

Patrick TOPSACALIAN

COLLECTION

EXERCICES ET CAS

17



ACQUISITION DE SOCIÉTÉS  
*Concepts, cas, corrigés*

 ECONOMICA

15434

DJ 473 10192-20292

55

**ACQUISITION DE SOCIÉTÉS**  
*Concepts, cas, corrigés*

*Concepts, cas, corrigés*

Michel OUVRY, Guy ROCHERY, Charles DUCROCQ

Michel HUET

François LEBLANC

Marc-Alexandre LAFRANÇOIS

Claude SIMON

Michel PONSARD, Olivier HUBERT, Alain LAZAR

François ROUSSEAU

Yves SIMON

Daniel TARD

8°V

105341



DL-13101992-30297

*Dans la même collection*

- Laurent BAILLY, Bernard COLASSE,  
*Comptabilité générale – Questions et applications.*
- Bernard BERNIER, Robert FERRANDIER, Yves SIMON,  
*Macroéconomie – Exercices et corrigés, 2e éd.*
- Patrick CASTEX,  
*Analyse macrocomptable et comptabilité nationale.*
- Elie COHEN, André SAUREL,  
*Analyse financière – Outils et applications.*
- Christiane FRANCK-CADIER,  
*Démographie – Tome 1 : Les phénomènes démographiques.*
- Christiane FRANCK-CADIER,  
*Démographie – Tome 2 : La population.*
- Michel GERVAIS, Guy ROCHERY, Charles DUCROCQ,  
*Contrôle de gestion – Etudes de cas.*
- Michel HERLAND,  
*Auto-manuel de macroéconomie – Cours, exercices et corrigés.*
- François LEROUX,  
*Micro-économie – Exercices et corrigés.*
- Marie-Agnès LEUTENEGGER,  
*Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers.*
- Claude MOUCHOT,  
*Exercices pédagogiques de statistique et économétrie, 2e éd.*
- Michel PIERMAY, Olivier HEREIL, Alain LAZIMI,  
*Mathématiques financières.*
- Patrick ROUSSEAU,  
*Théorie financière et décision d'investissement.*
- Yves SIMON,  
*Finance internationale : questions et exercices corrigés.*
- Daniel THIEL,  
*Recherche opérationnelle et management des entreprises.*

1465631

33 NC

**Collection Exercices et cas**

dirigée par Yves Simon, Professeur à l'Université de Paris IX-Dauphine et au Groupe HEC

Remerciements

**Patrick TOPSACALIAN**

**ACQUISITION DE SOCIÉTÉS**  
*Concepts, cas, corrigés*



**ECONOMICA**

49, rue Héricart, 75015 Paris



Les droits d'auteur ont été alloués à l'organisme « Médecins sans frontières » et seront directement versés par l'éditeur.

T.P.

© Ed. ECONOMICA, 1992

Tous droits de reproduction, de traduction, d'adaptation et d'exécution réservés pour tous les pays.

# Remerciements

---

L'auteur remercie le groupe SEB en la personne de M. Dupont, directeur général, et le groupe Salins du Midi en la personne de M. Couderc, directeur des ventes à l'export, pour l'aide apportée à la conception de cet ouvrage. En mettant à disposition des données et des informations réelles et de par leur disponibilité, ils ont permis la création de cas originaux authentiques.

Il remercie également l'ensemble des responsables de l'Ecole supérieure de Commerce de Montpellier pour le soutien financier qui a rendu possible l'élaboration de ces cas ainsi que le Professeur J. Teulié pour ses précieux conseils.

Les autres cas de ce manuel ont été réalisés uniquement à partir de documents publics et disponibles au moment de l'opération.



# Bohrer's

...the ... of ...  
...the ... of ...  
...the ... of ...  
...the ... of ...

...the ... of ...  
...the ... of ...  
...the ... of ...

...the ... of ...  
...the ... of ...

# Table des matières

---

Remerciements .....	5
Introduction générale .....	15

## PREMIÈRE PARTIE LE RACHAT DE SOCIÉTÉS NON COTÉES

<b>CHAPITRE 1 :</b>	<b>Diagnostic, évaluation et coût du capital</b>	<b>21</b>
<b>I</b>	<b>Le diagnostic</b> .....	<b>21</b>
	1. L'environnement de l'entreprise .....	22
	1.1. La conjoncture .....	22
	1.2. L'environnement commercial .....	22
	1.3. L'environnement économique et financier .....	23
	2. La rentabilité .....	25
	3. La solvabilité .....	27
	3.1. L'approche patrimoniale .....	27
	3.2. L'approche économique .....	28
	4. Le financement .....	28
	4.1. Les grandes masses du bilan : signification .....	28
	4.2. Le fonds de roulement et le besoin en fonds de roulement .....	28
	4.3. Le tableau de financement .....	30
	5. La synthèse .....	30
<b>II</b>	<b>L'évaluation</b> .....	<b>31</b>
	1. Les méthodes patrimoniales .....	31
	1.1. L'actif net comptable .....	31
	1.2. L'actif net comptable corrigé .....	33
	1.3. Les capitaux nécessaires à l'exploitation .....	34
	2. Les coefficients de capitalisation .....	34
	2.1. Le PER .....	35
	2.2. Le délai de recouvrement .....	41



