

### **Question de cours:**

1) Le FDR normatif est un concept basé sur la décomposition du BFR en deux grandeurs: la première étant le volume d'activité, qui est censée variable. La seconde concerne la relation entre le prix de vente (ou de revient du produit) et ses différentes composantes (inputs et délais). La logique du FDR normatif est la part des composantes et les délais ne changent pas. Le BFR en jours résume ainsi la composante stable. Le volume d'activité est laissé variable, le BFR en valeur étant le produit des deux.

2) Les travaux de MM (58 et 63) ont posé la question de la pertinence de la dette et donc le problème de la structure du capital. La période qui a suivi et connu sous le vocable "théorie du consensus" a vu un rapprochement entre la théorie traditionnelle et celle de MM en stipulant l'existence d'un ratio objectif "target ratio" où le coût du capital serait minimisé. Si la société poursuit une politique d'endettement reposant sur le target ratio, le modèle du coût du capital pourra être utilisé (la question de pertinence ne se pose pas puisque la structure de financement actuelle ne change pas avec le nouveau projet). Toutefois, l'idée de séparation est née avec les travaux de Myers 1974 dans son modèle de VAN ajustée. En effet, Myers a proposé de séparer la rentabilité économique (VAN de base) et la rentabilité financière (VAN ajustée). C'est le taux de capitalisation de l'entreprise non endettée (proposé par MM) qui représente le taux d'actualisation de la VAN de base.

### **Corrigé 3<sup>ème</sup> partie (Gestion Financière) du module Gestion Intégrée Session de rattrapage 2005**

Sachant que la société GAMMA compte modifier sa structure financière lors du financement du nouveau projet, on doit appliquer

le modèle de la VAN ajustée dans l'évaluation de la rentabilité du projet. Pour ce faire on évaluera successivement la VAN de base, la VAN de l'emprunt et la VAN ajustée

#### **Evaluation de la VAN de base**

On évaluera successivement le coût de l'investissement, les flux de trésorerie et le coût de financement approprié, soit le taux de rendement économique.

#### **I-INVESTISSEMENT**

(en 1000 Dinars)

	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Terrain	400,000						
Construction	400,000	800,000					
Matériel Industriel		4000,000					
Frais Préliminaires		400,000					
	<b>800,000</b>	<b>5200,000</b>					

## Dotations Aux Amortissements

Val Res

	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	
Terrain								488,425
Construction			60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	900,000
Maériel Industriel			400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	2000,000
Frais Préliminaires			80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	0,000
<b>Dot Amortissements</b>			<b>540,000</b>	<b>540,000</b>	<b>540,000</b>	<b>540,000</b>	<b>540,000</b>	<b>3388,425</b>

## II -EXPLOITATION

### 1-Ventes

	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Chiffre d'affaires			2300,000	2300,000	2300,000	2800,000	2800,000

### 2-Coût Matières

	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Coût Matières			920,000	920,000	920,000	1120,000	1120,000

### 3-Résultat

	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Chiffre d'affaires			2300,000	2300,000	2300,000	2800,000	2800,000
Coût Matières			920,000	920,000	920,000	1120,000	1120,000
C.Fixes décaissables			300,000	300,000	300,000	400,000	400,000
Dot Amortissements			540,000	540,000	540,000	540,000	540,000
Résultat avant Impôt			540,000	540,000	540,000	740,000	740,000
Impôt			189,000	189,000	189,000	259,000	259,000
<b>Résultat Net</b>			<b>351,000</b>	<b>351,000</b>	<b>351,000</b>	<b>481,000</b>	<b>481,000</b>
<b>BN + Dot Amort</b>			<b>891,000</b>	<b>891,000</b>	<b>891,000</b>	<b>1021,000</b>	<b>1021,000</b>

### 4- Flux du Projet

	31/12/2005	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
BN + Dot Amort	0		891,000	891,000	891,000	1021,000	1021,000
Variation BFR	0	-191,667			-41,667		
Récupération BFR	0	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	233,333
Valeur Résiduelle	0		0,000	0,000	0,000	0,000	<b>3388,425</b>
Investissement	-800,000	-5200,000					
<b>CFN</b>	<b>-800,000</b>	<b>-5391,667</b>	<b>891,000</b>	<b>891,000</b>	<b>849,333</b>	<b>1021,000</b>	<b>4642,758</b>

### III - Financement

Sociétés	Bêta Actions	L * ( 1 - T)	1+(1 - T)* L	Bêta Actifs
Société1	1,217	0,217	1,217	1,00
Société2	1,433	0,433	1,433	1,00
Société3	1,65	0,650	1,650	1,00
<b>Bêta Actifs moyen</b>				<b>1,00</b>

Côût de capitalisation de l'entreprise non endettée =  $0,08 + (0,13 - 0,08) * 1 = 13,000\%$

**VAN de Base = -951,033**

VAN ajustée = VAN de base + VAN de l'emprunt

Economies fiscales liées à la dette actualisées:

années	(en mD)		
	Intérêts	taux IS	Ec Fiscales
1	320	35%	112
2	320	35%	112
3	320	35%	112
4	320	35%	112
5	320	35%	112
6	320	35%	112
7	320	35%	112

**VAN de l'emprunt = 539,920**

**VAN ajustée = VAN de base + VAN de l'emprunt = -411,113**

#### Conclusion:

Le projet n'est pas économiquement rentable. Le mode de financement permet de dégager un surplus qui ne compense pas la rentabilité économique.

Par conséquent le projet doit-être rejeté.