

112002

DSCG

SESSION 2011

UE 2 – FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures

Coefficient : 1

SESSION 2011

UE 2 FINANCE

Durée de l'épreuve : 3 heures - coefficient : 1

Document autorisé : aucun

Matériel autorisé :

Une calculatrice de poche à fonctionnement autonome sans imprimante et sans aucun moyen de transmission, à l'exclusion de tout autre élément matériel ou documentaire (circulaire n° 99-186 du 16/11/99 ; BOEN n° 42).

Document remis au candidat :

Le sujet comporte 8 pages numérotées de 1/8 à 8/8

Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à votre disposition.

Le sujet se présente sous la forme de deux dossiers indépendants

Page de garde.....	page 2
DOSSIER 1 : Etude de cas	(75 points, soit 15/20) page 3
DOSSIER 2 : Réflexion sur la théorie financière	(25 points, soit 5/20) page 4

Le sujet comporte les annexes suivantes

DOSSIER 1 – Introduction en bourse sur Alternext de Groupimo

Annexe 1 : Présentation du groupe	page 5
Annexe 2 : Modalités d'admission sur Alternext.....	page 5
Annexe 3 : Extraits des comptes consolidés au 31/12/2010.....	page 6
Annexe 4 : Modalités de fixation du prix.....	page 6
Annexe 5 : Détermination de la fourchette de prix	page 7
Annexe 6 : Détermination du coût du capital (CMPC).....	page 8
Annexe 7 : Pacte d'actionnaires.....	page 8

DOSSIER 2 – Théorie financière**AVERTISSEMENT**

Si le texte du sujet, de ses questions ou de ses annexes, vous conduit à formuler une ou plusieurs hypothèses, il vous est demandé de la (ou les) mentionner explicitement dans votre copie.

Il vous est demandé d'apporter un soin particulier à la présentation de votre copie.
Toute information calculée devra être justifiée.

DOSSIER 1 : ETUDE DE CAS

INTRODUCTION EN BOURSE SUR ALTERNEXT DE GROUPE PIMO

Créé en 2000, Groupimo a assis son développement sur son métier historique d'administrateur de biens. Il est aujourd'hui présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur des métiers des services à l'immobilier résidentiel ou d'entreprise :

- l'administration de biens :
 - la gestion locative ;
 - le syndic de copropriété ;
 - la location.
- l'activité d'agent immobilier :
 - la transaction dans l'ancien ;
 - la transaction dans le neuf.
- des activités en amont et en aval dans la chaîne de valeur :
 - le montage d'opérations de promotion et d'aménagement foncier ;
 - l'activité de marchand de biens.
- les services complémentaires :
 - courtage en financement ;
 - courtage en assurances ;
 - expertise.

Groupimo a démarré son activité en Martinique où il est devenu en quelques années le leader avec sa marque ombrelle propriétaire « le marché de l'immobilier », puis s'est développé en Guadeloupe, Guyane et Saint-Martin. Il disposait de 22 implantations à fin 2010 après avoir ouvert une implantation à Paris.

Travail à faire

A l'aide des *annexes 1, 2 et 3* :

~~1.~~ Présenter brièvement les objectifs recherchés par une entreprise au travers d'une introduction en bourse. Préciser les motivations spécifiques aux dirigeants-créateurs de Groupimo dans le cadre de cette introduction en bourse ?

~~2.~~ Indiquer les différences concernant les conditions d'admission entre Eurolist et Alternext ?

~~3.~~ Expliquer le rôle joué par les organismes financiers dans le cadre d'une introduction en bourse et indiquer les différentes procédures d'introduction ?

~~4.~~ Si l'émission est réalisée à 100% et à un prix égal au point médian de la fourchette indicative de prix, le produit brut de l'émission devrait s'élever à 4 032 000 €, soit une augmentation de capital de 270 000 € et une prime d'émission de 3 762 000 €. Les frais d'émission s'élèvent à 500 000 €. Faire abstraction de l'incidence fiscale.

Déterminer la valeur comptable d'une action avant et après l'opération.

A l'aide des *annexes 1 à 7* :

~~5.~~ Calculer le coût moyen pondéré du capital (CMPC) de Groupimo.

~~6.~~ Déterminer la valeur de marché des fonds propres de Groupimo par la méthode des comparables.

7. Calculer la valeur de marché des fonds propres de Groupimo par la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (FTD ou en anglais DCF, *Discounted Cash Flows*).