2.3.	Le coefficient de capitalisation des dividendes. . . . .	42
2.4.	Les approches dites combinées . . . . .	46
2.5.	L'actualisation des flux de liquidité futurs . . . . .	49
<b>III</b>	<b>Le coût du capital . . . . .</b>	<b>51</b>
1.	Le coût des fonds propres . . . . .	51
1.1.	Le dividende . . . . .	51
1.2.	Le bénéfice. . . . .	53
1.3.	Le modèle d'équilibre des actifs financiers : le MEDAF. . . . .	54
2.	Le coût de la dette . . . . .	57
3.	Détermination du coût moyen pondéré du capital. . . . .	58
<b>CHAPITRE 2 :</b>	<b>Cas SEB rachète Rowenta . . . . .</b>	<b>61</b>
<b>I</b>	<b>Le groupe SEB . . . . .</b>	<b>61</b>
1.	Les résultats . . . . .	64
2.	Données boursières. . . . .	64
3.	Objectif : vendre dans le monde entier. . . . .	66
4.	De l'innovation à la participation. . . . .	66
5.	Perspectives de "croissance externe". . . . .	67
<b>II</b>	<b>Le groupe Rowenta. . . . .</b>	<b>67</b>
1.	Les sites de production . . . . .	68
2.	L'activité commerciale . . . . .	68
3.	Les produits majeurs . . . . .	69
4.	Apports de Rowenta sur la part de marché de SEB. . . . .	70
5.	Les résultats . . . . .	70
<b>III</b>	<b>Travail à faire. . . . .</b>	<b>71</b>
	<b>Annexes . . . . .</b>	<b>72</b>
<b>CHAPITRE 3 :</b>	<b>SEB/Rowenta, note pédagogique . . . . .</b>	<b>87</b>
<b>I</b>	<b>La méthode patrimoniale. . . . .</b>	<b>87</b>
<b>II</b>	<b>Les méthodes dérivées des travaux des analystes financiers. . . . .</b>	<b>88</b>
1.	Le diagnostic du groupe Rowenta par rapport à son marché . . . . .	88
2.	Les coefficients à appliquer. . . . .	89
<b>III</b>	<b>Méthode d'actualisation des flux de liquidité . . . . .</b>	<b>89</b>
1.	Estimation des flux de liquidités prévisionnels . . . . .	89
1.1	Détermination de la capacité d'autofinancement . . . . .	89
1.2.	Tableau d'évaluation du besoin en fonds de roulement . . . . .	90
1.3.	Tableau d'impact des synergies sur le résultat. . . . .	90
1.4.	Tableau des investissements . . . . .	90
1.5.	Tableau récapitulatif des flux . . . . .	91

2. Détermination de la valeur résiduelle . . . . .	91
3. Détermination du taux de rendement requis par le groupe Seb sur un investissement de ce type . . . . .	91
3.1. Calcul du coût des fonds propres . . . . .	91
3.2. Le coût de la dette . . . . .	92
3.3. La structure de financement de SEB . . . . .	92
3.4. Le taux de rendement requis . . . . .	93
4. Détermination du prix . . . . .	93
5. Incidence de la dette sur le prix . . . . .	93
<b>IV Tableau récapitulatif des résultats . . . . .</b>	<b>94</b>

**DEUXIÈME PARTIE  
PRISE DE PARTICIPATION MAJORITAIRE  
OU RACHAT GLOBAL**

<b>CHAPITRE 4 :</b>	<b>Budget de trésorerie, financements et montages juridiques . . . . .</b>	<b>97</b>
<b>I</b>	<b>Le budget de trésorerie . . . . .</b>	<b>97</b>
	1. Les objectifs du budget de trésorerie . . . . .	98
	2. Les caractéristiques de la fonction trésorerie . . . . .	99
	3. La prévision de trésorerie : difficulté d'élaboration . . . . .	99
<b>II</b>	<b>La détermination des besoins de trésorerie . . . . .</b>	<b>100</b>
	1. Le budget de trésorerie . . . . .	100
	2. Construction du plan de trésorerie . . . . .	101
	2.1. Le plan de trésorerie avant mise en place des finan- cements à court terme . . . . .	101
<b>III</b>	<b>Les obligations convertibles et à warrant . . . . .</b>	<b>106</b>
	1. Les obligations convertibles . . . . .	106
	2. Les obligations à warrant . . . . .	108
	2.1. L'OBSO . . . . .	109
	2.2. Les OBSA . . . . .	110
<b>IV</b>	<b>Les aspects juridiques d'une prise de participation : majorité et minorité de blocage . . . . .</b>	<b>112</b>
	1. Pouvoirs de décision . . . . .	112
	2. Quorum . . . . .	113
	3. Majorité et minorité de blocage . . . . .	113
<b>CHAPITRE 5 :</b>	<b>Cas Zimmerman-Tokyo . . . . .</b>	<b>115</b>
<b>I</b>	<b>Une dimension internationale . . . . .</b>	<b>116</b>
	1. La force des années . . . . .	116
	2. Le sel . . . . .	116



