2018 - FINANCEMENT DES ENTREPRISES

MBF-2

4223

MAI 2018
ENSEIGNANT : Mme MASSET

ATTENTION

La calculatrice est autorisée

Ne pas utiliser de crayon papier

REPONSES BREVES ET PRECISIES

Exercice 1- ALTICE 2015

Le LBO ou comment Patrick Drahi et Altice se taillent un empire dans les télécoms-2015

Avec la prise de contrôle de Suddenlink par sa holding Altice, Patrick Drahi s'inscrit dans une stratégie de rachats par endettement dont il est passé maître. Décryptage de ce montage financier nommé Leverage Buy Out (LBO).

Il y a eu SFR, racheté par Numericable pour 17 milliards d'euros à Vivendi l'année dernière. Puis Portugal Telecom, acquis début 2015 pour 7,4 milliards d'euros. Avec l'annonce de la prise de contrôle de Suddenlink Communication, le septième câblo-opérateur aux Etats-Unis, pour près de 7 milliards de dollars, l'homme d'affaires Patrick Drahi et sa holding Altice (future actionnaire de l'Express), poursuivent leur frénésie d'acquisitions.

A chaque fois, l'homme d'affaires franco-israélien procède de la même façon: avancer le moins d'argent possible en recourant majoritairement à l'endettement pour procéder à l'acquisition. Il utilise pour cela un montage nommé LBO (Leverage Buy Out, ou rachat à effet de levier).

L'opération vise à confier à une holding le soin de financer l'essentiel du rachat par des emprunts. Ainsi, pour s'offrir 70% de la société Suddenlink, valorisée au total à 9,1 milliards de dollars, Altice, la holding de Patrick Drahi, ne va débourser qu'1,2 milliard de dollars en cash. Le reste, près de 6 milliards, sera financé par de la dette

L'entreprise rachetée finance sa propre acquisition

Particularité du LBO, ce sont les bénéfices de Suddenlink Communications qui en assureront le remboursement progressif. A priori, l'entreprise en question est particulièrement rentable. En 2014, le câblo-opérateur américain a en effet dégagé un excédent brut d'exploitation de plus de 900 millions de dollars, pour un chiffre d'affaires de 2,3 milliards de dollars. Mais ce type d'opération s'accompagne généralement de plans de réduction des coûts afin d'augmenter encore la rentabilité.

Patrick Drahi est un habitué de ce type d'opérations, à tel point qu'il est parfois surnommé "le roi du LBO". Le rachat de SFR par Numericable, début 2014, constitue d'ailleurs à ce jour plus grosse opération de LBO jamais montée en France. Il faut dire que la période - avec des taux d'intérêt à leur plus bas historique - est particulièrement favorable. D'où la volonté de Patrick Drahi de profiter de cette fenêtre de tir pour se bâtir un empire dans les télécoms mais aussi les médias.

Une soif d'acquisitions intacte

L'acquisition de Suddenlink "n'affecte d'aucune façon nos ambitions en Europe, y compris en France", a ainsi indiqué mercredi le directeur général d'Altice Group, Dexter Goei. Lequel avoue aussi vouloir continuer à participer au mouvement de consolidation aux Etats-Unis. "Notre but est d'équilibrer notre portefeuille pour qu'au moins 50% (des revenus) proviennent des USA et 50% des autres pays et de la France", a-t-il esquissé. Contre 12% aujourd'hui en tenant compte de Suddenlink. De fait, le groupe aurait déjà noué des contacts en vue de racheter éventuellement Time Warner Cable, le deuxième câblo-opérateur américain. Un gros morceau valorisé 44 milliards de dollars, soit 11 milliards de plus qu'Altice.

