

Réponses aux 50 questions à connaître pour rentrer en banque d'affaires ou en fonds d'investissement

Note liminaire : Les réponses aux questions apportées par les candidats en entretien doivent être à la fois bien structurées et exhaustives tout en restant les plus succinctes possibles. L'entretien est un dialogue, il est contreproductif pour le candidat d'essayer d'anticiper en répondant à des questions non encore posées. Le lecteur pourra retrouver dans les chapitres de l'ouvrage un approfondissement aux réponses présentées ici.

Question 1

Les trois principaux états financiers d'une entreprise sont le compte de résultat, le tableau de flux de trésorerie et le bilan.

Le compte de résultat retrace l'ensemble des produits et des charges de l'entreprise sur une période donnée, généralement une année. Il met en évidence la création de richesse de l'entreprise.

Le tableau de flux de trésorerie détaille les entrées et les sorties de trésorerie d'une entreprise sur une période, en les ventilant en trois catégories : les flux de trésorerie d'exploitation, d'investissement et de financement.

Le bilan est un état financier qui présente à un instant t la situation patrimoniale de l'entreprise. Il présente d'une part l'actif économique de l'entreprise, composé de ses actifs immobilisés et courants, et les capitaux investis pour le financer, les capitaux propres et les dettes, que l'on assimile au passif d'autre part. Le bilan donne une vision de l'origine et de l'utilisation des ressources de l'entreprise.

Si vous le souhaitez je peux aussi vous donner les principaux éléments que l'on retrouve dans chacun des états financiers

Question 2

Le compte de résultat débute par le chiffre d'affaires. On retranche à celui-ci les charges d'exploitations composées par les coûts fixes et les coûts variables afin d'obtenir l'EBITDA, les dépréciations et amortissements à l'EBITDA pour obtenir l'EBIT, puis les intérêts financiers à l'EBIT pour obtenir l'EBT. Enfin on retire à l'EBT les taxes afin d'obtenir le résultat net.

On retrouve le résultat net en première ligne du tableau de flux de trésorerie. Dans le cycle d'investissement on passe du résultat net au flux de trésorerie d'exploitation en ajoutant les D&A, soustrayant l'augmentation du BFR et en ajustant le résultat net des produits et charges n'ayant pas eu un effet sur la trésorerie. Dans le cycle d'investissement, on passe de la trésorerie d'exploitation à la trésorerie d'investissement en retirant à la trésorerie d'exploitation les CapEx et les coûts d'acquisitions et en ajoutant les produits de cessions. Enfin dans le cycle de financement, on passe de la trésorerie d'investissement à la trésorerie de financement en retirant les remboursements de dettes, les rachats d'actions et les dividendes et en ajoutant les levées de dettes et les augmentations de capital.

En ce qui concerne le bilan, on retrouve l'actif qui est composé des immobilisations et des actifs courants, et le passif composé des capitaux propres et des dettes. Dans les immobilisations on a les immobilisations corporelles (terrains, mobilier, machines) et les immobilisations incorporelles (marques, brevets, goodwill). Dans les actifs courants on retrouve la trésorerie et les équivalents de

trésorerie ainsi que les stocks et les créances clients. Dans les capitaux propres on a notamment le capital social, les réserves, intérêts minoritaires, et dans les dettes les dettes financières et les dettes d'exploitation.

Question 3

Si vous ne pouvez analyser qu'un seul état financier, le tableau de flux de trésorerie doit être privilégié. Ce document permet de suivre précisément les flux de trésorerie générés ou consommés par l'entreprise et d'évaluer sa capacité à financer l'augmentation de son besoin en fonds de roulement (BFR) et ses dépenses d'investissement, qui accompagnent souvent la croissance. La capacité à générer de la trésorerie est essentielle pour répondre aux attentes des différentes parties prenantes :

- Les créanciers doivent s'assurer que l'entreprise dispose de la trésorerie nécessaire pour rembourser sa dette et les intérêts associés ;
- Les fournisseurs veillent à la solvabilité de l'entreprise, essentielle pour couvrir les dettes d'exploitation ;
- Les actionnaires, quant à eux, s'intéressent à la génération de trésorerie par l'entreprise, fondement de la création de valeur.