3. Le vin . . . . .	116
3.1. Les domaines viticoles . . . . .	117
3.2. Plus de trente millions de bouteilles . . . . .	117
3.3. La qualité couronnée en France comme à l'étranger. . . . .	118
<b>II Données boursières . . . . .</b>	<b>118</b>
<b>III Les motifs de la prise de participation chez Zimmerman en 1987 . . . . .</b>	<b>120</b>
1. Le marché japonais en 1987 . . . . .	120
2. Avantages commerciaux attendus en 1987 d'une prise de participation chez Zimmerman. . . . .	122
3. Le marché des vins au Japon entre 1987 et 1990 . . . . .	123
<b>IV Positionnement de Listel en 1989. . . . .</b>	<b>124</b>
<b>V Zimmerman en 1989, la tournée des chemins . . . . .</b>	<b>125</b>
<b>VI Travail à faire. . . . .</b>	<b>126</b>
<b>CHAPITRE 6 : Cas Zimmerman-Tokyo, note pédagogique . . . . .</b>	<b>155</b>
<b>Question 1. . . . .</b>	<b>155</b>
1. Actif net . . . . .	155
2. Actualisation des flux. . . . .	156
3. Calcul du facteur d'actualisation. . . . .	156
<b>Question 2 . . . . .</b>	<b>159</b>
Les faux problèmes . . . . .	159
Les modifications. . . . .	159
<b>Question 3 . . . . .</b>	<b>160</b>
Le choix. . . . .	160
<b>Question 4 . . . . .</b>	<b>160</b>
Le tableau de trésorerie . . . . .	160
<b>Question 5 . . . . .</b>	<b>160</b>
Les obligations convertibles . . . . .	160
Les OBSA . . . . .	161

**TROISIÈME PARTIE :  
L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ÉCHANGE**

<b>CHAPITRE 7 : Les offres publiques . . . . .</b>	<b>167</b>
<b>I Les formes de croissance externe . . . . .</b>	<b>167</b>



<b>II</b>	<b>Les justifications économiques et financières</b> . . . . .	168
	1. Justifications économiques . . . . .	168
	2. Justifications financières . . . . .	170
	2.1. Le placement financier . . . . .	170
	2.2. Le verrouillage . . . . .	170
	2.3. Les effets de synergie fiscaux et financiers . . . . .	170
<b>III</b>	<b>Les offres publiques d'achat ou d'échange</b> . . . . .	171
	1. Les acteurs . . . . .	171
	1.1. Les actionnaires . . . . .	171
	1.2. Les salariés . . . . .	172
	1.3. Les dirigeants . . . . .	173
	2. Les mécanismes des offres publiques . . . . .	173
	2.1. La réglementation française des offres publiques . . . . .	173
	2.2. Lancement d'une offre . . . . .	174
	2.3. Intervention sur le marché pendant le déroulement de l'offre . . . . .	175
	2.4. Offres concurrentes et surenchères . . . . .	176
	2.5. Offre publique obligatoire . . . . .	176
	2.6. Offre publique de retrait . . . . .	177
	2.7. Offre publique simplifiée . . . . .	178
<b>IV</b>	<b>La négociation des blocs de contrôle</b> . . . . .	178
<b>V</b>	<b>Le ramassage</b> . . . . .	180
<b>VI</b>	<b>L'action de concert</b> . . . . .	181
<b>VII</b>	<b>Les plans anti-OPA ou défenses</b> . . . . .	182
	1. La contre OPA amicale . . . . .	182
	2. Les pactes . . . . .	182
	3. Le placement de titres . . . . .	183
	4. La différenciation des pouvoirs entre actionnaires . . . . .	183
	5. La segmentation des conseils d'administration . . . . .	183
	6. L'auto-contrôle . . . . .	184
	7. La transformation en société en commandite par actions . . . . .	185
	8. Les autres parades anglo-saxonnes . . . . .	185
<b>CHAPITRE 8 : Cas Paribas Mixte</b> . . . . .		187
<b>I</b>	<b>La guerre des communiqués</b> . . . . .	188
<b>II</b>	<b>Historique et déroulement de l'opération</b> . . . . .	189
	1. La période août-octobre 1989 . . . . .	189
	2. La période de l'OPA/OPE et la surenchère . . . . .	190
	3. L'après OPA . . . . .	190
<b>III</b>	<b>Travail à réaliser</b> . . . . .	191