8. Indiquer ce qu'est un pacte d'actionnaires et ses éventuels intérêts.

9. Actuellement le cours d'une action Groupimo est de 0,79 €. Les dirigeants ont entendu parler de regroupement d'actions. Présenter succinctement cette méthode et préciser en quoi elle est adaptée à leur situation.

DOSSIER 2 : REFLEXION

Sujet : Théorie financière

Travail à faire

A l'aide de vos connaissances, il vous appartient de répondre à la question suivante :

« Le MEDAF (le modèle d'Equilibre des Actifs financiers) a fait l'objet de vives polémiques. Présenter l'intérêt et les limites de ce modèle ainsi que les alternatives existantes »

Il est attendu de la part du candidat de répondre de manière précise et structurée à la question posée.

Il est demandé de limiter votre réponse à 4 pages au maximum sur votre copie d'examen.

⇒ modèle CPP
→ le prix revient t_j à son équilibre
→ possibilité de se financer au taux sans ris. $\Rightarrow t_j > \text{les CBST}$
→ β uniq. (pas par un autre actif?)
→ modèle NEA. (plusieurs facteurs macro éco)
↳ plusieurs β .

Annexe 1 : Présentation de l'entreprise

Opérateur intégré de services à l'immobilier, Groupimo intervient dans l'administration de biens (50% du chiffre d'affaires réalisé dans la gérance, la location et le syndic), la transaction immobilière (41%) et diverses activités complémentaires (courtage en financement et assurance, expertise, aménagement foncier et montage d'opérations : 9%).

Groupimo occupe une position de leader dans les Départements et Territoires Français d'outre mer où la demande de biens immobiliers est soutenue par le développement économique et la croissance démographique ainsi que par les dispositifs de défiscalisation.

Groupimo a augmenté son chiffre d'affaires de plus de 20% par an depuis 2008 et maintenu une rentabilité opérationnelle de 8% en 2009 et 2010. La marge d'exploitation devrait progresser à partir de 2011. De nouvelles implantations ont été ouvertes en 2010 : 10 agences nouvelles soit 83% de plus qu'en 2009.

Groupimo bénéficie d'une bonne visibilité, liée à la récurrence de l'activité dans l'administration de biens où le taux de renouvellement des mandats de syndic et de gérance est supérieur à 90%.

Groupimo présente une structure qui favorise les économies d'échelle (mutualisation des services administratif, comptable et juridique), la flexibilité (force de vente constituée d'agents commerciaux rémunérés au variable) et les effets de synergie au niveau local (maillage du marché-cible, mise en commun des bases de données et fonctionnement en réseau).

Groupimo aborde le marché parisien : encore peu structuré, il est en voie de consolidation et présente des opportunités tant pour la croissance organique (mise en place d'un réseau d'agences organisé et mutualisant les fonctions administratives) que pour la croissance externe (reprise de cabinets d'administration de biens et d'agences).

Groupimo possède plusieurs atouts : une expérience éprouvée dans la reprise et l'intégration de sociétés, les relations établies avec Arthur Loyd et Generalli dans l'immobilier d'entreprise et les partenariats développés dans le montage d'opérations de promotion (Groupe Hoche, Omnium...).

Après la reprise de Foncia par Natixis, Groupimo serait le seul opérateur intégré indépendant coté en Bourse. L'augmentation de capital réalisée à l'occasion de son admission sur Alternext permettra à Groupimo d'accélérer sa croissance par de nouvelles implantations et acquisitions.

Annexe 2 : Modalités d'admission sur Alternext

Période de souscription :

La période de souscription débutera le 29 juin et prendra fin le 12 juillet 2011 à 17 heures.

Nombre d'actions composant le capital :

- Avant introduction : 1 000 000 actions d'une valeur nominale de 1 € chacune.

Nombre d'actions offertes :

- 240 000 actions par augmentation de capital (4,032M€) au prix de 16,80€ (prix égal au point médian de la fourchette indicative de prix)

- 60 525 actions par cession

Procédure de diffusion :

- Placement global : 90% de l'offre

- Offre à Prix Ouvert : 10% de l'offre

Clause d'extension :

Le nombre d'actions nouvelles pourrait être augmenté d'un maximum de 36 000 actions supplémentaires représentant 15 % du montant initial offert au marché.

Fourchette indicative de prix : 15,54 € - 18,06 €

L'opération devra être souscrite à hauteur d'au moins 75%. Si ce seuil n'est pas atteint, l'opération ne sera pas réalisée et les ordres reçus seront caducs et annulés.

