



UNIVERSITE D'ABOMEY-CALAVI
ECOLE NATIONALE D'ECONOMIE
APPLIQUEE ET DE MANAGEMENT
(ENEAM)



**DIPLOME D'ETUDES SUPERIEURES DE COMPTABILITE ET DE GESTION
FINANCIERE**

(DESCOGEF)

EXAMEN BLANC

DU 04 août au 07 Septembre 2023

ENEAM / UAC

EPREUVE DE FINANCE

NOTES LIMINAIRES

1. Rédaction soignée exigée, avec une justification précise des réponses.
2. L'utilisation de téléphone portable ou de tablette est strictement interdite.
3. L'usage de la calculatrice autonome sans moyen de communication (type collège) est autorisé.
4. L'épreuve comporte quatre dossiers indépendants.
5. Le sujet comporte onze (11) pages. Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à votre disposition.

SOMMAIRE

DOSSIERS	Contenu	Durée	Barème
DOSSIER 1	Ingénierie financière • Montage L.B.O. • Gouvernance d'entreprise • Evaluation d'entreprise • Plan de financement • Rentabilité d'investissement	02 h	30
DOSSIER 2	Diagnostic financier • Ratios et indicateurs et indicateurs • Note de synthèse	45 min	12
DOSSIER 3	Structure financière et formule de Hamada • Coût du capital de la firme endettée • Formule de Hamada • Théories sur la structure financière	45 min	12
DOSSIER 4	Finance de marche • Risques de change • Couverture par les options	30 min	08
Total		4 H	60 points

Dossier 1 : Montage L.B.O. - Gouvernance d'entreprise - Reprise de société (Extrait DSCG 2008)

Le groupe Wind a diversifié ses activités dans le secteur de l'électronique à la fin des années quatre-vingt-dix. Depuis, il décide de se recentrer sur son cœur de métier et de céder des activités jugées non stratégiques. Diverses activités sont alors filialisées, en vue de leur cession, comme la société Idec, spécialisée dans l'industrialisation et la production de circuits imprimés qui est mise en vente vers la fin de l'année 2007.

Un fonds d'investissement propose au directeur commercial de la société Idec, Monsieur Albert, accompagné de quelques cadres du groupe Wind, un projet de reprise concernant la société Idec, les perspectives du secteur étant encourageantes. Au regard du prix de cession demandé par la direction du groupe Wind, l'hypothèse d'une acquisition, mettant en œuvre un montage financier par L.B.O. est évoquée.

Les dossiers qui vous sont proposés traitent de l'opération de « leverage buy-out » (L.B.O.) mise en place fin 2007 pour financer la société Idec.

Travail à faire

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

1. Exposer les objectifs et les caractéristiques du montage financier mis en place dans le cadre d'une acquisition par Leverage Buy-Out (L.B.O.), tant en matière financière que de gouvernance.
2. Quelles devraient être les conditions d'une configuration économique et financière adéquate des sociétés acquises (ou sociétés « cibles ») par LBO ? Analyser si la société Idec remplit les critères d'une société cible adéquate, permettant le recours à une reprise par L.B.O.

Partie 2 : A l'aide des annexes 4, 5, 6 et 7 :

3. Déterminer la rentabilité économique prévisionnelle après impôts de la cible pour les exercices de 2008 à 2012.
4. Présenter la signification du taux d'actualisation retenu pour l'évaluation de la société cible ainsi que les différents arguments théoriques relatifs à l'incidence éventuelle de l'endettement sur sa détermination.
5. Procéder à l'évaluation de la cible et déterminer le montant de chacune des sources de financement de la société holding de reprise (dettes et capitaux propres).
6. Déterminer pour chaque exercice de la période 2008 à 2012, le montant maximum de dividendes pouvant être versé par la société cible à la société holding.
7. Présenter le plan de financement de la holding sur la période fin 2007 à fin 2012, en considérant le remboursement de la dette junior, et conclure sur la pertinence du montage financier envisagé.
8. Calculer le taux de rendement attendu des actionnaires (le TRI, le taux de rentabilité interne) à la fin de l'exercice 2012.