<b>Annexes</b> .....	192
Annexe 1 : Présentation de l'offre publique d'achat à titre principal assortie d'une offre publique d'échange...	192
1. Modalités de l'offre : principaux extraits .....	192
2. Motifs de l'opération .....	193
3. Intentions de l'opérateur .....	193
Annexe 2 : Surenchère : principaux extraits .....	194
1. Modalités de la surenchère .....	194
1.1. Nombre de titres visés par l'offre .....	194
1.2. Prix et parité .....	194
1.3. Eléments propres à l'offre publique d'achat à titre principal et à l'offre publique d'échange à titre subsidiaire .....	194
2. Modalités de financement de la nouvelle offre .....	194
Annexe 3 : Présentation de la compagnie financière de Paribas .....	195
1. Structure du groupe Paribas .....	195
2. Principaux chiffres caractéristiques du groupe Paribas .....	196
3. Renseignements financiers .....	197
3.1. Bilans financiers .....	197
3.2. Principales participations .....	197
3.3. Comptes de résultats consolidés .....	198
3.4. Revue financière du premier semestre 1989 .....	198
4. Marché et rendement des titres .....	199
5. Evolution récente et perspectives d'avenir .....	199
5.1. Evolution de l'activité .....	199
5.2. Fonds propres et actif net estimé du groupe .....	199
5.3. Perspectives d'avenir .....	200
Annexe 4 : Présentation de la compagnie de Navigation Mixte .....	200
1. Deux avis motivés du conseil d'administration .....	200
2. Renseignements de caractère général .....	200
3. Actionnariat et autocontrôle .....	201
3.1. Actionnariat .....	201
3.2. Autocontrôle .....	201
4. Activité .....	202
4.1. Secteur bancaire et financier .....	202
4.2. Secteur assurances .....	203
4.3. Secteur transports et services .....	203
4.4. Secteur industrie, sécurité, technologies .....	204
4.5. Secteur agro-alimentaire .....	204
5. Informations financières .....	206
5.1. Eléments significatifs de 3 exercices .....	206
5.2. Bilan consolidé 1987/1988 .....	207
5.3. Données financières intermédiaires pour l'exercice 1989 .....	208
5.3.1. Chiffres d'affaires comparés .....	208
5.3.2. Situation semestrielle de la CNM .....	209
5.3.3. Situation semestrielle du "groupe" CNM .....	209
6. Marché et rendement des titres .....	210
6.1. Cours et revenus des cinq derniers exercices .....	210
6.2. Cours de l'action durant l'année 1989 .....	211



7. Evolution récente et perspectives . . . . .	211
7.1. Maison-mère . . . . .	211
7.2. Le secteur bancaire et financier . . . . .	212
7.3. Le secteur des assurances . . . . .	213
7.4. Le secteur transports et services . . . . .	213
7.5. Le secteur agro-alimentaire. . . . .	213
7.6. Le secteur industrie, sécurité, technologies . . . . .	214
Annexe 5 : Tableau récapitulatif sur les rendements du marché Tableau récapitulatif des rendements sans risque . .	214

**QUATRIÈME PARTIE  
L'INTRODUCTION EN BOURSE**

<b>CHAPITRE 9 :     Le second marché . . . . .</b>	<b>219</b>
<b>I    Historique . . . . .</b>	<b>219</b>
<b>II   Les qualités du second marché . . . . .</b>	<b>220</b>
<b>III  Avantages du marché boursier pour les entreprises de taille moyenne . . . . .</b>	<b>222</b>
1. Avantages pour l'entreprise . . . . .	222
2. Avantages pour les propriétaires de l'entreprise . . . . .	223
<b>IV  Les procédures d'introduction. . . . .</b>	<b>224</b>
1. Les documents de travail . . . . .	224
1.1. Le calendrier . . . . .	224
1.2. Les modifications statutaires. . . . .	224
1.3. Le dossier d'introduction. . . . .	225
1.4. La procédure d'introduction . . . . .	225
2. Les documents officiels. . . . .	228
2.1. Le prospectus financier . . . . .	228
2.2. Les contrats . . . . .	228
2.3. Les lettres d'engagement. . . . .	229
<b>CHAPITRE 10 :   Cas Altran-Technologies . . . . .</b>	<b>231</b>
<b>I    Le contexte . . . . .</b>	<b>231</b>
1. La crise d'octobre 1987. . . . .	231
2. Le film de la crise . . . . .	232
<b>II  Altran-Technologies . . . . .</b>	<b>233</b>
1. Pourquoi le second marché ? . . . . .	233
2. La société . . . . .	234
2.1. Une société de matière grise d'un type nouveau . . . . .	234
2.2. Un gisement de compétences exceptionnelles. . . . .	234
2.3. Une présence confirmée dans les applications de haute technologie . . . . .	236



2.3.1. L'activité aéronautique et spatiale . . . . .	236
2.3.2. L'activité télécommunication, traitement d'images et productique . . . . .	236
2.3.3. Les systèmes d'information . . . . .	236
2.4. "C.G.S Executive Search" et "Delta informatique". .	237
2.5. Les résultats financiers du groupe et de la société Altran. . . . .	238
3. Perspectives du groupe Altran. . . . .	238
3.1. Evaluation de la croissance . . . . .	239
3.2. Hypothèses de travail. . . . .	240
<b>III Travail à faire. . . . .</b>	<b>240</b>
<b>CHAPITRE 11 : Altran-Technologies, note pédagogique..</b>	<b>251</b>
<b>I Eléments financiers d'appréciation et perspectives . . . . .</b>	<b>251</b>
1. Une croissance forte et maîtrisée. . . . .	251
2. Perspectives. . . . .	254
<b>II Actif net par action. . . . .</b>	<b>254</b>
<b>III Evaluation boursière . . . . .</b>	<b>254</b>
1. Evaluation avant le krach d'octobre 1987 . . . . .	254
2. Evaluation boursière sur la base du 16.10.1987 . . . . .	256
<b>IV Actualisation des flux de liquidités futurs . . . . .</b>	<b>256</b>
1. Calcul du BFR d'exploitation . . . . .	257
2. La valeur résiduelle . . . . .	257
3. Calcul du taux d'actualisation. . . . .	257
4. Valeur des flux de liquidités et valeur finale. . . . .	258