Produits et charges relatifs à l'offre :

Le produit brut de l'émission des actions nouvelles est estimé à environ 4 032 000 € en considérant que le nombre d'actions émises est de 240 000, hors cessions et opération réservée aux salariés.

Sur les mêmes bases, la rémunération globale des intermédiaires financiers et le montant des frais juridiques, comptables et administratifs sont estimés à 500 K€ environ. Les frais juridiques, comptables et administratifs seront

pris en charge par la Société. La rémunération globale des intermédiaires financiers sera prise en charge par la Société.

La rémunération globale des intermédiaires reste à 500 K€ pour les trois cas de figure : 75%, 100% ou 115% de l'augmentation prévue.

Cession d'actions existantes :

Nombre d'actions à céder : 60 525 actions anciennes, représentant 6,05 % du capital et des droits de vote de Groupimo à la date du présent prospectus. Les cessions seront effectives après la réalisation à 100% de l'augmentation de capital.

Augmentation de capital réservée aux salariés :

Nombre maximum d'actions à émettre réservées aux salariés :

Il est prévu une augmentation de capital de maximum 30 000 actions (20 000 actions en numéraire et 10000 actions gratuites) soit 3 % du capital et des droits de vote de la Société à la date du présent prospectus, réservée aux salariés du groupe dans le cadre d'un Plan Epargne Groupe. Le prix de cette augmentation du capital réservée sera égal à 80% du prix du placement retenu. Les actions seront attribuées ou cédées aux salariés à la date de l'augmentation mais le prix sera réglé ultérieurement.

Annexe 3 : Extrait des Comptes consolidés au 31/12/2010

Données sélectionnées des comptes consolidés en K€ de Groupimo	31/12/2010
Chiffre d'affaires (CA)	10172
Résultat d'exploitation	793
Résultat net part de groupe (RN)	571
RN/CA <i>-> taux marge résultat net</i>	5.61%
Actifs immobilisés	6974
Disponibilités et VMP	560
Capitaux propres part de groupe	2380

Annexe 4 : Modalités de fixation du prix

Le prix des actions offertes dans le cadre de l'Offre Publique (le "Prix de l'Offre Publique") sera égal au prix des actions offertes dans le cadre du Placement Global (le "Prix du Placement Global").

Il est prévu que le Prix de l'offre soit fixé par le Conseil d'Administration de la Société le 13 juillet 2011, étant précisé que cette date pourrait être reportée si les conditions de marché et les résultats de la construction du livre d'ordres ne permettaient pas de fixer le Prix de l'Offre dans des conditions satisfaisantes. La date de fixation du Prix de l'Offre pourra également être avancée en cas de clôture anticipé de l'Offre à Prix Ouvert et du Placement Global.

Le Prix du Placement Global résultera de la confrontation de l'offre des actions dans le cadre du Placement Global et des demandes émises par les investisseurs dans le cadre du Placement Global selon la technique dite de "construction du livre d'ordres" telle que développée par les usages professionnels.

Le Prix du Placement Global pourrait se situer dans une fourchette comprise entre 15,54 € et 18,06 € par action, fourchette qui pourra être modifiée à tout moment jusque et y compris le jour prévu pour la fixation du Prix du Placement Global. Cette information est donnée à titre strictement indicatif et ne préjuge pas du Prix du Placement Global qui pourra être fixé en dehors de cette fourchette.

Cette fourchette de prix correspond à une valorisation de la société entre 18,9M€ et 23,2M€.

Annexe 5 : Détermination de la fourchette de prix

Pour aboutir à la fourchette indicative de prix proposée, les éléments suivants ont été retenus.

Méthodes des multiples de comparables boursiers :

La méthode des comparables boursiers valorise une société sur base de ratios de valorisation (Valeur d'entreprise par rapport au Chiffre d'Affaires, Valeur d'entreprise par rapport au Résultat d'Exploitation, et la Capitalisation Boursière par rapport au Résultat Net) observés pour un groupe de sociétés comparables. Dans le cas de Groupimo, spécialisé dans la prestation de services à l'immobilier, il n'existe qu'une seule société exerçant les mêmes métiers, Foncia, reprise au début 2011 par le groupe Natixis.

L'échantillon représentatif a donc été élargi aux promoteurs immobiliers réalisant une partie de leur chiffre d'affaires dans des activités de services, écartant d'emblée ceux qui ne sont engagés que dans la promotion immobilière : cette activité présente une structure d'exploitation et des risques sans commune mesure avec la prestation de services.