Dossier 2 : Diagnostic financier (Extrait DSCG 2010)

Cotée sur Alternext depuis 2004, la société Phone Solving a été fondée à Toulouse en 1995 afin de développer des services automatisés de conférences audio. Phone Solving s'est ensuite développée essentiellement par croissance interne mais aussi en procédant à l'acquisition d'entreprises européennes positionnées sur le même secteur d'activité.

Elle est devenue l'un des premiers spécialistes de services de téléconférence européen. Son activité consiste principalement à concevoir des plates-formes multimédia de téléconférence combinant les fonctionnalités de l'audio, de la vidéo et de la transmission de données par Internet et à en commercialiser les temps d'utilisation. Son chiffre d'affaires est réalisé auprès d'entreprises qui achètent des minutes d'utilisation pour satisfaire leurs besoins de communication à distance. Ces plates-formes pourtant simples d'emploi permettent d'accéder à des contenus très riches grâce à une technologie sophistiquée. La société dispose de 2 centres de recherche et développement à Toulouse et à Sophia-Antipolis près de Nice et consacre une partie significative de son chiffre d'affaires à la recherche. La qualité de ses plates-formes a permis à Phone Solving de se forger une notoriété internationale. Elle réalise aujourd'hui la majeure partie de son chiffre d'affaires hors de France.

Phone Solving dispose d'une force de vente directe étoffée (250 commerciaux), ce qui lui permet d'entretenir un contact étroit avec ses clients et de les fidéliser. L'effectif de la société est d'environ 1000 personnes au 31/12/2009.

Phone Solving commercialise 2 types de services :

- la conférence « Top Meeting » : c'est le produit phare de Phone solving. Ce service disponible à la demande et facturé à la minute d'utilisation permet aux utilisateurs de gérer tous les aspects d'une réunion en ligne via Internet ;
- le service « Eventstars » : ce service est dédié aux événements médiatiques. Il intègre des fonctionnalités de diffusion audio, Internet et en continu (« streaming ») ;

Le marché de la téléconférence apparaît comme un marché porteur car il permet aux dirigeants d'économiser du temps en réduisant leurs déplacements professionnels. Les entreprises aussi y trouvent leur compte car elles diminuent le poste « frais de déplacement » et gagnent en flexibilité car elles peuvent réunir les cadres de façon impromptue pour satisfaire rapidement les demandes de leur clientèle.

Cependant, la mondialisation accélère la consolidation du secteur et les firmes multinationales qui constituent un segment de clientèle privilégié recherchent des entreprises susceptibles de répondre efficacement à l'ensemble de leurs besoins en matière de communication virtuelle de groupe. L'objectif de Phone Solving est donc d'améliorer sa position de marché parmi les fournisseurs mondiaux de services multimédia de téléconférence. Pour atteindre ce but, Phone Solving doit maintenir son avance technologique tout en améliorant sa rentabilité.

Travail à faire : Annexes 8 et 9

1. Vous calculerez les ratios et indicateurs que vous aurez jugés significatifs pour poser un diagnostic sur la profitabilité, la rentabilité, l'équilibre financier et la situation de trésorerie de la société Phone Solving à partir des comptes consolidés 2007-2009.

2. Vous rédigerez un diagnostic financier de la société Phone Solving dans une note qui n'excèdera pas deux pages.

Dossier 3 : Structure financière et formule de Hamada

Dans la mesure où les intérêts sont déductibles du résultat imposable, on vous rappelle que le coût du capital de l'entreprise endettée se calcule de manière classique comme suit :

$$CMPC = R_C \frac{E}{E+D} + i(1-T) \frac{D}{E+D} \rightarrow (\text{Relation 1})$$

On sait également que la relation entre la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise endettée en fonction de la rentabilité de l'actif économique s'établit comme suit :

$$R_C = R_{AE} + (R_{AE} - i) \frac{D}{E} (1-T) \rightarrow (\text{Relation 2})$$

