

## Exercice 4 du quiz final du cours Gestion financière (2014-2015 T2) : « Valorisation d'entreprise - Taxi 4U » (10 points + bonus)

*Cet exercice a pour objet d'analyser une décision financière qui se présente souvent pour les actionnaires d'une entreprise : réinvestir de l'argent dans le capital de l'entreprise afin de résoudre des problèmes de trésorerie (problèmes de liquidité).*

### I. Présentation de l'entreprise

#### A) L'activité de l'entreprise

Taxi 4U est une entreprise de taxis en région parisienne. Elle possède une flotte importante de véhicules conduits par ses propres chauffeurs salariés ou loués à des chauffeurs indépendants.

Etabli à la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre, le bilan comptable prévisionnel de l'entreprise au 31 décembre 2008 est donné ci-dessous :

Actif		Passif	
Parc immobilier	110	160	Fonds propres
Licences de taxi	90	140	Dettes bancaires
Flotte de véhicules	70		
Disponible	30		
<i>Total Actif</i>	<i>300</i>	<i>300</i>	<i>Total Passif</i>

Ce bilan prévisionnel prend en compte toutes les opérations de l'année 2008 (opérations passées ou à venir) à l'exception du remboursement de la dette (encore inscrite au bilan à cause du problème de trésorerie expliqué ci-dessous).

Le flux de trésorerie dégagé par l'activité opérationnelle de l'entreprise s'élève à +80 M€ par an (flux d'exploitation).

Une particularité de l'activité de la société est le renouvellement fréquent des véhicules dû à leur utilisation intensive. Le flux net lié à l'investissement correspondant à l'achat de véhicules neufs et à la revente de véhicules usagés s'élève chaque année à -20 M€ (flux d'investissement). Si la flotte de véhicules devait être revendue en l'état aujourd'hui, l'entreprise Taxi 4U pourrait en tirer environ 30 M€, soit une valeur nettement inférieure à la valeur comptable inscrite au bilan.

L'entreprise possède aussi des licences pour opérer ses taxis. Le prix de la licence de taxi fluctue au cours du temps, en fonction de l'offre et de la demande. Les déterminants du marché sont essentiellement le niveau d'activité (qui détermine les flux générés par l'exploitation future de la licence) et la réglementation qui fixe le nombre de licences. Les licences achetées par l'entreprise Taxi 4U (comptabilisées à l'actif du bilan à leur coût d'achat de 90 M€) pourraient être revendues actuellement au prix de 100 M€.

Le taux d'imposition sur les bénéfices est de 40%. Le flux lié à l'impôt prévu à partir de 2009 s'élève à -25 M€ par an (flux d'impôt payé).

Les prévisions de flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise (investissement, exploitation et impôt) mentionnées ci-dessus peuvent être supposées constantes au cours du temps.

L'entreprise est aussi propriétaire de son parc immobilier (locaux administratifs et parking) qui a une valeur de marché actuelle de 140 M€.

## B) Les finances de l'entreprise

Il y a quelques années, l'entreprise s'est fortement endettée pour acheter son parc immobilier et pour acheter ses licences. La dernière tranche de la dette reste à rembourser fin décembre 2008 pour un montant de 140 M€.

Bien que la trésorerie soit positive, le disponible (estimé à 30 M€ en fin d'année) est insuffisant pour couvrir la totalité de l'échéance de la dette (140 M€). La Direction de l'entreprise anticipant ce problème de liquidité a étudié la possibilité de renouveler le crédit bancaire auprès de la banque actuelle ou d'une autre banque. Mais aucune solution satisfaisante n'a pu être trouvée vue la conjoncture actuelle. En dernier ressort, la Direction envisage soit de liquider la société, la vente des différents éléments de l'actif servant à rembourser la dette, soit de proposer une augmentation de capital aux actionnaires en fin d'année, l'argent frais apporté permettant de rembourser la dette et de continuer l'activité de la société.

## C) Etude de l'augmentation de capital

Afin de motiver la pertinence d'une augmentation de capital auprès des actionnaires, la Direction souhaite montrer que la solution de continuation de l'exploitation est préférable à la solution de liquidation de l'entreprise. Pour cela, elle s'intéresse à l'estimation de la valeur financière des fonds propres détenus par les actionnaires dans les deux cas suivants :

- La liquidation de la société, la valeur financière des fonds propres correspondant à la valeur liquidative de l'actif diminuée de la dette à rembourser
- La continuation de l'activité de la société, la valeur financière des fonds propres correspondant à la valeur actualisée des flux avec les actionnaires.