Cependant, une analyse approfondie nécessiterait d'examiner également le bilan et le compte de résultat de l'entreprise. Seul l'ensemble de ces trois états financiers peut fournir une vision complète et cohérente de la performance et de la situation financière de l'entreprise.

Question 4

Au compte de résultat : L'augmentation des dotations aux amortissements de 9 millions d'euros réduit l'EBIT du même montant. Cette baisse de l'EBIT entraîne une diminution de la base imposable, ce qui fait baisser la fiscalité initialement prévue de 3 millions d'euros (33% de 9 millions). Ainsi, le résultat net diminue de 6 millions d'euros après impôt.

Au tableau de flux de trésorerie : Les dotations aux amortissements, étant une charge non décaissée, n'affectent pas directement la trésorerie. Cependant l'impact fiscal de l'augmentation des dotations aux amortissements (+3 millions d'euros grâce à l'économie d'impôt) conduit à une augmentation de la trésorerie d'exploitation de ce même montant.

Au bilan : À l'actif, la trésorerie a augmenté de 3 millions d'euros, et les dotations aux amortissements ont diminué les actifs immobilisés de 9 millions d'euros. Au passif, les capitaux propres diminuent de 6 millions d'euros. Le bilan est donc équilibré.

Question 5

Au compte de résultat : Les frais financiers réduisent le résultat courant de 100 € et impactent négativement le résultat net de 67 € ($100 \times (1 - 0.33)$). La partie capitalisée impacte le compte de résultat.

Au tableau de flux de trésorerie : Seule la partie en cash des frais financiers (-50 €) impacte les flux de trésorerie de financement. Cependant, cette sortie de trésorerie est partiellement compensée par l'économie d'impôt associée, soit +33 € d'effet fiscal (50×0.33). Le flux net de trésorerie d'exploitation diminue ainsi de 17 € ($50 - 33$ €).

Au bilan : À l'actif, la trésorerie diminue de 17 €. Au passif, les capitaux propres diminuent de 67 € et la dette financière augmente de 50 € en raison des intérêts capitalisés (PIK). Le bilan est équilibré.

Question 6

Une entreprise peut générer des revenus opérationnels et afficher un EBITDA positif tout en se trouvant en situation de défaillance si elle ne parvient pas à maintenir une trésorerie suffisante ou à honorer ses engagements financiers. Plusieurs raisons peuvent être envisagées :

- Dépenses d'investissement trop élevées : Si l'activité de l'entreprise a des dépenses d'investissements importantes pour rester compétitive ou maintenir sa croissance, cela peut éroder sa trésorerie au fil du temps. Ces dépenses d'investissements ou capex ne sont pas prises en compte dans l'EBITDA mais sont financées par la trésorerie disponible, ce qui peut créer des tensions de liquidité si les flux de trésorerie ne sont pas suffisants pour les couvrir ;
- Endettement financier excessif : L'entreprise a peut-être eu recours de manière excessive à l'endettement pour financer son développement. Si la dette financière est importante, les charges d'intérêts et le remboursement de la dette peuvent consommer une partie de la trésorerie générée. Même avec un EBITDA positif, l'entreprise peut ainsi être en défaut de paiement si elle ne parvient plus à honorer les échéances de sa dette ;
- Dépenses exceptionnelles : Des événements exceptionnels peuvent également avoir un impact négatif important sur la trésorerie. La crise du Covid-19 a mis en difficulté de nombreuses entreprises, notamment les domaines skiables ou parcs de loisir. A titre d'exemple, la Compagnie des Alpes a subi, lors du Covid-19, une baisse significative de son chiffre d'affaires, tout en continuant à supporter des coûts fixes élevés (électricité, chauffage, entretien). L'entreprise a donc dû recourir à une augmentation de capital importante (231 millions d'euros en 2021) pour maintenir une trésorerie suffisante.

Question 7

Sur le plan général, une entreprise avec un BFR négatif n'est pas nécessairement plus performante qu'une entreprise avec un BFR positif. La performance d'une entreprise s'évalue avant tout par sa capacité à transformer son EBITDA en free cash-flow (taux de transformation). Un BFR négatif peut constituer un atout en facilitant la trésorerie à court terme, mais la performance durable repose sur la maîtrise de ce taux de transformation. À noter qu'un BFR positif, bien géré, peut également contribuer à cette performance en stabilisant les flux de trésorerie.