Travail à faire : Annexe 10

1. A partir des relations (1) et (2), montrer que $CMPC = R_{AE} \left[1 - \frac{T \cdot D}{E+D} \right]$
2. A partir de la relation (2) et du MEDAF, établir la relation de Hamada entre le bêta de la firme non endettée et celui de l'entreprise endettée. Dans ce cas, on supposera que la dette est émise au taux sans risque.
3. Présenter deux théories de votre choix qui expliquent la structure financière d'une entreprise.

Dossier 4 : Couverture de risque de change et option (Extrait DSCG 2013)

Exportant régulièrement ses produits au Japon, l'entreprise PRIC a vendu des produits à un distributeur japonais pour un montant total de 20 000 000 JPY. Le client s'engage à payer la totalité de la facture à l'échéance, dans 3 mois. Le taux de change actuel est de 100 JPY = 0,9544 EUR.

La SA PRIC souhaite couvrir cette transaction avec une option de vente européenne de JPY dont les caractéristiques de présentent comme suit :

- prix d'exercice de l'option 100 JPY = 0,9234 €
- montant de la prime : 0,0374 € pour 100 JPY

Travail à faire : Annexe 10

1. Calculer le montant net encaissé par l'entreprise en l'absence de couverture si à l'échéance le taux de change atteignait 100 JPY = 0,88 EUR ?
2. Indiquer le montant de la réduction de perte obtenue grâce à l'utilisation de l'option ?
3. Si à l'échéance, le taux de change atteignait 100 JPY = 1,02 EUR, indiquer la décision à prendre par la société et le montant net encaissé.
4. Citer trois autres mécanismes de couverture des risques de change

Annexes

Annexe 1 : Aspects financiers et de gouvernance des montages à effet de levier

Article 1 : La mécanique LBO

Par Alexis Canuet

Article extrait de la revue *Alternatives Economiques* n° 252, novembre 2006 p.76-77

Les LBO sont des montages financiers qui consistent à racheter des entreprises en ayant recours massivement à l'emprunt.

« 4 octobre 2006, 8^e arrondissement de Paris, les abords de l'hôtel Pershing Hall, où se tient une réunion de l'Association française des investisseurs en capital (*Afic*), connaissent une animation insolite. Une quinzaine de militants du collectif LBO, constitué par la CGT, distribuent des tracts. Leur but : alerter l'opinion sur le caractère néfaste des fonds de *leveraged buy out* (LBO) dont l'existence et les pratiques restent grandement méconnues du grand public.

Pourtant, depuis leurs débuts en France, dans les années 80, des milliers d'entreprises ont subi leur traitement de choc, des magasins de surgelés Picard au câblo-opérateur Noos. Fort de l'engouement du monde de la finance pour ces opérations aux rendements élevés, ces fonds ont collecté près de 8 milliards d'euros de capitaux en 2005. Un trésor de guerre qui leur permet de s'attaquer à des sociétés de toutes tailles, de 1 million à 4 milliards d'euros de chiffres d'affaires, mises en vente soit par des actionnaires familiaux, soit par des groupes cotés souhaitant se recentrer sur leur cœur de métier.

Si ces fonds communiquent peu, le montage financier utilisé, dit « *leveraged buy out* », [...] [facilite la réalisation des objectifs élevés des fonds LBO en termes de retour sur capitaux propres : de l'ordre de 20 % à 30 % par an. [...] Les performances élevées des fonds LBO ne sont cependant pas uniquement dues à ces effets financiers. Quand il arrive à la tête d'une entreprise, un fonds LBO bouleverse aussi sa gestion afin d'accroître sa rentabilité opérationnelle. Dès le début du processus d'acquisition, le fonds d'investissement définit en général avec la direction de l'entreprise un *business plan* à cinq ans, l'horizon moyen d'investissement de ce type de fonds. Le montage financier utilisé limite les choix stratégiques en imposant au management de maximiser les rentrées de liquidités afin de réduire rapidement l'endettement. L'investissement, qui se traduit dans l'immédiat par des sorties de liquidités importantes, est parfois la première victime de ces stratégies.

