

Corrigé Question de Cours

L'analyse de la rentabilité étant basé sur les flux de trésorerie, les règles comptables et fiscales n'ont d'effet que si elles ont un impact sur les flux. En général les règles comptables ne modifient pas les flux, mais affectent la valeur comptable. En effet, la prééminence du fond sur la forme et la juste valeur amènent à rejeter la notion de coût historique et lui substituer la valeur économique. C'est dans ce sens que des postes de bilan vont voir leur valeur aménagée, certaines charges vont être activées et des actifs loués vont être immobilisés. Même si tous aménagements touchent au bilan, ils sont de simples jeux comptables sans effet sur les flux.

En ce qui des règles fiscales, elles peuvent avoir un effet dans la mesure où elles affectent l'impôt dû soit en matière d'IS soit de TVA.

Plusieurs exemples peuvent être citées en matière d'IS:

- L'amortissement accéléré réduit l'IS des premières et augmente celui des dernières années. Son effet est inverse sur les flux de trésorerie d'exploitation
- Le report déficitaire permet de réaliser un gain d'impôt les années suivantes
- Le prix de cession peut générer une plus ou moins value de cession, auquel cas il y aura un effet fiscal qui modifie le flux de l'année de cession
- Les subventions amortissables ont aussi un effet fiscal qui touche les flux
- Pour la TVA, elle a un effet sur les flux dont la mesure où elle modifie le BFR qui est à évaluer en TTC (pour les composantes inscrites en TTC)

Corrigé Cas

Question 1 :

1. Rentabilité économique du projet : (1 point)

Taux d'actualisation = taux de rendement économique = taux de capitalisation de l'entreprise non endettée.

Pour l'entreprise Gamma, ce taux est égal au rapport du BAI/valeur de l'entreprise.

Valeur de l'entreprise = 50 000 x 30D = 1500 000 D.

Taux d'actualisation = 180 000 / 1500 000 = 12% avant IS, soit 8,4 % net d'IS.

Cash-flow d'exploitation = Bénéfice net + Amortissement

Bénéfice net = 60 000 x (1-0,30) = 42 000.

Amortissement = Investissement / 5 = 300 000 / 5 = 60 000.

Cash-flow = 42 000 + 60 000 = 102 000.

VAN = - 300 000 + 102 000 (1-(1,084)⁻⁵) / 0,084 = 102 999,79. → Projet économiquement rentable.

2. Le Financement par dettes est bénéfique en terme de BPA: (1 point)

Avant financement :

Bénéfice par action avant financement = Bénéfice net / Nombre d'actions = 180 000 (1-0,30) = 126 000 / 50 000 = 2,52 D.

Après financement :

- Par fonds propres :

Bénéfice par action après financement = Bénéfice net / Nombre d'actions = (180 000 + 60 000) x (1-0,30) / (50 000 + 10 000) = 168 000 / 60 000 = **2,800 D.**

- Par dettes :

Bénéfice par action après financement = Bénéfice net / Nombre d'actions = (180 000 + 60 000 - 0,06 x 300 000) (1-0,30) = 222 000 (1-0,3) / 50 000 = **3,108 D.**

→ Ainsi on voit que le financement par dettes procure un BPA de 3,108 D alors qu'un financement par FP ne procure qu'un BPA de 2,800 D. Le financement par dettes est donc plus avantageux aux actionnaires.

3. Le Financement par dettes est bénéfique en valeur de marché : (1 point)

Ici on doit raisonner par rapport au modèle de MM 1963.

Nouvelle valeur de l'entreprise dans l'hypothèse de financement par fonds propres :

$V_U = \text{BAII} (1-t) / \rho = 240\,000 (1-0,3) / 0,084 = 2\,000\,000 \text{ D.}$

Le recours à la dette doit augmenter la valeur de marché du montant de la dette et de l'avantage fiscal de la dette capitalisé à l'infini :

$V_L = V_U + T B = 2\,000\,000 + 0,3 \times 300\,000 = 2\,090\,000.$

Ainsi, la valeur des actions serait égale à : **$S_L = V_L - B = 2\,090\,000 - 300\,000 = 1\,790\,000 \text{ D.}$**

→ Comme on le voit le recours à la dette augmenterait la valeur globale de **90 000 D** (par rapport à un financement par fonds propres).

Toutefois, un financement par fonds propres porterait la valeur des actions anciennes (50 000 Actions) de **1 500 000 D** à :

$(2\,000\,000 / 60\,000) \times 50\,000 = 1\,666\,666 \text{ D.}$

Alors qu'un financement par dettes augmenterait la valeur des actions à **1 790 000 D, soit un différentiel avantageux au financement par dettes de (1 790 000 - 1 666 666) 123 334 D.**

Question 2 :

1. L'effet sur la valeur (et donc la plus value) est capté dans la proposition I corrigée de MM 1963. Une augmentation du capital par action augmenterait le prix de l'action de 30 D à :

Valeur de l'action = V_U après augmentation du capital / nombre d'action après augmentation = 2 000 000 / 60 000 = **33, 333 D.**

Toutefois une augmentation de la dette donnerait une valeur de $= 1\,790\,000 / 50\,000 = 35,800$ D.

→ On voit clairement que la remarque de Monsieur Rhouma est fausse, puisque la plus value est plus importante dans le cas d'un financement par dettes. **(1 point)**

2. Par contre au niveau du risque, c'est une autre histoire : l'effet sur le risque est capté dans la proposition II corrigé de MM 1963 :

$$K_e = \rho + (\rho - K_i) (1-t) B/S :$$

- Financement par fonds propres : $K_e = \rho + (\rho - K_i) (1-t) B/S = 0,12 (1-0,3) = 8,4\%$.
- Financement par dettes : $K_e = \rho + (\rho - K_i) (1-t) B/S = 0,084 + (0,084-0,06)(1-0,3)(300/1890) = 0,084 + (0,084-0,06) (1-0,3) (300/1790) = 8,68 \%$.

→ Ainsi on voit que le risque n'est le même :

- La prime exigée en cas de financement par fonds propres est nulle.
- La prime exigée en cas de financement par dettes est positive (**0,28 %**).

→ Ainsi, la remarque de Monsieur Rhouma est pertinente, puisque le financement par fonds propres ne changerait pas le risque. **(1 point)**