Dans un même secteur, des différences de niveaux de BFR peuvent être un indicateur d'efficacité opérationnelle. Une entreprise peut réduire son BFR de manière structurelle en :

- Maintenant des dettes fournisseurs élevées, ce qui suppose un fort pouvoir de négociation et traduit souvent une position favorable vis à vis d'eux
- Gardant des créances clients faibles, c'est-à-dire en étant capable de se faire payer rapidement, réduisant ainsi le délai de recouvrement
- Optimisant ses niveaux de stock, grâce à un processus de production efficace et à une rotation rapide des stocks

Question 8

L'allongement du délai de paiement des fournisseurs, de 40 à 50 jours, constitue une source de financement pour l'entreprise. En repoussant le moment où elle règle ses dettes fournisseurs, l'entreprise bénéficie du crédit inter-entreprise. Ce mécanisme permet à l'entreprise d'utiliser les fonds non encore versés à ses fournisseurs comme une forme de financement à court terme.

Question 9

La différence entre une charge d'exploitation et une dépense d'investissement réside principalement dans la durée d'utilisation de l'actif ou du service concerné, ainsi que dans son impact sur les états financiers :

- Charges d'exploitation : Une dépense est considérée comme une charge d'exploitation lorsqu'elle correspond à un bien ou service consommé dans le cadre des opérations courantes de l'entreprise, sans effet durable au-delà de l'exercice comptable. Ces charges, comme les salaires ou l'achat de matières premières, sont nécessaires au fonctionnement quotidien de l'entreprise. Elles sont directement enregistrées au compte de résultat de l'exercice en cours, ce qui réduit immédiatement le résultat net.
- Dépenses d'investissement : Une dépense est considérée comme une dépense d'investissement lorsqu'elle concerne un actif destiné à générer des bénéfices économiques pour l'entreprise sur une période de plus d'un an (ex. usine, machine, systèmes informatiques). Ces dépenses sont comptabilisées au bilan en tant qu'immobilisations et ne sont pas entièrement imputées au compte de résultat dans l'année où elles sont engagées. Elles sont amorties sur leur durée de vie estimée, ce qui permet de répartir leur coût sur plusieurs exercices comptables, optimisant ainsi le compte de résultat.
- Cas particulier des dépenses comme la R&D ou les logiciels : Certaines dépenses, comme les frais de recherche et développement ou les investissements dans des logiciels, brouillent la distinction classique entre charges et investissements. Par exemple :
 - La recherche pure est généralement comptabilisée en charges, car son issue est incertaine et elle ne crée pas immédiatement un actif identifiable
 - En revanche, la R&D aboutissant à des résultats commercialisables ou le développement de logiciels peut être activée en immobilisations incorporelles et amortie sur sa durée d'utilisation prévue. Cette pratique optimise le compte de résultat en étalant certains coûts sur plusieurs exercices

Ainsi, bien que la distinction soit conceptuellement claire, les entreprises disposent d'une certaine marge d'appréciation en fonction de la nature et de l'objectif des dépenses.

Question 10

On choisit les comparables d'une même industrie, selon des critères géographiques, de taille, et dont les indicateurs financiers sont comparables (croissance, rentabilité, structure financière). Pour les transactions comparables, on analyse aussi le temps car il faut des transactions dans le même cycle économique, le type d'acquéreur (stratégique vs financier) et le pourcentage acquis (minoritaire vs majoritaire).

Question 11

On sélectionne d'abord nos sociétés et nos transactions comparables. On calcule ensuite différents multiples de valeur d'entreprise comme le multiple d'EV/EBITDA et de valeur des capitaux propres

comme le P/E ratio. On trouve l'information sur les agrégateurs de données tels que Bloomberg ou Factset pour ce qui est des informations de sociétés cotées et dans les presses ou bien sur le site des entreprises pour les sociétés non cotées. Enfin on calcule les multiples moyens et médians on les applique aux agrégats financiers appropriés.

Question 12

Conceptuellement, le multiple EV/EBIT est préférable lorsque l'on souhaite obtenir une vision plus précise de la performance opérationnelle de l'entreprise. L'EBIT prend en compte les amortissements et dépréciations, ce qui reflète l'intensité capitalistique de l'entreprise. Cela est particulièrement pertinent dans le secteur industriel ou manufacturier et peut avoir un impact significatif sur les résultats. Cependant, l'EBIT peut être affecté par des jeux d'écritures comptables (par exemple, des provisions ou des impairments), qui peuvent réduire sa lisibilité.