Sur le plan social, ces stratégies impliquent généralement une rationalisation de l'organisation de l'entreprise cible, autrement dit des réductions d'effectifs. Le fonds Cinven, propriétaire du câblo-opérateur UPC Noos depuis mars 2006, n'a ainsi pas hésité à annoncer en septembre dernier la suppression de deux postes sur trois. Si Cinven semble faire peu de cas du sort de ses salariés, les difficultés réelles du câble face au développement des offres ADSL, qui motivent cette restructuration, peuvent cependant difficilement lui être imputées.

Dans d'autres contextes, les stratégies mises en œuvre par les fonds LBO peuvent aussi se révéler favorables au développement des entreprises. Ainsi, des filiales vendues par de grands groupes cotés retrouvent souvent une liberté d'action qui booste leur croissance, alors que leur statut antérieur de cinquième roue du carrosse les handicapait. Materis, une ancienne filiale du groupe cimentier Lafarge spécialisée dans les peintures et les mortiers pour le bâtiment, en est une illustration. Cette société,

qui a fait l'objet de trois LBO successifs depuis sa cession en 2001, connaît une croissance régulière de son chiffre d'affaires et de ses effectifs.

L'impact économique et social global des fonds LBO sur la gestion des entreprises est donc contrasté. La principale limite de l'action de ces fonds réside dans leur principe même. [...] Or, si ces risques sont connus et assumés par les fonds qui pratiquent ces montages, ils ne sont aucunement choisis par les salariés qui, au final, subiront les conséquences les plus graves de la faillite de leur entreprise. Si, heureusement, ces cas restent relativement rares pour l'instant, le développement massif de ce type d'investissements pourrait multiplier ces accidents de parcours. »

Article 2 (extrait) : L'héritage des LBO

Par Steven Kaplan,

Article extrait de : *L'Art de la Finance n°8, e-learning HEC – Les Echos, 2005*

« [...] La politique de management des entreprises a beaucoup évolué au cours des quinze dernières années, en particulier aux Etats-Unis. Parmi les changements et les évolutions prévisibles outre-Atlantique et dans le reste du monde, beaucoup trouvent leur origine dans la vague de prises de contrôle et de LBO qui a submergé les Etats-Unis dans les années 80, et a conduit à mettre en pratique plusieurs grands principes de management [...].

Au début des années 80, le LBO obéissait à trois principes fondamentaux.

- L'importance de l'endettement contracté dans les opérations de ce type obligeait l'équipe de direction de la société rachetée à faire preuve d'une grande rigueur. En raison de cet endettement, les dirigeants ne pouvaient plus considérer que les capitaux, en particulier les capitaux propres, ne coûtaient rien. Bien au contraire, si le rendement des capitaux était insuffisant, les engagements n'étaient plus honorés et l'entreprise courait à la faillite.
- Le LBO faisait bénéficier les cadres dirigeants d'une participation substantielle dans la société cible, les incitant à s'impliquer dans la gestion de l'entreprise pour rembourser la dette et accroître la valeur actionnariale de la société. En cas de succès, l'opération pouvait s'avérer très rentable. Au début de mes recherches, j'ai constaté qu'à l'occasion d'un LBO, les dirigeants portaient en moyenne leur participation de 1,4 % à 6,4 % après l'opération. Dans l'ensemble, les équipes d'encadrement ont vu leur participation augmenter de façon similaire. Au début des années 80, ce mode de rémunération des cadres se démarquait encore de la pratique courante.
- Les principaux investisseurs dans les opérations de LBO (les « sponsors ») contrôlaient de très près les sociétés ainsi acquises. A l'inverse des sociétés cotées où les conseils d'administration sont composés de nombreux membres, principalement de petits actionnaires n'ayant qu'un lointain rapport avec la société, ceux des sociétés ayant fait l'objet d'un LBO étaient de taille plus modeste et se composaient essentiellement de sponsors détenant une participation substantielle dans les sociétés concernées et donc intéressés à leur réussite.

