

# DSCG 2

## Finance

**Applications et cas corrigés**

4<sup>e</sup> ÉDITION

**Sous la direction d'Alain Burlaud**

Annaïck Guyvarc'h

Arnaud Thauvron

Les applications des chapitres mentionnées ci-dessous font l'objet d'un corrigé sous Excel à télécharger sur [www.expertisecomptable-foucher.com](http://www.expertisecomptable-foucher.com) :

chapitre 2 : 1-2-3-4-6-7

chapitre 3 : 1-3-4

chapitre 4 : 5-6-7

chapitre 5 : 2-3-4-5-6-7-8-9-10-11-12-15

chapitre 6 : 2-3-5

chapitre 9 : 3-4

chapitre 10 : 3-4-5-6-7-8-9-10

chapitre 11 : 5

chapitre 12 : 1

chapitre 13 : 4-5-6-7-8



*« Le photocopillage, c'est l'usage abusif et collectif de la photocopie sans autorisation des auteurs et des éditeurs.*

*Largement répandu dans les établissements d'enseignement, le photocopillage menace l'avenir du livre, car il met en danger son équilibre économique. Il prive les auteurs d'une juste rémunération.*

*En dehors de l'usage privé du copiste, toute reproduction totale ou partielle de cet ouvrage est interdite. »*

ISBN 978-2-216-11853-3

Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle, par quelque procédé que ce soit, des pages publiées dans le présent ouvrage, faite sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français du Droit de copie (20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris), est illicite et constitue une contrefaçon. Seules sont autorisées, d'une part, les reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective, et, d'autre part, les analyses et courtes citations justifiées par le caractère scientifique ou d'information de l'œuvre dans laquelle elles sont incorporées (loi du 1<sup>er</sup> juillet 1992 - art. 40 et 41 et Code pénal - art. 425).



# Sommaire

<b>Chapitre 1</b> • La valeur, le temps et l'information .....	<b>5</b>
<b>Chapitre 2</b> • La valeur et le risque .....	<b>15</b>
<b>Chapitre 3</b> • La valeur et les titres financiers .....	<b>29</b>
<b>Chapitre 4</b> • Le coût du capital .....	<b>45</b>
<b>Chapitre 5</b> • La politique d'investissement .....	<b>55</b>
<b>Chapitre 6</b> • La politique de financement .....	<b>83</b>
<b>Chapitre 7</b> • La politique de dividende .....	<b>93</b>
<b>Chapitre 8</b> • La gestion de trésorerie .....	<b>99</b>
<b>Chapitre 9</b> • L'analyse financière des comptes consolidés ....	<b>119</b>
<b>Chapitre 10</b> • L'évaluation d'entreprise .....	<b>133</b>
<b>Chapitre 11</b> • Les approches récentes d'analyse .....	<b>153</b>
<b>Chapitre 12</b> • Les défaillances d'entreprise .....	<b>163</b>
<b>Chapitre 13</b> • Les fusions-acquisitions .....	<b>167</b>
<b>Chapitre 14</b> • Les opérations de restructuration .....	<b>183</b>



# L'analyse financière des comptes consolidés

**EXERCICE 09.01 \*****Thème : Rentabilité économique, inducteurs de rentabilité**

Le bénéfice net de la société BACHE est de 25 M€ pour un chiffre d'affaires de 90 M€ en N. Son compte de résultat fait également ressortir un résultat d'exploitation de 42 M€ et des intérêts sur emprunts de 9 M€. Ses capitaux propres sont de 150 M€ et ses dettes financières de 70 M€. Le taux de l'impôt sur les bénéfices est de 33 ⅓ %.

**Travail à faire**

1. Quelle est sa rentabilité économique (proposer deux modalités de calcul) ?
2. Décomposer cette rentabilité économique en deux inducteurs.

**CORRIGÉ 09.01****1. Rentabilité économique**

La rentabilité économique ( $K_a$ ) mesure la rémunération que vont avoir à se partager les différents apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers financiers) et s'estime en faisant le rapport entre le résultat économique après impôt et l'actif économique, soit :

$$K_a = \frac{\text{Résultat économique après impôt}}{\text{Actif économique}}$$

L'actif économique (AE) est égal à :

$$AE = \text{Capitaux propres} + \text{Dettes financières}$$

Dans le cas présent, le résultat économique (RE) peut s'estimer de deux façons, selon que l'on intègre ou non les éléments exceptionnels (avec T le taux de l'impôt sur les bénéfices).