Pratiquement, le multiple EV/EBITDA est largement utilisé par les analystes, notamment pour les comparaisons sectorielles. L'EBITDA normalise les différences d'intensité capitalistique entre entreprises en éliminant l'impact des amortissements, dépréciations, intérêts et impôts. Il est donc un outil pratique pour comparer la marge d'exploitation dans un secteur donné, en neutralisant les effets de la structure de financement et des politiques d'investissement.

En réalité, l'analyse de ces deux multiples est complémentaire : comprendre les écarts entre les deux multiples est essentiel pour évaluer une entreprise.

Question 13

Il faut tout d'abord déterminer la valeur du marché de la brosse à dent, puis la typologie de clients, le prix qui serait envisagé pour ce modèle inusable et la marge correspondante, les modalités de distribution (au regard de celles existantes) et leurs impacts financiers... Bref, on veut voir comment vous raisonnez à haute voix !

Question 14

Pour évaluer une société foncière, plusieurs multiples peuvent être utilisés, mais certains sont particulièrement adaptés en raison des spécificités de ces entreprises, dont l'essentiel de la valeur réside dans leur patrimoine immobilier. Les multiples les plus pertinents sont le Price to NAV (net asset value ou ANR, actif net réévalué en français), le Price to Book et dans une moindre mesure l'EV/EBITDA :

- le multiple P/NAV (ou cours sur actif net réévalué) est souvent le multiple le plus approprié pour évaluer une foncière. L'ANR représente la valeur de marché des actifs immobiliers détenus par la société, en retranchant la dette nette de la société. Ce multiple compare ainsi la capitalisation boursière de la société avec la valeur de marché de son patrimoine immobilier diminuée de la dette nette de la société ;
- le multiple P/B est également pertinent, bien qu'il soit un peu moins précis que P/NAV. Ce ratio met en relation la capitalisation boursière de la société avec la valeur nette comptable de ses actifs de ses actifs au bilan, sans réévaluation à la valeur de marché.

Question 15

Dans le cas d'un programme d'investissement important sur les deux prochaines années qui devrait fortement influencer les résultats futurs de l'entreprise, la méthode DCF apparaît comme la méthode d'évaluation la plus appropriée.

Le DCF est particulièrement bien adapté lorsque des investissements futurs significatifs sont prévus, car il repose sur les flux de trésorerie prévisionnels de l'entreprise actualisés. En projetant les flux de trésorerie futurs et en tenant compte des dépenses d'investissement nécessaires pour générer cette croissance, le DCF permet d'obtenir une évaluation plus précise de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Question 16

Lors d'une acquisition, on doit raisonner en termes de valeur d'entreprise, car l'acquéreur devra rembourser la dette qui figure au passif de la société. Cela dit, le prix payé par l'acquéreur correspond à la valeur des capitaux propres, après déduction de cette dette.

Question 17

A flux normatif constant et toute chose étant égale par ailleurs, l'impact principal sera sur la valeur terminale à travers la formule flux normatif / (WACC-g) :

- La valeur terminale sans modification : $1/(10\%-3\%) = 14,29$;
- Avec modification de la croissance : $1/(10\%-1\%) = 11,11$;
- Avec modification du WACC : $1/(9\%-3\%) = 16,67$;

L'impact le plus important sera donc une réduction de la croissance à 1 %.

Question 18

Le DCF ne prend pas en compte directement les flux de financement dans le calcul du Free Cash Flow to Firm (FCFF). Le choix du WACC, utilisé pour actualiser ces flux, reflète la structure financière cible de l'entreprise. Cependant, une pondération moyenne du coût des capitaux propres et de la dette peut ne pas représenter fidèlement le risque à un moment donné, surtout dans des situations où la structure financière évolue significativement.

Dans ce cas, il peut être plus approprié d'utiliser le Free Cash Flow to Equity (FCFE), qui tient explicitement compte du paiement des intérêts, du remboursement de la dette et des économies d'impôt afférentes. Cela permet de mieux quantifier la valeur de l'impact des variations du levier financier sur la période et d'avoir une évaluation plus précise dans un contexte de changement de structure de financement.