# Introduction générale

---

Quels sont les véritables motifs des prises de contrôle ? Comment peut-on justifier la mobilisation de ressources importantes vers de telles opérations ? Les réponses à ces questions ont fait l'objet d'une nombreuse littérature<sup>1</sup> qui a débouché sur différentes approches justifiant la prise de contrôle des entreprises : certains<sup>2</sup> ont vu dans la synergie économique ou financière le principal facteur de motivation des opérations, tandis que d'autres ont cherché soit dans les imperfections du marché<sup>3</sup> soit dans la diminution du risque de faillite<sup>4</sup> le moteur d'un tel engouement.

Indépendamment de toute approche financière, on considère en général<sup>5</sup> que la survie des entreprises est liée à leur capacité de croissance. Celle-ci peut revêtir trois formes :

- le développement et la commercialisation de produits nouveaux,
- la pénétration de nouveaux marchés soit avec des produits actuels soit avec des produits nouveaux,
- l'acquisition d'activités ou d'entreprises, généralement appelée croissance externe. C'est en fait la recherche de synergies économiques dont la finalité reste l'amélioration des flux économiques.

---

1. Le lecteur pourra se référer au livre de B. Husson, *La prise de contrôle des entreprises*, PUF, 1987.

2. Parmi les synergies de nature économique, on peut citer : les économies d'échelle, l'amélioration de la rentabilité économique, le *bargaining power* (pouvoir de négociation), le *market power* (situation de type monopolistique).

3. Voir notamment Lintner, "Conglomerate and vertical responses to market imperfection : expectations, mergers and equilibrium in purely competitive markets", *American Economic Review*, May 1971, p. 101-111.

4. Le lecteur pourra se référer à :

- B. Husson déjà cité en (1) p. 28 et suiv.

- M.J. White, "Bankruptcy costs and the new bankruptcy code", *Journal of Finance*, vol. 38, May 1983, p. 477-488.

- E.I. Altman, "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of Finance*, vol. 39, September 1984, p. 1067-1089.

5. D. Merunka, P. Topsacalian, "La croissance externe : mort des produits nouveaux ?", *Recherche et Applications en Marketing*, vol. 11, n° 3/1987.



On a assisté au début des années 1980 à une augmentation considérable des mouvements de croissance externe par rachat de sociétés, offres publiques d'achat (OPA), offres publiques d'échange (OPE). Cette frénésie a touché des secteurs d'activités divers et des entreprises de toutes tailles. Le marché français a véritablement commencé à être très actif en 1986 avec les actions vedettes telles que les prises de contrôle de la Générale Biscuit par BSN, Veuve Clicquot par le célèbre bagagiste Louis Vuitton, et l'OPE réussie de Saint-Louis Bouchon sur Lesueur. Depuis, malgré la pause de la fin de l'année 1987, c'est "à grands coups de milliards que Rhône-Poulenc, Saint-Gobain, Michelin et Accor ont pris des parts de marché substantielles sur le marché américain. LVMH a renforcé sa position dans Guinness, Moulinex a affermi sa part de marché en Allemagne" <sup>1</sup>. Les entreprises françaises n'hésitent plus à lancer ce type d'opération au niveau mondial comme en témoigne l'OPA effectuée par Schneider sur "Square D" pour 2,23 milliards de dollars.

Dans ce contexte, l'objectif de ce livre est de permettre aux financiers d'analyser au travers d'exemples réels les différents cas de figure qui peuvent se poser dans le cadre de la croissance externe soit par acquisition, soit par offre publique. Ce dernier point, étant abordé dans le cadre d'un échec, celui de l'OPA de la compagnie financière de Paribas sur la compagnie de Navigation Mixte, pose, en outre, le problème de la nécessité de l'existence de synergies économiques.

Les analystes doivent :

- dans le cas d'acquisition d'activités ou d'entreprises, cerner les problèmes posés par les différents modèles d'évaluation de sociétés afin d'en déterminer la valeur possible de transaction, tout en tenant compte des contraintes du marché,
- pour les entreprises désirant s'introduire en bourse dans le but de financer leur croissance interne ou externe, trouver le prix le plus proche du prix d'équilibre afin de préserver l'intérêt de tous.

### **LES CAS**

Les cas proposés dans ce manuel sont issus de situations réelles et récentes, ce qui peut expliquer leur taille. Ils traitent de problèmes de croissance externe à l'exception du cas "Altran" dont le but est l'estimation du prix d'introduction en bourse en plein krach boursier. Cette introduction a pour objectif à terme un financement de la croissance.