Dans la première moitié des années 80, l'application de ces principes a été couronnée de succès. [...]

Il est probable que le reste du monde continuera à s'inspirer des principes du LBO et à se rapprocher du système américain de management des entreprises, d'une part parce que les entreprises et les pays qui ne s'adapteront pas se trouveront nettement défavorisés lorsqu'ils voudront lever des capitaux sur le marché mondial, et, d'autre part, parce que les sociétés et les pays dotés d'une meilleure politique de management des entreprises prennent de meilleures décisions ».

Annexe 2 : Informations sur le secteur d'appartenance et l'activité de la société Idec

Après la très forte croissance des années quatre-vingt-dix, dopée par le marché des télécoms, le marché des circuits imprimés a enregistré au début des années deux mille, une chute brutale. Les surcapacités pèsent d'autant plus sur les prix. Les délocalisations en Chine s'accroissent. Le secteur se restructure. Des signes de reprise sont attendus à un horizon encore incertain. Dans ce secteur les innovations technologiques sont majeures et l'investissement représente un élément stratégique dans la gestion des entreprises.

Au moment de la cession, la société réalise encore près de 70% de son chiffre d'affaires avec le groupe Wind avec des délais de paiements de 60 jours. Monsieur Albert fonde son projet de reprise sur une diversification de la clientèle reposant sur :

- le développement de petites et moyennes séries ainsi que sur des produits plus spécialisés, vendus à davantage de petits clients, dans des délais courts,
- le développement sur d'autres marchés, comme le secteur militaire,
- le renforcement du poids des clients étrangers (Belgique, Allemagne, Etats-Unis).

Annexe 3 : Eléments du compte de résultat de la société Idec de 2004 à 2007

Montants en K €	2004	2005	2006	2007
Chiffres d'affaires	30 000	30 000	28 000	28 000
Achats stockés consommés	-12 000	- 12 000	- 11 200	- 11 200
Autres achats et charges externes	- 2 500	- 2 400	- 2 240	-2 240
Impôts et taxes	-1 000	-1 000	- 900	- 900
Salaires et charges sociales	- 11 000	- 11 000	- 10 000	- 10 000
Dotations d'exploitation (amortissement et solde des provisions)	- 3 800	- 2 400	- 2 300	- 2 000
Autres charges	- 700	- 410	- 610	- 610
Résultat d'exploitation	1 000	790	750	1 050

Annexe 4 : Eléments extraits du compte de résultat prévisionnel de la société Idec de 2008 à 2012

Montants en K€	2008	2009	2010	2011	2012
Produits d'exploitation encaissables	31 000	31 000	35 000	35 000	38 000
Charges d'exploitation décaissables	25 500	25 500	28 500	29 500	30 500
Dotations aux amortissements d'exploitation	2 200	2 200	2 500	2 500	2 500

Le taux d'imposition s'élève à 33,1/3%.

Le résultat d'exploitation est utilisé comme indicateur du résultat économique.

Annexe 5 : Eléments extraits du plan de financement prévisionnel de la société Idec de 2008 à 2012

L'actif économique résultant du programme d'investissement et des modifications du besoin en fonds de roulement devrait s'établir aux montants suivants :

Montants en K€	2008	2009	2010	2011	2012
Immobilisations brutes	10 000	12 000	13 500	14 500	15 500
Besoin en Fonds de Roulement	3 900	4 000	4 200	4 300	4 500

Par ailleurs, on sait qu'au 31 décembre 2007, la société Idec disposait d'un montant d'immobilisations brutes de 9 000 K€, amorties à hauteur de 3 000 K€ et le besoin en fonds de roulement d'exploitation s'élevait, en valeur nette, à 3 500 K€.