Question 19

Un bêta supérieur à 1 indique que l'actif est plus volatile que le marché, tandis qu'un bêta inférieur à 1 signifie une moindre sensibilité aux fluctuations du marché.

Estimation des bêtas pour chaque entreprise :

- Entreprise de produits d'hygiène : Elle a probablement un bêta inférieur à 1, car les produits d'hygiène sont peu sensibles aux cycles économiques et bénéficient d'une demande stable, même en période de ralentissement économique (biens de première nécessité) ;
- Constructeur automobile : Cette activité a typiquement un bêta égal voire supérieur à 1, car le secteur automobile est cyclique et fortement dépendant des conditions économiques, avec une demande qui fluctue en fonction de la conjoncture et de la consommation des ménages ;
- Compagnie aérienne : Elle a probablement un bêta supérieur à 1, car elle est fortement sensible à la conjoncture économique. La demande pour les voyages d'affaires et de loisirs augmente en période de croissance économique, mais chute rapidement en cas de ralentissement. En outre, sa forte intensité capitalistique et sa dépendance à des coûts volatils, comme le carburant et le dollar, amplifie cette sensibilité. Par ailleurs, des facteurs externes tels que les guerres, le terrorisme ou les pandémies peuvent impacter sévèrement son activité, renforçant sa volatilité par rapport au marché global.

Question 20

En théorie oui ! Mais en pratique la valeur boursière peut être supérieure ou inférieure à la valeur intrinsèque de l'entreprise en raison des problèmes de liquidité, de cycles boursiers, d'asymétrie d'information.

Question 21

L'entreprise réalisant 20% de son chiffre d'affaires au Brésil est susceptible d'avoir un WACC plus élevé. En effet, ses opérations au Brésil l'exposent à des risques spécifiques, tels que la volatilité économique, politique et monétaire du pays. Ces risques augmentent le coût des capitaux propres, car les investisseurs exigeront une prime de risque supplémentaire pour compenser l'incertitude liée au marché brésilien, au regard de la quote-part des activités du groupe.

Question 22

Question piège ! Selon la théorie financière des marchés en équilibre elles auront le même WACC (M&M I) mais à l'effet fiscal près (M&M II), puisque la dette existante génère des économies d'impôt pour l'entreprise endettée.

Question 23

La méthode donnant la plus petite valeur est celle de l'actif nette réévaluée car celle-ci porte une approche comptable de la valorisation. La seconde plus petite valorisation est la méthode LBO, la recherche de rentabilité des fonds minimise la valeur à l'entrée que ceux-ci sont prêts à payer. Les paramètres pris en comptes entraînent généralement une valorisation basse. En ce qui concerne les multiples, il est admis que les comparables boursiers donnent une valorisation plus basse que les transactions précédentes car ces dernières prennent en compte une prime de contrôle. Enfin, il n'y a pas de règle pour le DCF, les hypothèses peuvent entraîner une valorisation plus basse ou plus haute que celle obtenue par les méthodes des comparables.

Question 24

Au lendemain de l'augmentation de capital de 100 millions d'euros, la valeur des capitaux propres de l'entreprise augmente du même montant, car il y a eu une augmentation des capitaux propres

disponibles pour les actionnaires. Cependant, cette augmentation de capital n'a pas d'impact immédiat sur la valeur d'entreprise. En effet, l'augmentation de 100 millions d'euros de la valeur des capitaux propres se traduit par une augmentation de la trésorerie du même montant, ce qui maintient la valeur d'entreprise constante. Cela dit, les nouveaux fonds vont servir à financer des investissements qui créeront de la valeur pour l'entreprise.

L'augmentation de la dette de 100 millions d'euros n'a pas d'impact direct sur la valeur des capitaux propres de l'entreprise le lendemain. De même, cette augmentation de dette n'a pas d'impact sur la valeur d'entreprise le lendemain. En effet, la hausse de 100 millions d'euros de la dette est se traduit par une augmentation équivalente de la trésorerie, ainsi la valeur d'entreprise reste constante. Cela dit, encore une fois, les nouveaux fonds vont servir à financer des investissements qui créeront de la valeur pour l'entreprise.