Un endettement de 30 milliards d'euros

En attendant, les opérations successives ont considérablement gonflé la dette d'Altice: elle pourrait atteindre 30 milliards d'euros, après l'acquisition de Suddenlink. Mais ce chiffre ne semble pas inquiéter les analystes qui scrutent avant tout le ratio dette sur excédent brut d'exploitation. Celui-ci devrait passer de 4,7 à 4,9 mais rester en-dessous de la limite de 5, fixée par le groupe. Les investisseurs sont apparemment sur la même ligne: à Amsterdam, le titre Altice Group bondissait de 11,5% en fin d'après-midi.

Si la politique de rachats de Patrick Drahi porte pour l'instant ses fruits, elle n'est pas sans risques. Elle suppose que <u>les entreprises rachetées génèrent suffisamment de bénéfices, condition *sine qua non* du remboursement de la dette</u>.

Dans le cas du rachat de SFR par Numericable, l'opérateur mobile a certes renoué avec un bénéfice net et augmenté de 20% son excédent d'exploitation (ebitda), à 930 millions d'euros. Mais cela ne va pas sans heurts. Une partie des personnels étaient en grève mardi 19 mai pour protester contre les nouvelles méthodes de management au sein de l'opérateur au logo rouge.

1. Pourquoi Altice a-t-il eu recours au LBO ?
2. Expliquez pourquoi un LBO est une forme de réduction de capital.
3. Expliquez la ligne soulignée
4. Dans quel cas l'endettement peut-il être rentable ?
5. Quelles sont les trois leviers de création de valeur lors d'un LBO ?
6. Quels sont les processus de sortie pour un LBO ?
7. Faire le portrait-robot de la cible idéale (les caractéristiques)
8. Donner 2 raisons qui expliquent l'explosion des LBO
9. Dans un schéma classique de Lbo, quelle est la répartition dans le montage entre dette, et capital ?
10. Citez le nom d'un LBO reussit

Exercice 2 SA MAG

La **SA MAG** est une entreprise prospère, bien implantée en région parisienne, qui confectionne des corbeilles de fruits gastronomiques qu'elle vend à des particuliers et des entreprises. Elle effectue ses achats de fruits auprès de petits producteurs, rigoureusement sélectionnés pour la qualité de leur production, compose les corbeilles et les adresse aux clients. Elle a réalisé un site internet attractif qui permet de drainer de nombreux prospects. Elle fait aussi régulièrement de la publicité dans des journaux de loisirs et de télévisions. Sa marque : « La belle fruitière » bénéficie d'une forte notoriété chez les amateurs de beaux fruits et auprès de ceux qui souhaitent adresser à leurs amis ou relations d'affaires des cadeaux originaux.

Elle commercialise une dizaine de corbeilles différentes.

Elle souhaiterait envoyer en stage de formation, le Directeur commercial et son jeune adjoint, en Provence dans un institut de recherche spécialisé dans l'élaboration de cosmétiques fabriqués essentiellement à base de fruits. Le projet est d'élargir la gamme de produits avec des corbeilles de cosmétiques, mais toujours conçus à base de fruits.

Cette formation très spécifique dure une semaine et revient tous frais inclus à 7000 € par personne, soit un coût total de 14000 €. L'entreprise MAG possède la trésorerie suffisante pour payer cette formation, mais compte tenu du faible taux actuel d'intérêt des emprunts, elle s'interroge sur la pertinence de financer cette formation à l'aide d'un emprunt bancaire.

Monsieur MAG vous demande conseil sur le mode de financement de cette formation, que lui répondez-vous ?

Exercice 3- ALTICE 2018

Comment Altice compte rembourser sa dette- 15-3-2018

Au fil de ses acquisitions, le groupe Altice, maison mère de l'opérateur SFR, a accumulé une dette évaluée à 50 milliards d'euros. - *ERIC PIERMONT/AFP*

Les cessions d'actifs réalisées à ce stade restent trop anecdotiques pour résoudre une dette estimée à 50 milliards d'euros. A terme, sa résorption passe surtout par la relance opérationnelle de SFR.