Annexe 6 : Evaluation du prix d'acquisition de la cible

L'acquisition se fait le 31 décembre 2007. Pour évaluer le montant du prix d'acquisition de la cible à la base du montage financier, il est décidé, d'un commun accord, d'actualiser les flux de trésorerie disponibles ou free cash flows (il s'agit de la méthode des DCF, discounted cash flows ou flux de trésorerie actualisés), à calculer sur les 5 prochaines années, à partir de l'ensemble des éléments prévisionnels donnés.

La valeur terminale sera calculée à partir du flux de trésorerie disponible de 2012 qui augmente les années suivantes de 1% par an.

D'après les différents intervenants et conseils expérimentés participant à l'opération, il est judicieux de retenir un taux d'actualisation de 15 % pour la société Idec pour les années 2008 à 2012.

La société Idec n'est pas endettée au 31 décembre 2007. Elle ne contractera pas de dettes financières par la suite.

Annexe 7 : Principaux éléments du montage financier envisagé

Le prix d'acquisition de la cible est déterminé exclusivement à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles. Pour financer l'achat de la société Idec, il va être contracté par la société holding, une dette globale qui représente 50% du prix d'acquisition de la société cible et qui se compose :

- pour un montant représentant 60% de la dette globale, une dette senior, représentée par une dette bancaire classique sur 5 ans au taux de 5%, remboursable par annuités annuelles constantes ;
- pour les 40% restants, une dette junior, constituée d'un emprunt obligataire au taux de 6%. Les intérêts de cet emprunt sont payés annuellement mais le capital est remboursé en totalité in fine au bout de 5 ans. Cet emprunt, convertible en actions de la société Idec, sera remboursé à la fin de l'année 2012.

Le remboursement de cette dette junior est subordonné à celui de la dette senior.

Le fonds d'investissement, co-actionnaire avec Monsieur Albert et les cadres, souhaite se retirer du capital de la holding à la fin de l'année 2012. A cette date et compte tenu des pratiques en vigueur dans le monde du capital investissement, la société Idec devrait se négocier sur une base de 8 fois son résultat d'exploitation 2012. On rappelle que la valeur de la société se compose de la valeur des capitaux propres et de l'endettement net. A la fin de l'année 2012 le montant de la trésorerie chez Idec s'élève à 3 600 K€.

Les revenus de la holding permettant de faire face au remboursement de ses dettes sont constitués uniquement des dividendes versés par la société cible, correspondants à la totalité du résultat net dégagé sur la période. On supposera que les versements effectifs de ces derniers se réalisent la même année que le dégagement de résultat net et sont subordonnés au fait que la société cible dégage un flux de trésorerie net annuel suffisant pour chaque exercice.

Le régime d'intégration fiscale conduit à calculer une charge d'imposition globale au niveau du groupe, en additionnant le résultat fiscal de la société cible avec celui de la société holding. La société holding est redevable du versement de l'impôt à l'administration fiscale.

En termes de résultat, les conventions signées entre les deux sociétés conduisent à rattacher, à la société cible, la charge d'impôt correspondant à son résultat. Par ailleurs, on suppose qu'il n'y a pas de décalage dans le temps entre l'impôt calculé et l'impôt payé.

Remarque : tous les calculs du cas sont effectués en K€ (milliers d'euros), arrondis au nombre le plus près sans décimales.