Il s'agit :

- du rachat par le groupe Seb de la société Rowenta,
- de l'OPE/OPA lancée par la banque Paribas sur la Compagnie de Navigation Mixte,

1. V. Nau, F. Tixier, "Faut-il avoir peur des frais financiers ?", *Option Finance*, n° 145, 14 janvier 1991, p. 10.



- de l'implantation au Japon par rachat de la société Zimmerman du groupe des Salins du Midi, et de l'éventuelle augmentation de cette participation,
- de l'introduction en plein krach boursier du groupe Altran technologies.

Tous ces dossiers sont précédés de chapitres comportant les principaux rappels théoriques qui faciliteront leurs réalisations. Ils sont suivis de notes pédagogiques détaillées reprenant pas à pas l'analyse des dossiers à partir des opérations réellement réalisées.

L'analyse, suivant les cas, se décompose en trois ou quatre parties :

- le diagnostic complet, sous forme de synthèse, soit de la société à acquérir soit de la société à introduire en bourse ;
- l'évaluation de la société ou du groupe à partir de la détermination des différents prix et de la fourchette probable de négociation ou d'introduction ;
- la résolution de problèmes plus spécifiques liés au financement au travers :
  - soit d'un choix de financement pour l'entreprise,
  - soit d'un choix de rémunération de l'actionnariat,
  - soit de l'appréciation des risques d'insolvabilité,
- enfin l'analyse de la richesse de l'actionnariat.



## PREMIÈRE PARTIE

# Le rachat de sociétés non cotées

Cette première partie, composée de trois chapitres, a pour objet de faire le point sur les différents problèmes qui se posent lors d'un rachat de société non cotée sur le marché financier. Le premier chapitre aborde les problèmes de diagnostic, d'évaluation de société et de coût de capital. Le second chapitre est une application concrète dans le cadre du rachat, par le groupe SEB, de la société Rowenta. Le troisième chapitre est une note pédagogique reprenant les détails de l'opération.

L'analyse financière a pour objectif de fournir à l'investisseur et les financiers de l'entreprise à son tour, des données utiles pour l'élaboration d'un objectif déterminé. Pour atteindre ces objectifs, l'analyse financière doit bien évidemment varier en fonction de l'opération suivie, suivant que l'étude est faite sur le type externe ou interne. Il faut ensuite établir les relations qui lient ces données. Il faut enfin interpréter ces relations en gardant toujours à l'esprit le caractère plus ou moins fiable de l'information en question.

Dans le cadre d'une opération de rachat sur le marché financier en bourse, l'objectif de diagnostic est de déterminer quelles sont les différentes politiques possibles par le rachat et les risques qui sont encourus l'acquiescer. Néanmoins, dans le cadre d'un rachat non coté, tout comme dans celui de la cession, l'analyse financière doit être faite sur obligation par les dirigeants de l'entreprise. Une analyse détaillée de l'entreprise se trouve dans le chapitre suivant. L'information financière, si elle parvient au jour de l'appeler, que l'analyse n'a d'intérêt que si elle offre une comparaison dans le temps. L'observation d'un même indice de référence est payée en investissement. De plus, l'analyse doit être conduite en valeur relative, les valeurs absolues étant trop statiques.

1. J. Teulié, *Analyse Financière de l'entreprise, concepts et méthodes*, Eyrolles, 1989, p. 24.

2. J.-C. Lohr, *Management économique et financier de l'entreprise*, I.T.E., 1981.



# Le rachat de sociétés non cotées

Cette première partie, composée de trois chapitres, a pour objet de faire le point sur les différentes problématiques qui se posent lors d'un rachat de société non cotée sur le marché financier. Le premier chapitre aborde les problèmes de diagnostic, d'évaluation de la société et de coût de capital, les second chapitre est une application concrète dans le cadre du rachat par le groupe S&P de la société Ilva. Le troisième chapitre est une note pédagogique retraçant les étapes de l'opération.

# Chapitre 1

---

## Diagnostic, évaluation et coût du capital

---

### I - LE DIAGNOSTIC

---

"L'analyse financière a pour objet de déceler les forces et les faiblesses de l'entreprise à un moment donné et dans les perspectives d'un objectif déterminé. Pour construire son diagnostic, l'analyste financier doit bien évidemment savoir où trouver de l'information, suivant que l'étude conduite soit de type externe ou interne. Il doit ensuite établir les relations qu'il juge pertinentes. Il doit enfin interpréter ces relations en gardant présent à l'esprit le caractère plus ou moins fiable de l'information qu'il utilise" <sup>1</sup>.

Dans le cadre d'une acquisition de société ou d'introduction en bourse, l'objectif du diagnostic est de déterminer quelles sont les différentes politiques menées par la société et les risques que peut encourir l'acquéreur. L'appréhension quelquefois difficile rend nécessaire, tout comme dans le cas de la détermination d'un "rating" accordée aux obligations par les organismes spécialisés, une analyse détaillée de l'entreprise au travers des différentes sources d'informations disponibles. Il est par ailleurs utile de rappeler <sup>2</sup> que l'analyse n'a d'intérêt que si elle opère une comparaison dans le temps ; l'observation d'une seule année de référence est pauvre en enseignement. De plus, l'analyse doit être conduite en valeur relative, les valeurs globales étant trop statiques.