Le versement d'un dividende de 100 millions d'euros réduit directement la valeur des capitaux propres. Cependant, ce versement de dividende n'a pas d'impact sur la valeur d'entreprise : la diminution de 100 millions d'euros de la trésorerie se traduit par une baisse équivalente des capitaux propres, maintenant ainsi la valeur d'entreprise constante. L'entreprise est plus risquée à l'issue du versement de ce dividende.

Question 25

De façon générale, la valeur diluée des capitaux propres ne devrait généralement pas dépasser 10 % de la valeur non diluée. Un écart de 15 % est extrêmement significatif et justifie une vérification des calculs. Une telle différence peut indiquer soit une erreur dans la modélisation, soit la présence d'instruments dilutifs émis à des conditions extrêmement attractives (par exemple, des stock-options ou des BSA avec un prix d'exercice très bas), ce qui entraînerait une dilution significative pour les actionnaires existants.

Question 26

L'écart d'acquisition est un actif incorporel inscrit au bilan, créé lors d'une acquisition. Il représente la différence entre le prix payé par l'acquéreur et la juste valeur des actifs et passifs acquis.

L'écart d'acquisition peut refléter plusieurs aspects immatériels de l'entreprise acquise, tels que :

- Sa notoriété ;
- Ses relations avec les clients, employés et fournisseurs ;
- Ses brevets et technologies.

Les normes comptables imposent des tests de dépréciation annuels pour évaluer si la valeur du goodwill reste justifiée dans le temps. Si les actifs acquis génèrent moins de valeur que prévu, une dépréciation de l'écart d'acquisition doit être enregistrée dans les comptes de l'acquéreur, ce qui réduit la valeur de son bilan.

Question 27

Voir p... de la 7ème édition du livre Fusions, Acquisitions !

Question 28

Pour déterminer la valeur diluée des capitaux propres, on utilise ici la méthode de rachat d'actions (ou *Treasury Stock Method* en français). L'entreprise dispose de 100 actions en circulation, évaluées à 10 € chacune, soit une valeur des capitaux propres de 1 000 €. Si les 10 options en circulation, ayant un prix d'exercice de 5 €, sont exercées, elles généreront un apport de trésorerie de 50 €. Avec cette trésorerie, l'entreprise peut racheter 5 actions au prix de 10 €. Après le rachat, seules 5 nouvelles actions s'ajoutent aux 100 actions initiales, portant le nombre total d'actions diluées à 105. La valeur diluée des capitaux propres est donc de 1 050 €.

On peut également calculer cette dilution par la méthode de placement de fonds, qui consiste à ajouter la trésorerie issue de l'exercice des options à la valeur des capitaux propres avant dilution pour obtenir la valeur diluée.

Question 29

La société A acquiert 100% de la société B pour un montant de 50 €.

La valeur des capitaux propres de l'entité combinée est de 150 € (Valeur des capitaux propres de A + Valeur des actions émises pour acheter B = 100 + 50).

La dette nette en fin d'année n correspond à la somme des dettes nettes de A et de B soit 90 €.

La valeur d'entreprise de l'entité combinée en fin d'année n est donc de 240 € (150 + 90).

Question 30

Dans un premier temps, on constate que le Price Earnings Ratio (PER) de la société B est plus élevé que celui de la société A (1,5 pour B contre 1 pour A). L'opération est donc dilutive pour les actions de A.

Avant l'acquisition, la société A a un résultat net de 20 millions d'euros et 20 millions d'actions en circulation. Son BPA est donc de 1 € par action (20/20).

La société B a une valeur de marché de 15 millions d'euros (10*1,5). Pour payer cette acquisition 100% en actions, la société A devra émettre de nouvelles actions d'une valeur totale de 15 millions d'euros. Avec un prix de 1 € par action pour A, cela signifie qu'elle émettra 15 millions de nouvelles actions (15/1).

Après l'acquisition, le nombre total d'actions en circulation pour A sera de 35 millions (20+15). Le résultat net combiné de la nouvelle entité est de 30 millions d'euros (20+10). Donc le BPA de la nouvelle entité est d'environ 0,86 € par action.