Approche 1 : Non prise en compte des éléments exceptionnels :

$$RE = \text{Résultat d'exploitation} \times (1 - T)$$

Approche 2 : Prise en compte des éléments exceptionnels :

$$RE = \text{Résultat net} + \text{Intérêts sur emprunts} \times (1 - T)$$

L'approche 1 suppose que le résultat d'exploitation est imposé au taux T. L'approche 2 part du résultat net, donc après déduction de l'impôt réel, et réintègre les intérêts d'emprunts nets d'impôt car ils permettent une réduction de la base imposable.

La seconde approche est souvent plus pertinente dans le cas d'un groupe ayant des filiales imposées dans des pays étrangers car il ne suppose pas que le résultat d'exploitation des différentes filiales soit imposé au même taux, T. La seule hypothèse qui est faite est que la dette du groupe est située dans le pays de la société mère, et permet donc une diminution de l'impôt égale à : charges d'intérêt  $\times$  T.

**Application aux données de la société :**

Actif économique = 150 + 70 = 220 M€

Résultat économique (approche 1) : 42  $\times$  (1 - 1/3) = 28 M€

Résultat économique (approche 2) : 25 + 9  $\times$  (1 - 1/3) = 31 M€

Rentabilité économique (approche 1) : 28/220 = 12,73 %

Rentabilité économique (approche 2) : 31/220 = 14,09 %

## 2. Décomposition de la rentabilité économique

La rentabilité économique peut se décomposer en deux inducteurs :

$$K_a = \text{Taux de marge} \times \text{Taux de rotation de l'actif économique}$$

$$K_a = \frac{\text{Résultat économique}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif économique}}$$

	Rentabilité économique	Taux de marge opérationnelle	Taux de rotation
Approche 1	28/220	28/90	90/220
	12,73 %	31,11 %	0,41
Approche 2	31/220	31/90	90/220
	14,09 %	34,44 %	0,41

### EXERCICE 09.02 \*\*

#### Thème : Rentabilité des capitaux propres, inducteurs de rentabilité

Le bénéfice net de la société Morales est de 4 M€ pour un chiffre d'affaires de 11 M€ en N. Son compte de résultat fait également ressortir un résultat courant de 5 M€ et des intérêts sur emprunts de 900 K€. Ses capitaux propres sont de 18 M€ et ses dettes financières de 8 M€. Le taux de l'impôt sur les bénéfices est de 33 ⅓ %.

#### Travail à faire

1. Quelle est sa rentabilité des capitaux propres (proposer deux modalités de calcul) ?
2. Décomposer cette rentabilité des capitaux propres.

### CORRIGÉ 09.02

#### 1. Rentabilité des capitaux propres

La rentabilité des capitaux propres ( $K_c$ ) mesure la rémunération des actionnaires et s'estime en faisant le rapport entre le résultat revenant aux actionnaires et les fonds qu'ils ont mis à disposition de la société, soit :

$$K_c = \frac{\text{Résultat net ou Résultat courant après impôt}}{\text{Capitaux propres}}$$

Le fait de retenir comme point de départ le résultat courant impose de déduire un impôt normatif (au taux de 33 ⅓ %). Or, si la société dispose de filiales implantées à l'étranger, cette hypothèse n'est pas pertinente.

$$K_c = \frac{4}{18} = 22,22 \% \text{ ou } K_c = \frac{5 \times (1 - 1/3)}{18} = 18,52 \%$$

#### 2. Décomposition de la rentabilité des capitaux propres

La rentabilité des capitaux propres peut se décomposer de deux façons :

- Sur la base de la relation de l'effet de levier ;
- Sur la base du modèle DuPont.

Décomposition sur la base de la relation de l'effet de levier :

$$K_c = K_a + (K_a - K_d) \times \frac{DF}{CP}$$

Rentabilité économique :  $K_a = (4 + 0,9 \times 2/3)/(18 + 8) = 17,69 \%$

Coût apparent net de la dette :  $K_d = [0,9 \times 2/3]/8 = 7,5 \%$

Levier financier :  $DF/CP = 8/18 = 44,44 \%$

$K_c = 17,69 \% + (17,69 \% - 7,5 \%) \times 44,44 \% = 22,22 \%$

Décomposition sur la base du modèle DuPont :

$$K_c = \text{Profitabilité} \times \text{Activité} \times \text{Autonomie}$$

$$K_c = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Chiffre d'affaires}} \times \frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Actif économique}} \times \frac{\text{Actif économique}}{\text{Capitaux propres}}$$

$$K_c = \frac{4}{11} \times \frac{11}{18 + 8} \times \frac{18 + 8}{18} = 36,36 \% \times 0,423 \times 1,44 = 22,22 \%$$

## EXERCICE 09.03 \*\*

### Thème : Taux de marge

Sur la base de l'extrait ci-dessous des états financiers de L'Oréal, estimer les différents taux de marge.