---

1. J. Teulié, *Analyse financière de l'entreprise*, concepts et méthodes, Chotard, 1989, p. 34.

2. J.C. Lointier, *Diagnostic économique et financier de l'entreprise*, ITB, 1991.

Le diagnostic peut être mené autour de cinq axes. Ceux-ci, non exhaustifs, sont conformes aux analyses réalisées par les organismes financiers. Il s'agit de :

- l'analyse de l'environnement de l'entreprise, aussi bien d'un point de vue politique qu'économique et social ;
- l'étude de la rentabilité et de la méthode d'analyse de cette rentabilité. Cette étude nécessite une analyse en termes d'approche fonctionnelle (commentaires des soldes intermédiaires de gestion) et de trésorerie dégagée, complétée par l'étude de la capacité d'autofinancement et de son affectation. Ainsi, les effets des différentes politiques sur la rentabilité seront mis en valeur ;
- la mise en évidence de la solvabilité, en analysant tout particulièrement la structure financière et les fonds propres de l'entreprise, sa capacité à faire face à ses engagements ;
- l'adéquation du financement, de sa structure aux problèmes spécifiques de l'entreprise. Cet axe fera apparaître les effets des différentes politiques sur la trésorerie ;
- enfin, lorsque l'information est disponible, un test de cohérence des prévisions (aussi bien celles du vendeur que celles de l'acheteur) doit être entrepris.

Le diagnostic doit être résumé en une synthèse qui ne doit pas excéder deux à trois pages et doit mettre en exergue les principales options politiques suivies par l'entreprise.

## **1. L'environnement de l'entreprise**

### **1.1. La conjoncture**

La conjoncture est l'ensemble des variables de nature diverse, économique, politique sociale..., qui caractérisent une situation à un moment donné et qui, de ce fait, exercent une influence plus ou moins importante sur le comportement des organismes qui vivent cette situation<sup>1</sup>. La conduite d'un diagnostic ne peut l'ignorer. Il est donc nécessaire en préalable à l'analyse proprement dite d'étudier l'environnement national ou international, d'un point de vue commercial, financier et politique, dans lequel l'entreprise évolue.

### **1.2. L'environnement commercial**

Avant de réaliser l'étude spécifique concernant l'entreprise et tout en n'ayant pas la prétention de réaliser un audit commercial, l'analyste devra se poser quelques questions simples dont les réponses permettront de caractériser par la suite la performance de la firme à étudier.

1. J. Teulié, déjà cité en 1, p. 36.



Les principales questions se résument à :

- Comment évolue le marché ?
- Comment évoluent les produits ?

La réponse à ces questions permettra de mieux apprécier les performances des produits sur le marché :

- Quel est le positionnement sur le marché ?
- Quel est le positionnement du produit ?

### 1.3. *L'environnement économique et financier*

#### 1.3.1. *Incidence de l'inflation*

Il est généralement admis que l'inflation a une double influence qui doit être analysée lors d'un diagnostic : au niveau du compte de résultat (impact sur la production, sur la consommation et indexation d'autres charges) et au niveau du bilan. Ces deux aspects devront être mesurés et intégrés dans l'analyse.

#### 1.3.2. *Evolution des taux d'intérêt*

Tout comme l'inflation, l'évolution des taux doit faire l'objet d'une analyse qui permettra d'étudier ou de confirmer la politique financière de la firme. Par exemple, à financement égal, entre 1982 et 1986, la baisse des taux aurait dû entraîner une baisse des frais financiers. Qu'en est-il vraiment dans l'entreprise étudiée ?

Le risque de taux d'intérêt <sup>1</sup> a connu depuis les années 1970 une très forte acuité due à une volatilité très importante des taux qui a entraîné l'élaboration d'outils nouveaux dont la finalité était la couverture du risque. "Le risque de taux d'intérêt est celui que fait courir au porteur d'une créance ou d'une dette à taux fixe, l'évolution ultérieure des cours" <sup>2</sup>. Comme le montre le tableau 1.1, la manifestation de ce risque apparaît aussi bien dans les bilans que dans les comptes de résultat et, de plus, peut être échelonnée dans le temps :

- elle peut être immédiate : dans ce cas elle se traduit, par exemple, par une variation d'un actif ou d'un passif : prêts, emprunts, dettes ou créances. Pour ce qui est du bilan, une hausse des taux entraîne une dépréciation de la valeur actuelle des postes de l'actif tandis qu'une baisse entraîne une hausse de la valeur actuelle des dettes et c'est donc la structure de l'endettement global de l'entreprise qui est menacée. De plus, ce risque pourra affecter également les engagements hors bilan ;
- elle peut être diffuse : elle se concrétise alors par des conséquences sur les résultats futurs, soit dans le cadre d'engagements

1. P. Topsacalian, *Principes de finance internationale*, Economica, 1992.

2. Définition du risque de taux donnée par la Commission Bancaire dans son *Livre Blanc*.

futurs certains (obligation de livrer ou de recevoir), soit d'engagements conditionnels.