Le BPA n'est pas un indicateur de création de valeur ! La société A pourrait vouloir tout de même acquérir la société B pour plusieurs raisons stratégiques :

- Synergies potentielles : A pourrait espérer des synergies avec B, qui augmenteraient les bénéfices futurs et rendraient l'acquisition profitable à long terme ;
- Diversification ou expansion : L'acquisition peut permettre à A de diversifier ses activités, d'augmenter sa part de marché ou de pénétrer de nouveaux segments de clientèle pour augmenter son chiffre d'affaires ;

- Croissance future : Si B a un fort potentiel de croissance, l'acquisition peut être une opportunité pour A de bénéficier de cette croissance, ce qui pourrait augmenter le BPA à terme.

Question 31

Voir p... de la 7ème édition du livre Fusions, Acquisitions !

Question 32

La réponse est au niveau des *Free Cash Flow to Firm* et le niveau de risque souhaité par l'investisseur, car si la contrepartie de l'augmentation de 20% de l'EBITDA est une politique d'investissements soutenus et une variation de BFR importante (causes de l'augmentation de la dette nette), il faut comprendre pourquoi la croissance de l'entreprise consomme autant de cash et comment elle va continuer à se financer. De l'autre côté moins de croissance et donc plus de *Free Cash Flow to Firm* mais moins de création de valeur et moins de risque !

Question 33

L'EBITDA de l'entité combinée avant prise en compte des synergies s'élève à 400 €.

Ensuite, il faut intégrer les synergies attendues. Les synergies de revenus de 20 € résultant de ventes supplémentaires doivent être ajustées selon la marge brute de l'entité combinée, estimée à 60%, car ces revenus additionnels entraînent également une augmentation des coûts variables. L'impact net sur l'EBITDA est donc de +12 € ($20 \times 0,6$).

Les synergies de coûts, en revanche, se traduisent par une réduction directe des charges. Elles peuvent donc être prises en compte intégralement, à hauteur de 20 €.

L'EBITDA pro forma de l'entité s'élève donc à 432 € ($400 + 12 + 20$).

Question 34

L'absence de synergies de coûts et de revenus après une acquisition peut s'expliquer par plusieurs facteurs :

- Coûts d'intégration : La mise en place des synergies (réorganisation, alignement des systèmes, formation, etc.) engendre souvent des coûts initiaux élevés qui n'ont pas encore été compensés par les gains attendus ;
- Complexité opérationnelle : Des différences culturelles ou des processus internes incompatibles entre les deux entreprises peuvent ralentir la réalisation des synergies, en particulier si l'intégration est plus complexe que prévu ;
- Délais dans les synergies de revenus : Les synergies de revenus, comme l'augmentation des ventes croisées ou l'accès à de nouveaux marchés, mettent généralement plus de temps à se concrétiser que les synergies de coûts ;
- Hypothèses trop optimistes : Le modèle d'acquisition peut avoir été basé sur des projections de synergies ambitieuses, créant un écart entre les attentes et les résultats réels.

Question 35

Si l'opération est 100% financé par du cash alors :

- Opération relative si $\frac{1}{P/E}$ cible > coût de la dette
- Opération dilutive si $\frac{1}{P/E}$ cible < coût de la dette

Si l'opération est 100% financé par des titres alors :

- Opération relative si (P/E) acheteur > (P/E) cible
- Opération dilutive : (P/E) acheteur < (P/E) cible

Question 36

Voir p... de la 7ème édition du livre Fusions, Acquisitions !

Question 37

Plusieurs remarques doivent composer notre argument :

- Les fonds de private equity disposent de liquidités importantes avec une contrainte de déploiement rapide (pour maximiser le TRI). Ils peuvent financer leurs acquisitions grâce à des montages de dette à effet de levier, qui leur permettent de faire des offres compétitives. Par ailleurs, les fonds peuvent proposer à la direction des *management packages* et *incentives*, rendant leur proposition d'autant plus attractive ;
- Les industriels se montrent plus hésitants dans un environnement de liquidité abondante, car ils considèrent les prix trop hauts. Leur appétit pour le risque reste plus faible que les fonds de *private equity*. Enfin, l'intégration de cibles par les industriels comprend des barrières légales et administratives (autorité de la concurrence, lois antitrusts, etc.). Cependant, les industriels disposent d'une approche différente de celle des fonds, et bénéficient de synergies lors de l'intégration des cibles, et d'une connaissance plus fine du secteur et de la cible.