Il a été retenu :

NEXITY (Eurolist A) : leader de la promotion immobilière en France,

FONCIA (repris par Natixis) : leader des prestations de gestion et de transactions mobilières en France (plus de 300 implantations). Le chiffre d'affaires est réparti entre la gestion de copropriétés (30%), la gestion locative (25%), les transactions (26,5%), l'expertise et le courtage en assurance, la gestion de fonds mandants etc.

ICADE (Eurolist A) : l'un des principaux acteurs du marché de l'immobilier en France. ICADE exerce ses activités dans la promotion (56% du chiffre d'affaires), l'investissement foncier (25%) et les services (exploitation et gestion de biens immobiliers : 19% du chiffre d'affaires).

L'étude de l'échantillon de sociétés comparables nous permet d'obtenir les multiples moyens après décote :

	2011 (estimation)	2012 (estimation)	2013 (estimation)
Multiples moyen (après décote) du Résultat d'exploitation	11.2 3	9.9 2	9.5 1

moy = 10,25.

Le prévisionnel de la société Groupimo (millions d'€) est le suivant :

GROUPIMO	2011 (estimation)	2012 (estimation)	2013 (estimation)
Résultat d'exploitation	1.4 15,68	2.1 20,75	2.6 26,70

L'endettement net de Groupimo est de 2,5 millions d'euros.

Méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (FTD) ou discounted cash-flows (DCF) :

La méthode des flux de trésorerie actualisés permet de valoriser l'entreprise sur la base de ses cash-flows futurs. Cette méthode est adaptée à la valorisation de Groupimo s'agissant d'une société qui évolue sur un secteur en croissance et extériorisant des flux de trésorerie disponibles positifs, après financement des investissements d'exploitation et financement des besoins en fonds de roulement. La mise en oeuvre de cette méthode à partir d'hypothèses de travail établies par un analyste financier, de la société Avenir Finance est cohérente avec la fourchette de prix proposée dans le présent prospectus.

Les hypothèses retenues par l'analyste d'Avenir Finance, pour la valorisation par les FTD sont les suivantes :

- l'estimation d'une prime de risque propre à l'émetteur permettant de fixer le taux d'actualisation des flux futurs ;
- un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- un taux d'imposition normatif à 33,33% ;
- un endettement net de 2,5 millions d'euros.

Données prévisionnelles

en millions d'€	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	15	18	21	24	26	28
Résultat d'exploitation	1,8	3	3,9	4,5	4,8	5,1
Dotations aux amortissements	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Investissements	0,8	0,7	0,9	0,9	0,9	0,8
Variation du BFR	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Valeur de la société GROUPIMO :

La valeur retenue correspond à la moyenne de la valeur découlant de la méthode des comparables (moyenne de la fourchette) et celle provenant de la méthode des FTD, Flux de trésorerie disponibles actualisés.

La fourchette de valeur 18,9M€ et 23,2M€ correspond à une variation de + et - 10% de la valeur obtenue. Cette fourchette de valeur (avec d'autres paramètres) a permis aux dirigeants de Groupimo de fixer une fourchette de prix entre 15,54 € et 18,06€ par actions.

Annexe 6 : Détermination du coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Le Bêta de l'actif (ou de l'activité) de l'échantillon de sociétés comparables est de 0,7276.

Le Bêta de la dette de la société Groupimo est égal à 0.

Le taux d'intérêt sans risque est de 4% et la prime de risque du marché est de 8%.

Le taux d'intérêt auquel l'entreprise Groupimo peut s'endetter est de 5%.

Le taux d'impôt sur les sociétés est de 33,33%.

La structure de financement cible à retenir est de 20% de dettes et 80% de fonds propres.

$$\frac{VDF}{VE} = 0,20$$

Pour obtenir le Bêta des fonds propres de Groupimo nous utilisons la formule suivant :

$$\frac{VCP}{VE} = 0,80$$

$$\beta_{cp} = \beta_a * (1 + (1-t) * Vd/Vcp)$$

avec,

t, le taux d'IS ;

β_a , le bêta de l'activité ;

β_{cp} , le bêta des capitaux propres ;

Vd, la valeur de la dette ;

Vcp, la valeur des capitaux propres ;

Le β_{cp} est à arrondir à deux chiffres après la virgule.

Annexe 7 : Pacte d'actionnaires

Un pacte d'actionnaires a été signé le 20 avril 2011 pour une durée de dix ans entre les quatre principaux actionnaires de Groupimo.