(en M€)	2006	2005	2004
<b>Chiffre d'affaires</b>	15 790,1	14 532,5	13 641,3
Coût des ventes	- 4 569,1	- 4 347,3	- 4 101,1
<b>Marge brute</b>	<b>11 221,0</b>	<b>10 185,2</b>	<b>9 540,2</b>
Frais de recherche et développement	- 532,5	- 496,2	- 466,6
Frais publipromotionnels	- 4 783,0	- 4 367,2	- 4 176,9
Frais commerciaux et administratifs	- 3 309,4	- 3 009,3	- 2 844,3
<b>Résultat d'exploitation avant pertes et gains de change</b>	<b>2 596,1</b>	<b>2 312,5</b>	<b>2 052,4</b>
Pertes et gains de change	- 55,2	- 46,5	36,5
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>2 540,9</b>	<b>2 266,0</b>	<b>2 088,9</b>
Autres produits et charges (note 6)	- 60,8	9,3	- 126,2
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>2 480,1</b>	<b>2 275,3</b>	<b>1 962,7</b>
Coût de l'endettement financier net	- 115,9	- 63,8	- 43,1
Autres produits et charges financiers	- 3,6	- 3,3	- 3,9
Dividendes Sanofi-Aventis	217,4	171,6	145,9
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	- 1,2	- 0,7	- 1,2
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>2 576,8</b>	<b>2 379,1</b>	<b>2 060,4</b>
Impôts sur les résultats	- 514,7	- 405,9	- 618,6
<b>Résultat net</b>	<b>2 062,1</b>	<b>1 973,2</b>	<b>1 441,8</b>
- part du groupe	2 061,0	1 972,3	1 438,7
- part des minoritaires	1,1	0,9	3,1

Note 6	2006	2005	2004
Plus ou moins-values de cession d'actifs corporels et incorporels	8,5	11,5	- 62,7
Dépréciation des actifs corporels et incorporels	- 69,4		- 24,0
Coûts de restructuration	0,1	- 2,2	- 39,5
<b>Total</b>	<b>- 60,8</b>	<b>9,3</b>	<b>- 126,2</b>



**CORRIGÉ 09.03**

Un taux de marge se calcule en rapportant un résultat au montant des ventes qui en sont à l'origine. Par extension, le résultat peut comprendre les autres produits et charges, non liés aux ventes.

En matière de comptes consolidés, la difficulté vient du fait qu'il n'y a pas nécessairement identité entre les modalités de détermination du chiffre d'affaires et du résultat. Le chiffre d'affaires comprend 100 % du chiffre d'affaires des filiales consolidées par intégration globale (même si le pourcentage d'intérêts n'est que de z %), x % du chiffre d'affaires des filiales consolidées par intégration proportionnelles (x % étant le pourcentage d'intérêts du groupe dans la filiale) et 0 % du chiffre d'affaires des filiales consolidées par mise en équivalence (MEE). Cette structure du chiffre d'affaires doit impérativement se retrouver dans le résultat retenu pour le calcul du taux de marge, sous peine d'incohérence.

Or tous les niveaux de résultat ne respectent pas cette condition :

	Filiale en IG	Filiale en IP	Filiale MEE
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>100 %</b>	<b>x %</b>	<b>0 %</b>
Résultat opérationnel	100 %	x %	0 %
Résultat financier	100 %	x %	0 %
QP du résultat des sociétés MEE	0 %	0 %	y %
Impôts sur les résultats	100 %	x %	0 %
Résultat net	100 %	x %	y %
Résultat net Part du groupe	z %	x %	y %

Pour le calcul des taux de marge de L'Oréal, deux remarques s'imposent :

- Pour estimer un taux de marge nette, il faut supprimer du résultat net la quote-part du résultat des sociétés mises en équivalence (MEE), afin d'aboutir au résultat net de l'ensemble intégré ;
- Le résultat opérationnel intègre les « autres produits et charges ». Or la note 6 nous indique qu'il s'agit d'éléments exceptionnels, n'ayant pas de caractère récurrent. Il n'est donc pas pertinent d'en tenir compte dans le calcul d'un taux de marge.

