



Directeur Administratif et Financier

Module 7 : Décisions de fin d'année

ADF PRO

Pr. Mohamed Wadie LAHOUIRICH

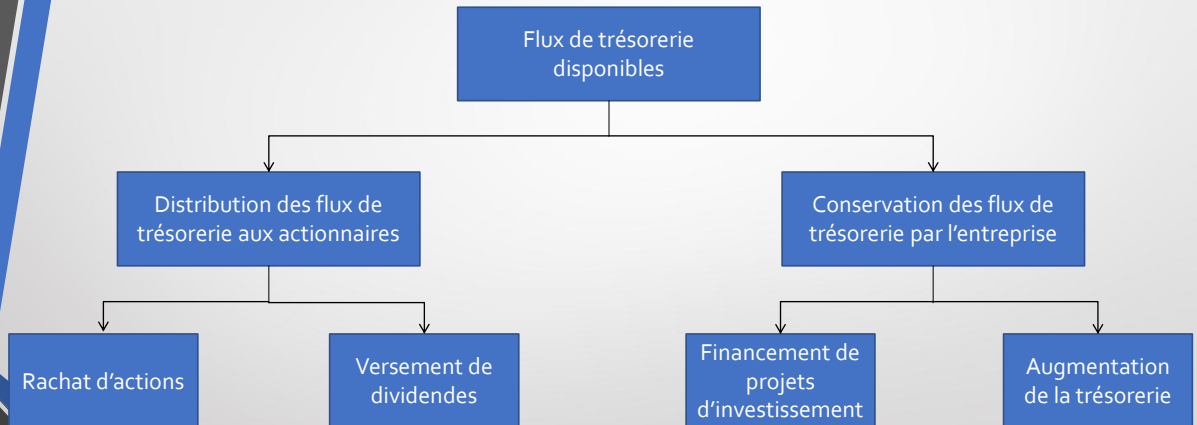
mohamedwadie@outlook.com

Introduction

- Société Générale ou L'Oréal : distribuent à leurs actionnaires des dividendes réguliers et élevés.
- Boursorama : se contente de racheter ses propres actions.
- Air Liquide ou Total : Rachètent des actions et distribuent des dividendes.
- EuroDisney ou Club Méditerranée : ne distribuent rien à leurs actionnaires.
- Pourquoi certaines entreprises préfèrent verser des dividendes tandis que d'autres procèdent plutôt à des rachats d'actions ?
- Pourquoi certaines entreprises conservent leurs flux de trésorerie disponibles alors que d'autres les distribuent à leurs actionnaires ?

23/03/2026

Introduction



23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

- Les dividendes constituent une affectation possible des flux de trésorerie disponibles de l'entreprise.
- Ils se traduisent par un transfert de capitaux de l'entreprise vers les actionnaires.
- Les dividendes ne peuvent pas dépasser le bénéfice distribuable de l'entreprise. C'est-à-dire le résultat net de l'exercice diminué des pertes antérieures et des réserves éventuelles à constituer et augmenté le cas échéant, du report à nouveau bénéficiaire (c'est-à-dire du résultat distribuable des années précédentes n'ayant pas été distribué)

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

- Chaque année, le conseil d'administration propose à l'Assemblée générale des actionnaires une affectation possible du résultat distribuable de l'exercice. L'Assemblée générale approuve cette répartition, fixe le montant du dividende et la date à laquelle le dividende sera versé (au plus tard neuf mois après la fin de l'exercice comptable)
- Les dividendes sont versés aux investisseurs qui détiennent l'action à une date spécifique : la date d'enregistrement
- Les actionnaires qui achètent à une date postérieure à la date d'enregistrement n'auront donc pas droit aux dividendes.

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

- Le lendemain de la date d'enregistrement, est la date de détachement de dividende, ou date ex-dividende.
- À compter de la date ex-dividende, l'action cote sans son dividende
- On parle d'action cum-dividende pour qualifier l'action avant le détachement de dividende
- La date de paiement du dividende est celle à laquelle les dividendes sont effectivement virés sur le compte des actionnaires par l'entreprise

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

- **Exemple** : Procédure de versement du dividende 2006 de Vivendi Universal

Date de déclaration	Date d'enregistrement	Date de détachement (ou date ex-dividende)	Date de distribution
L'assemblée générale des actionnaires décide de verser un dividende de 1,20 euro	Les actionnaires enregistrés à cette date toucheront effectivement le dividende	Les acheteurs de l'action après cette date ne toucheront pas le dividende	Les actionnaires enregistrés reçoivent un virement de 1,20 euro par action détenue
19 avril 2007	25 avril 2007	26 avril 2007	26 avril 2007

