économiques intéressants. Partant d'une rentabilité économique égale à 13-14 %, le groupe dégage une rentabilité financière d'environ 10 %, du fait d'un effet levier a priori positif, mais dont les conséquences sur la rentabilité ne sont pas évidentes, ce qui traduirait peut-être une mauvaise structure de financement des investissements économiques.

Les résultats dégagés sont toutefois satisfaisants compte tenu de la situation actuelle des marchés et de la conjoncture économique internationale. L'exploitation dégage une trésorerie croissante (0,3 Mds€ en 2000, soit 12 % du chiffre d'affaires) permettant de contribuer significativement au financement des investissements et de maintenir une structure financière saine.

5.3 Une structure financière solide

Les fonds propres du groupe représentent 38 % du passif total, ce qui est un gage de solidité de la structure financière. Cette dernière s'est légèrement dégradée au cours des dernières années du fait notamment des opérations de restructuration évoquées plus haut, mais elle demeure dans des normes acceptables : très bonne couverture des emplois stables par des ressources stables (plus de 120 %) et bon niveau d'autonomie financière (38 % du passif total et 45 % des ressources stables).

L'accroissement de l'endettement n'est donc pas une situation alarmante, même si elle doit être analysée de façon plus approfondie compte tenu de l'évolution contrastée de la rentabilité financière au regard de l'effet de levier théorique. Face à l'accroissement de l'endettement, on note un accroissement des investissements industriels et financiers réalisés dans le cadre de la restructuration du groupe.

5.4 Une valorisation boursière raisonnable

La valorisation boursière du groupe met en évidence un multiple de bénéfice ou PER (Price Earning Ratio = Capitalisation / Résultat courant net d'impôt) qui passe de 13-15 en 1999 à 10-11 en 2000.

La comparaison de la capitalisation boursière et de la valeur intrinsèque de l'entreprise dégage un PBR (capitalisation boursière / fonds propres) de 1,4-1,7 en 1999 et 1,2-1,3 en 2000.

Le rendement boursier pour l'actionnaire s'établit pour l'année 2000 à - 15 % sur la base du cours le plus haut, et - 8 % sur la base du cours le plus bas.

Tous ces indicateurs montrent une prudente valorisation par les marchés, voire une sous valorisation des titres compte tenu de la situation économique et financière réelle du groupe.

En résumé, je pense qu'il s'agit d'un groupe suffisamment solide avec un potentiel de croissance raisonnable. De plus, on peut considérer l'action est faiblement valorisée par les marchés financiers. L'acquisition des titres Imerys constitue donc à mon avis une opportunité intéressante pour notre club dans une perspective d'investissement à moyen ou long terme.

Je reste à votre disposition pour des informations complémentaires.

Veillez croire, chers amis et collègues, à l'assurance de mon amicale et cordiale considération.

Le Président du Club

PJ :

- Tableau des principaux retraitements effectués
- Évolution des soldes intermédiaires de gestion
- Bilans retraités et évolution du FR, du BFR et de la trésorerie
- Ratios de structure financière
- Ratios de rentabilité