	2006	2005	2004
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>15 790,1</b>	<b>14 532,5</b>	<b>13 641,3</b>
Marge brute	11 221,0	10 185,2	9 540,2
Résultat d'exploitation avant pertes et gains de change	2 596,1	2 312,5	2 052,4
Résultat d'exploitation	2 540,9	2 266,0	2 088,9
Résultat net	2 062,1	1 973,2	1 441,8
– Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	1,2	0,7	1,2
Résultat net des sociétés intégrées	2 063,3	1 973,9	1 443,0
Taux de marge brute (a)	71,1 %	70,1 %	69,9 %
Taux de marge d'exploitation (hors effets de change) (b)	16,4 %	15,9 %	15,0 %
Taux de marge d'exploitation (c)	16,1 %	15,6 %	15,3 %
Taux de marge nette (d)	13,1 %	13,6 %	10,6 %

[a] : marge brute/CA

[b] : Résultat d'exploitation avant pertes et gains de change/CA

[c] : Résultat d'exploitation/CA

[d] : Résultat net des sociétés intégrées/CA

**EXERCICE 09.04 \*\*\*****Thème : Rentabilité économique, rentabilité des capitaux propres, inducteurs de rentabilité**

À partir des données du groupe LVMH :

**Travail à faire**

1. Estimer le résultat économique du groupe, en tenant compte de son taux effectif d'imposition ;
2. Restructurer le bilan par grandes masses afin de faire ressortir un bilan économique ;
3. Calculer la rentabilité économique et la rentabilité des capitaux propres ;
4. Décomposer ces deux rentabilités en inducteurs.

**Comptes de résultat :**

(en M€)	2006	2005	2004
<b>Ventes</b>	15 306	13 910	12 481
Coût des ventes	- 5 481	- 5 001	- 4 373
<b>Marge brute</b>	9 825	8 909	8 108
Charges commerciales	- 5 364	- 4 892	- 4 512
Charges administratives	- 1 289	- 1 274	- 1 224
<b>Résultat opérationnel courant</b>	3 172	2 743	2 372
Autres produits et charges opérationnels	- 120	- 221	- 199
<b>Résultat opérationnel</b>	3 052	2 522	2 173
Coût de la dette financière nette	- 173	- 188	- 214
Autres produits et charges financiers	120	45	- 6
<b>Résultat financier</b>	- 53	- 143	- 220
Impôts sur les bénéfices	- 847	- 718	- 537
Part dans les résultats des sociétés mises en équivalence	8	7	- 14
<b>Résultat net</b>	<b>2 160</b>	<b>1 668</b>	<b>1 402</b>
- part des minoritaires	281	228	208
- <b>part du Groupe</b>	<b>1 879</b>	<b>1 440</b>	<b>1 194</b>

**Bilans :**

ACTIF (en M€)	2006	2005	2004
Marques et autres immobilisations incorporelles, nettes	8 227	8 530	7 838
Écarts d'acquisition, nets	4 537	4 479	4 048
Immobilisations corporelles, nettes	5 73	4 983	4 541
Participations mises en équivalence	126	128	115
Investissements financiers	504	451	718
Autres actifs non courants	658	660	628
Impôts différés	395	306	217
<b>Actifs non courants</b>	<b>19 620</b>	<b>19 537</b>	<b>18 105</b>
Stocks et en-cours	4 383	4 134	3 598
Créances clients et comptes rattachés	1 461	1 370	1 364
Impôts sur les résultats	512	317	113
Autres actifs courants	1 587	1 225	1 302
Trésorerie et équivalents	1 222	1 470	1 035
<b>Actifs courants</b>	<b>9 165</b>	<b>8 516</b>	<b>7 412</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>28 785</b>	<b>28 053</b>	<b>25 517</b>