En définitive, si les synergies opérationnelles (réduction des coûts, complémentarités stratégiques, économies d'échelle) sont plus importantes que les avantages financiers liés au levier de la dette, un acquéreur industriel sera enclin à proposer l'offre la plus compétitive. À l'inverse, si le levier financier joue un rôle clé dans la maximisation de la rentabilité, les fonds d'investissement auront un avantage, notamment dans des marchés de financement liquides.

Question 38

Dans un montage LBO, les prêteurs de dette d'acquisition (les banques ou autres institutions financières) souhaitent avoir la priorité en cas de défaillance de la société cible. Lorsqu'une entreprise fait faillite, les créanciers ayant une dette senior sur la société opérationnelle sont remboursés en premier, après les obligations fiscales et sociales (État et salariés). Si la dette existante dans la cible n'est pas refinancée, les créanciers initiaux pourraient conserver cette priorité et être remboursés avant les nouveaux prêteurs.

C'est pourquoi, lors de la structuration d'un LBO, les banquiers exigent que la dette existante de la cible soit intégralement refinancée. Cela leur permet d'obtenir une position de priorité sur les flux de trésorerie opérationnels de la société, en s'assurant que personne ne passe avant eux dans la hiérarchie de remboursement en cas de défaillance. Les nouveaux prêteurs insistent également pour prêter directement à la société opérationnelle afin de garantir un accès direct aux flux de trésorerie, y compris ceux nécessaires au financement du BFR, maximisant ainsi leurs chances de recouvrer leur créance en cas de difficulté financière de la cible.

Question 39

Dans une opération de LBO, l'objectif est de faire remonter le maximum de trésorerie de la société acquise vers la société holding, afin de rembourser les intérêts et le capital de la dette contractée pour l'acquisition.

Pour pouvoir librement disposer de la trésorerie de la société acquise, il est idéal que la société mère détienne 100 % du capital. En effet, la présence d'actionnaires minoritaires limite cette flexibilité, car ils détiennent des droits sur une part des bénéfices distribuables.

De même, la présence d'actionnaires minoritaires dans les filiales peut empêcher la société de constituer un groupe d'intégration fiscale, si elle ne détient pas 95% du capital de ces filiales. Sans ce groupe, la société mère ne peut pas déduire des profits de ses filiales les frais financiers liés à sa dette.

Question 40

Le versement d'un dividende exceptionnel dans le premier cas augmente le TRI du fonds. En effet, le TRI mesure le rendement global d'un investissement en fonction des flux de trésorerie reçus au cours de la période de détention. Dans le premier cas, le dividende versé au fonds pendant la période de détention représente un flux intermédiaire positif, qui améliore le TRI, car il permet au fonds de récupérer une partie de son investissement plus tôt.

Dans le second cas, où aucun dividende n'est distribué, le TRI est uniquement basé sur le prix de vente final, ce qui rend le rendement plus dépendant de l'évaluation finale de l'entreprise.

Question 41

Voir p... de la 7ème édition du livre Fusions, Acquisitions !

Question 42

Récupérer simplement sa mise initiale lors de la revente d'une entreprise en LBO n'est pas nécessairement un mauvais deal.

Dans le cadre d'un LBO, le rendement du fonds ne provient pas uniquement de la plus-value réalisée à la revente ; il peut aussi être généré par d'autres moyens, comme une distribution de dividende pendant la période de détention.

Question 43

Voir p... de la 7ème édition du livre Fusions, Acquisitions !

Question 44

La vie est dure : je suis actionnaire minoritaire d'une société contrôlée et non cotée. Je n'ai pas de pacte et d'accès à la liquidité ! Je vais devoir utiliser ma capacité de nuisance auprès du majoritaire pour qu'il me rachète : en utilisant pleinement les pouvoirs légaux d'un actionnaire (demandes d'expertise, litiges...) et en mettant en vente ma participation notamment auprès de concurrents de l'entreprise ou des fonds activistes pour inciter le majoritaire à me sortir plutôt que d'avoir un actionnaire non désiré.

Question 45

J'attends de faire le chapitre lié pour revenir sur cette question.

Question 46

Vendeur bien sûr car les commissions sont en théorie plus sûres si l'actionnaire est bien décidé à vendre. Cela dit, rien ne vous interdit de m'appeler si vous avez un mandat acheteur à me proposer !