Annexe 8 : Comptes consolidés de Phone Solving (2007-2009) en K€

Bilans consolidés	2007	2008	2009
Actif non courant	59 106	69 636	61 518
Actif courant	42 417	41 899	50 358
Capitaux propres	-8 254	49 889	61 745
Passifs non courants	63 292	22 041	1 530
Passifs courants	46 485	39 605	48 601
Total du bilan	101 523	111 535	111 876
Actif économique	2007	2008	2009
Capitaux employés	74 822	69 324	73 894
Tableaux des flux de trésorerie consolidés	2007	2008	2009
Flux nets de trésorerie provenant de l'exploitation	19 730	11 470	27 514
Flux nets de trésorerie utilisés pour les opérations d'investissement	-6 342	13 610	-5 283
Flux nets de trésorerie provenant des opérations de financement	-15 849	1 230	-13 352
Trésorerie de clôture	-19 900		
Comptes de résultat consolidés	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	141 929	141 600	148 328
Coût des ventes	49 913	51 230	56 212
Marge brute	92 016	90 370	92 116
Frais de recherche et développement	3 266	4 007	5 524
Frais commerciaux et marketing	40 749	42 375	37 763
Frais généraux et administratifs	32 805	30 860	28 163
Frais de restructuration	256	1 375	732
Amortissements des actifs incorporels identifiés	2 823	2 536	2 210
Total Charges opérationnelles	79 899	81 153	74 392
Résultat opérationnel	12 117	9 217	17 724
Coût de l'endettement financier	-8 532	-9 783	-2 358
Autres produits et charges financiers	662	586	453
Résultat financier	-7 870	-9 197	-1 905
Résultat avant impôt	4 247	20	15 819
Impôts sur les sociétés	297	6 401	-2 035
Résultat net	4 544	6 421	13 784
Résultat net par action (en euros)	0,22	0,10	0,20
Nombre d'actions retenu pour le calcul du résultat par action	20 654 500	64 210 000	68 920 000

Annexe 9 : Extraits de l'analyse financière de la société Phone Solving en 2009

Activité et rentabilité

Le volume d'appels, en minutes, a augmenté de près de 30% par rapport à 2008. Le chiffre d'affaires n'ayant pas augmenté dans les mêmes proportions, tant s'en faut, cette évolution souligne l'érosion des prix de vente provoquée par une intensification de la concurrence internationale. En outre, la conférence « Top Meeting » réalise près de 80% du chiffre d'affaires global (pourcentage stable depuis plusieurs années), or c'est sur ce produit que la concurrence est particulièrement vive. Par contre, Phone Solving reste toujours bien positionnée sur le segment des « grands événements européens » en raison de sa notoriété et de son avance technologique. La répartition du chiffre d'affaires constitue un motif d'inquiétude pour les dirigeants. En effet, 40% du chiffre d'affaires est réalisé par seulement une quinzaine de clients. La rentabilité de Phone Solving semble pénalisée par la politique commerciale qui vise à accroître le volume de ventes au détriment du prix.

Capital et endettement

Les besoins en liquidités de Phone Solving proviennent principalement du besoin en fonds de roulement inhérent à son activité, de ses investissements en équipements de télécommunications, en ponts de téléconférence, en serveurs, ordinateurs et logiciels et en remboursement et règlement des intérêts de ses emprunts.

La stratégie de croissance de 2001 à 2005 s'est traduite par un fort endettement et une rentabilité négative. La société a réalisé en 2008 une augmentation de capital conséquente qui a permis d'assainir progressivement la situation financière. D'ailleurs, le solde des opérations de financement de 2009 correspond essentiellement au remboursement du principal et au versement des intérêts de la dette financière.

Le capital de Phone Solving est largement dilué. Seul un fonds d'investissement Hugo Patrimoine a déclaré avoir franchi le seuil de 5% du capital en 2008. Avec environ 6% du capital, il apparaît comme le principal actionnaire. Toutefois, son objectif n'est pas de s'immiscer dans la gestion de l'entreprise mais plutôt de céder ses titres au plus vite en réalisant une plus-value.

Phone Solving n'a jamais distribué de dividendes depuis son introduction sur Alternext.

Annexe 10 : Sigles et abréviations

CMPC	: Coût moyen pondéré du capital
D	: Debt ou dette
E	: Equity ou capitaux propres
i	: Taux d'intérêt
R_C	: Rentabilité des capitaux propres de la firme endettée
R_{AE}	: Rentabilité de l'actif économique de la firme non endettée
T	: Taux d'impôt sur les sociétés