PASSIF ET CAPITAUX PROPRES (en M€)	2006	2005	2004
Capital	147	147	147
Primes	1 736	1 736	1 736
Actions LVMH auto-détenues	- 1 019	- 972	- 1 006
Réserves de réévaluation	917	658	521
Autres réserves	7 062	6 158	5 390
Écarts de conversion	- 119	292	- 200
Résultat net	1 879	1 440	1 194
<b>Capitaux propres – part du Groupe</b>	<b>10 603</b>	<b>9 459</b>	<b>7 782</b>
Intérêts minoritaires	991	1 025	893
<b>Capitaux propres</b>	<b>11 594</b>	<b>10 484</b>	<b>8 675</b>
Dette financière à long terme	3 235	3 747	4 188
Provisions à plus d'un an	983	949	883
Impôts différés	2 862	2 925	2 458
Autres passifs non courants	3 755	3 357	3 237
<b>Passifs non courants</b>	<b>10 835</b>	<b>10 978</b>	<b>10 766</b>
Dette financière à court terme	2 100	2 642	2 529
Fournisseurs et comptes rattachés	1 899	1 732	1 581
Impôts sur les résultats	692	373	201
Provisions à moins d'un an	255	305	259
Autres passifs courants	1 410	1 539	1 506
<b>Passifs courants</b>	<b>6 356</b>	<b>6 591</b>	<b>6 076</b>
<b>Total du passif et des capitaux propres</b>	<b>28 785</b>	<b>28 053</b>	<b>25 517</b>

### Annexe : Détail des provisions

(en M€)	2006	2005	2004
Prov. pour retraites, frais médicaux et engagements assimilés	260	264	258
Provisions pour risques et charges	685	631	581
Provisions pour réorganisation	38	54	44
<b>Part à long terme</b>	<b>983</b>	<b>949</b>	<b>883</b>
Prov. pour retraites, frais médicaux et engagements assimilés	4	5	4
Provisions pour risques et charges	142	152	188
Provisions pour réorganisation	109	148	67
<b>Part à court terme</b>	<b>255</b>	<b>305</b>	<b>259</b>
<b>Total</b>	<b>1 238</b>	<b>1 254</b>	<b>1 142</b>

## CORRIGÉ 09.04

**1. Estimation du résultat économique après impôt**

Résultat économique après impôt = résultat économique avant impôt – impôt sur le résultat économique

Puisque le résultat économique représente la rémunération que vont avoir à se partager l'ensemble des apporteurs de fonds du groupe (actionnaires, intérêts minoritaires et créanciers financiers), ce résultat est calculé avant déduction du coût des dettes financières.

Dans le cas d'un groupe ayant une activité internationale, il n'est pas possible de retenir un taux d'imposition normatif (de 33 ⅓ % pour la France, par exemple) car les filiales implantées dans un pays étranger vont être imposées au taux du pays de localisation, et non au taux d'imposition de la maison mère. Dans le cas de LVMH, l'impôt qui figure au compte de résultat concerne toutes les filiales, et se rapporte aussi bien au résultat opérationnel qu'au résultat financier (NB : en IFRS, le résultat exceptionnel n'existe pas).

Afin d'estimer le montant de l'impôt qui se rapporte au seul résultat économique, il suffit de supprimer l'effet qu'à eu la dette sur l'impôt. Pour cela, il est généralement fait l'hypothèse que la dette est localisée dans le pays de la société mère, et donc qu'elle a permis de réduire l'impôt d'un montant égal au produit du coût de l'endettement par le taux de l'impôt :

	2006	2005	2004
Coût de la dette financière nette	- 173	- 188	- 214
Impôt sur le coût de la dette (33 ⅓ %)	- 58	- 63	- 71
Impôts sur les bénéfices	- 847	- 718	- 537
<b>Impôt sur le résultat économique</b>	<b>- 905</b>	<b>- 781</b>	<b>- 608</b>

Ainsi, en 2006, l'impôt dû par LVMH (847) tient compte du fait que la société est endettée, ce qui induit un coût de 173, et donc une économie d'impôt de  $173 \times 33 \frac{1}{3} \% = 58$ .

	2006	2005	2004
Résultat opérationnel	3 052	2 522	2 173
Autres produits et charges financiers	120	45	- 6
<b>Résultat économique avant impôt</b>	<b>3 172</b>	<b>2 567</b>	<b>2 167</b>
Impôt sur le résultat économique	- 905	- 781	- 608
<b>Résultat économique</b>	<b>2 267</b>	<b>1 786</b>	<b>1 559</b>

(Remarque : les autres produits et charges financiers ne concernent pas les dettes de l'entreprise. Il peut s'agir de gains ou pertes de changes ou des résultats de cession de placements financiers).

**2. Bilan économique restructuré**

Les différents postes du bilan consolidé peuvent être rattachés à des catégories spécifiques : actifs immobilisés (AI), actifs circulants (AC), actifs hors exploitation (AHE), trésorerie (TR), capitaux propres (CP), intérêts minoritaires (IM), dettes financières (DF), dettes circulantes (DC) et dettes hors exploitation (DHE).