SFR et **Portugal Telecom** en 2014, les câblo-opérateurs américains Suddenlink et **Cablevision** en 2015, le groupe NextRadioTV (BFM, RMC) et même, cette année-là, les droits de diffusion de la Premier League, le championnat de foot anglais... A coup d'acquisitions phénoménales financées par l'endettement, Patrick Drahi a transformé son groupe, Altice, en un mastodonte des télécoms, du câble et des médias. Une boulimie qui laisse dorénavant la multinationale avec une note salée : entre 2014 et 2016, **la dette d'Altice avait même doublé**pour atteindre, aujourd'hui, 50 milliards d'euros, soit plus de 5 fois son **Ebitda**.

Et **même si le groupe se défend** en disant à juste titre que 85 % de cette dette a été contractée à **taux fixe**, et qu'aucune grande échéance de remboursement n'aura lieu avant 2022, sa résorption dépend quand même de la cession d'actifs non stratégiques, promise en novembre dernier et qui peine à se matérialiser, et de la relance opérationnelle de SFR.

La cession des pylônes : une question de « timing »

Certes, **Altice s'est bien débarrassé cette semaine d'une partie de son activité de grossiste télécoms à l'international,** mais la transaction reste trop anecdotique par rapport à l'ampleur de la dette. En décembre dernier, déjà, Patrick Drahi avait cédé **deux petites sociétés en Suisse.** Mais, là encore, pas de quoi désendetter significativement le groupe.

La cession de son activité télécoms en République dominicaine,lancée en 2013 après le rachat des activités locales d'Orange puis de Tricom, le troisième opérateur de l'île, est envisagée, mais aucune annonce concrète n'a été faite depuis que le « Financial Times » avait ébruité l'affaire en novembre.

Altice envisage enfin de vendre une partie de ses pylônes répartis dans l'Hexagone. La transaction, selon RBC Capital, pourrait lui rapporter autour de 2 milliards d'euros. Selon Bloomberg, plusieurs candidats seraient en lice : American Tower Corp, le **fonds de private equity** KKR (que vient de rejoindre Xavier Niel) ou encore l'opérateur d'infrastructures français TDF.

Redresser SFR, un impératif

La relance opérationnelle de SFR est tout aussi critique pour désendetter le groupe. *« Sans être un couteau sous la gorge, la dette d'Altice est lourde, et sa résorption passe nécessairement par le redressement de SFR »*, explique Thomas Coudry, analyste chez Bryan Garnier. Si Altice a encore cinq ans pour rembourser les 8 milliards d'euros attendus en 2022, selon son échéancier de dette, la remise en route de SFR doit, elle, produire des résultats bien avant, faute de quoi les marchés pourraient à nouveau sanctionner. Et si la dette n'est pas réduite d'ici à 2022, son refinancement dans un contexte de hausse des taux sera sans doute bien plus coûteux.

Enfin, 15 % de la dette de SFR reste à **taux variables**. Or, depuis novembre 2017, les taux sont repartis à la hausse, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. En octobre, **suite à une opération de refinancement de dette,** son coût était tombé à 5,8 %, contre 5,9 % auparavant, mais il pourrait à nouveau augmenter, du fait justement de la hausse des taux.

1. Quelle est l'origine de la dette financiére d'ALTICE ?
2. Citez 3 raisons qui justifient le recours à la dette financière
3. Pourquoi faire des cessions et ne pas avoir eu recours à une augmentation de capital ?
4. Une dette financière peut-elle être émise auprès du grand public ?
5. La dette a-t-elle un impact sur la valeur de l'entreprise ? Expliquez
6. Que pensez-vous d'une stratégie de refinancement de la dette chez Altice ?

EX 4 -Augmentation de capital en numéraire

La société MBF a un capital social de 1 000 000 € divisé en actions de 200 € de valeur nominale. La valeur mathématique est de 400 €.

Elle décide d'augmenter son capital par apports en numéraire par la création de 1000 actions nouvelles au prix d'émission de 360€ totalement libérées.

1. Définir la notion de droit de souscription
2. Calculer la perte de valeur des actions après l'augmentation de capital