L'influence et les manifestations sur le compte de résultat du risque de taux peuvent se résumer dans le tableau 1.1. De récentes études <sup>1</sup> réalisées en France ont permis de démontrer que le risque de taux était moins bien perçu que le risque de change, du fait même qu'il semble, aux dirigeants d'entreprise, plus difficile à appréhender.

*Tableau 1.1*  
*Le risque de taux d'intérêt*

	Nature des taux	Hausse des taux	Baisse des taux
Produits	Taux fixe Taux variable	Coût d'opportunité Augmentation	Opportunité de gain Diminution
Charges	Taux fixe Taux variable	Opportunité de gain Augmentation	Coût d'opportunité Diminution

A. Antoun <sup>2</sup> signale par ailleurs que :

- les entreprises disposent aujourd'hui d'une information interne incomplète : "la perception que les entreprises ont de ce risque peut être mesurée au travers des outils dont elles disposent pour l'analyser : état de suivi de la transformation par échéances, situation du risque de taux sur les engagements et les avoirs restant à courir, indicateurs de gestion en matière de taux de rendement moyen des avoirs et de coût moyen des ressources" ;

- une bonne mesure du risque de taux nécessite une gestion des états permettant :

- le suivi d'une situation sur les engagements et les avoirs restant à courir. Cet état constitue un document indiquant la sensibilité de l'entreprise aux variations des taux d'intérêt,

- la mise en évidence d'indicateurs de gestion indiquant le taux de rendement moyen des avoirs et le coût moyen des ressources.

### *1.3.3. La mesure du risque économique de la firme peut également passer par la répartition du capital*

Quelle est la géographie du capital ?

Pour l'évaluateur, elle constitue un élément important du risque passé, à associer au problème de forme juridique, car elle a déterminé

1. A. Antoun, 1987, "La gestion des risques financiers dans les entreprises en France", *Analyse financière*, 3<sup>e</sup> trim., p. 23.

2. A. Antoun, article cité en 1.



## 2. Evaluation boursière sur la base du 16.10.1987

Nouveaux coefficients de capitalisation :

Société	15.09	16.09	Dernier P/E connu
CGI	26,1	Non coté	23
Dataid	23,5		16,19
Marben	24,5		20,11
Sema	30,4		24,62

L'estimation à partir d'un BPA de 9,5 donnerait un prix variant entre :

$$24,62 \times 9,5 = 234 \text{ F}$$

$$16,19 \times 9,5 = 154 \text{ F}$$

## IV - ACTUALISATION DES FLUX DE LIQUIDITÉS FUTURS

Comme indiqué dans le cas, la CAF est sensiblement égale au résultat. Le calcul des investissements (hors rachat de delta) se fera à partir de la comptabilité, en posant pour équation <sup>1</sup> :

Immobilisations 1986 + dotation aux amortissements 1986 + valeur comptable nette des cessions 1986 - immobilisations 1985 = acquisitions 1986.

soit :

$$(1\ 039\ 866 + 167\ 819) - 915\ 193 = 292\ 492 \text{ F}$$

ce qui représente par rapport à la capacité d'autofinancement un pourcentage égal à :

$$292\ 492 / 5\ 838\ 089 = 5 \%$$

Les investissements des années 87, 88, 89 (hors acquisition) seront donc égaux à :

Années	1987	1988	1989
Montant	0,5	0,725	1,05

1. Il a été considéré dans ce cas qu'il n'y a pas, ou peu, de mises au rebut.



### 1. Calcul du BFR d'exploitation

En 1986, le besoin en fonds de roulement d'exploitation est égal à :

$$19\ 805\ 750 - 14\ 168\ 080 = 5\ 637\ 670$$

ce qui correspond à :

$$\frac{5\ 637\ 670}{51\ 144\ 389} \times 360 = 40 \text{ jours de chiffre d'affaires}$$

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (hors modifications liées aux nouvelles acquisitions) sur les prochaines années sera égal à :

Années	1987	1988	1989
Montant 40 jours CA	12,22	18,22	27
Variation BFR	6,62	6	8,78

Les dividendes, versés avec un an de décalage sont égaux à :

Années	1987	1988	1989
Montant div. n - 1	1,4	2,375	2,755

### 2. La valeur résiduelle

La valeur résiduelle pourra être estimée à partir de la capitalisation des résultats de l'année 1989 avec une estimation du PER de sortie comprise entre 16 et 20.

Valeur résiduelle optimiste :  $21 \times 20 = 420$

pessimiste :  $21 \times 16 = 336$

### 3. Calcul du taux d'actualisation

La structure des capitaux permanents du groupe Altran est composée essentiellement de fonds propres. Aux dires des dirigeants, la croissance sera financée par autofinancement et par appel au marché des capitaux. Il n'est pas envisagé, pour l'instant, d'émission d'obligations. La structure retenue sera égale à 100 % de fonds propres.