On supposera que les flux sont actualisés au taux d'actualisation  $r$  de 10%, ce taux reflétant le risque économique lié à l'activité de l'entreprise pour les années à venir. On supposera aussi que les flux de trésorerie (investissement, exploitation et impôt) sont perçus dans leur globalité en fin d'année (hypothèse conservatrice souvent faite dans les calculs d'actualisation).

La séquence des flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise pourra être modélisée comme une perpétuité (flux jusqu'à l'infini). On rappelle que la valeur présente d'une séquence de flux correspondant à une perpétuité  $(0, C, C, C, \dots)$  est égale à  $C/r$ .

## II. Questions

### A) Valorisation de l'entreprise

**Question 1 :** calculer la valeur financière de l'entreprise en cas de liquidation. En déduire la valeur récupérée par les actionnaires suite à la liquidation de l'entreprise.

**Question 2 :** déterminer la séquence des flux de trésorerie générés par l'activité de l'entreprise en cas de continuation de l'entreprise.

**Question 3 :** calculer la valeur financière de l'entreprise en cas de continuation. En déduire la valeur de l'investissement des actionnaires dans l'entreprise. On déterminera au préalable le montant minimal de l'augmentation de capital à réaliser par l'entreprise afin de résoudre le problème de trésorerie en fin d'année.

**Question 4 :** en déduire la décision optimale pour les actionnaires de l'entreprise (liquider ou continuer).

**Question 5 :** montrer que la condition exprimant que la décision de continuation de l'activité de l'entreprise est préférable à la décision de liquidation de l'entreprise peut se mettre sous la forme :

$$I > \alpha + \beta \cdot r$$

où  $I$  désigne le flux de trésorerie annuel généré par l'activité de entreprise,  $r$  le taux d'actualisation, et  $\alpha$  et  $\beta$  deux paramètres que l'on exprimera en fonction des données suivantes :

$A_l$  : valeur de l'actif en cas de liquidation de l'entreprise

$RDMLT$  : remboursement de la dette à moyen long terme en fin d'année

$\Delta CAP$  : augmentation de capital nécessaire pour la continuation de l'activité.

## B) Etude de sensibilité et de risque

Afin d'étudier la sensibilité de la décision des actionnaires (liquider ou continuer) aux prévisions des flux de trésorerie (flux annuels moyens anticipés) et au risque, différents scénarios sont considérés et analysés.

Deux scénarios quant au régime de l'économie (qui a un impact direct sur l'activité de l'entreprise) sont définis : un scénario de décroissance économique avec un flux de trésorerie annuel moyen anticipé de 30 M€ et un scénario de croissance économique avec un flux de trésorerie annuel moyen anticipé de 40 M€. Pour ces deux scénarios, le taux d'actualisation est identique et égal à 10%.

Deux scénarios quant au risque sur l'activité de l'entreprise sont aussi définis : un scénario d'un environnement peu risqué avec un taux d'actualisation de 8% (soit une prime de risque de 3%) et un scénario d'un environnement risqué avec un taux d'actualisation de 12% (soit une prime de risque de 7%). Pour ces deux scénarios, le flux de trésorerie annuel moyen anticipé est identique et égal à 35 M€.

**Question 6 :** en étudiant les deux scénarios relatifs au flux de trésorerie annuel moyen anticipé (conditions économiques), déterminer si la décision des actionnaires est robuste quant aux conditions économiques.

**Question 7 :** calculer la valeur du flux de trésorerie annuel moyen anticipé généré par l'activité de l'entreprise qui rendrait les actionnaires indifférents entre liquider et continuer l'activité de l'entreprise.

**Question 8 :** en étudiant les deux scénarios relatifs au taux d'actualisation (risque de l'activité), déterminer si la décision des actionnaires est robuste quant au risque économique.

**Question 9 :** calculer la valeur du taux d'actualisation qui rendrait les actionnaires indifférents entre liquider et continuer l'activité de l'entreprise.

**Question 10 :** représenter dans le plan  $(r, I)$  dont on précisera la région pertinente d'un point de vue financier, la zone où il est optimal de liquider l'entreprise et la zone où il est optimal de continuer l'exploitation de l'entreprise. On représentera sur le graphique les différentes informations obtenues précédemment.