© Pearson Education France

Chapitre 1 : Versement de dividendes

- La majorité des entreprises qui versent des dividendes le font à intervalles réguliers, tous les trimestres (Etats-Unis) ou tous les ans (France, Maroc)
- L'entreprise n'est pas libre de verser n'importe quel montant de dividendes. Des limites peuvent être imposées par les créanciers, qui sont directement concernés par des dividendes excessifs qui ne laisseraient rien dans le pot pour payer les dettes de l'entreprise
- Certaines entreprises (Total, par exemple) versent des acomptes sur dividende, avant même la fin de l'exercice comptable concerné. La décision est prise par le conseil d'administration et n'a pas besoin d'être approuvée par l'assemblée générale des actionnaires.

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

- Le taux de distribution et le taux de croissance du dividende par action sont les deux paramètres concrets utiles dans l'analyse d'une politique de dividende.
- Le taux de distribution est représenté par le rapport Dividende/Bénéfice net
- Tout autre critère est non pertinent, souvent inexact!!
- Il est absurde de ramener le dividende au nominal d'une action, puisque ce dernier est très souvent déconnecté de la valeur des capitaux propres.

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes Le contenu informationnel des dividendes

- Les dirigeants détiennent des informations de meilleure qualité que les investisseurs sur les perspectives de l'entreprise : Problème d'asymétrie d'information
- Comment faire dans un tel environnement pour distinguer les entreprises faiblement rentables de celles qui font réellement de l'argent ?
- Les investisseurs ne peuvent pas lire dans les pensées des dirigeants, mais ils peuvent apprendre beaucoup de leurs actes: théorie du signal

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

Le contenu informationnel des dividendes

- Les investisseurs interprètent l'information comprise dans les dividendes et refusent de croire qu'une entreprise a fait des bénéfices, à moins qu'ils ne voient un dividende correspondant
- Les entreprises peuvent tricher à court terme en gonflant les gains. Mais il est difficile de tricher sur la durée pour une entreprise qui ne fait pas suffisamment de bénéfices et qui n'aura pas assez de liquidités pour payer des dividendes
- Par conséquent, beaucoup de responsables n'augmentent pas les dividendes tant qu'ils ne sont pas certains d'avoir suffisamment de liquidités pour les payer

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

Le contenu informationnel des dividendes

- Les investisseurs se réjouissent d'un accroissement des dividendes. Lorsque ce dernier est annoncé, les analystes revoient généralement à la hausse leurs prévisions de bénéfices pour l'année en cours.
- Les investisseurs ne sont pas réellement intéressés par le montant des dividendes de la société; ils s'inquiètent plus de leur variation, qu'ils analysent comme un indicateur important des gains futurs
- Ofer, A.R., Siegel, D.R. (1987), "Corporate financial policy, information, and market expectations: an empirical investigation of dividends" *Journal of Finance*, 42 (septembre 1987), pp 889-911

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

Le contenu informationnel des dividendes

- Comment les entreprises procèdent-elles pour présenter un profil de dividendes relativement stable alors que leurs bénéfices varient au fil du temps ?
- 1ère solution: choisir un taux de distribution assez faible
- 2ème solution: considérer les rachats ou émissions d'actions comme variable d'ajustement

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

Le contenu informationnel des dividendes

- Bien que l'annonce d'une augmentation des dividendes envoie un signal favorable à propos des perspectives futures de l'entreprise telles qu'anticipées par le dirigeant.....
- Ce type d'annonce peut signaler l'absence ou la diminution des opportunités d'investissement rentables. Exemple : la décision de Microsoft de verser le premier dividende de son histoire, en 2003, a été perçue par le marché comme le signe d'une réduction des perspectives de croissance de l'entreprise
- À l'inverse, une entreprise peut décider de réduire son dividende pour conserver ses liquidités et autofinancer un plus grand nombre de projet à VAN positive. Dans cette optique, une annonce de baisse du dividende devrait conduire à une réaction positive et non négative, du marché boursier.

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

Cas de Royal & SunAlliance

- Le 8 novembre 2001, le directeur financier de Royal & SunAlliance, une société d'assurances anglaise avec un chiffre d'affaires annuel de plus de 20 milliards d'euros, a annoncé une réduction du dividende de son entreprise. Plusieurs analystes ont interprété cette annonce comme le signe de difficultés financières de l'entreprise.
- Le directeur financier de l'entreprise a avancé d'autres argument : les primes d'assurance augmentent partout dans le monde. Il existe d'excellentes opportunités de croissance dans le secteur. Dans ce contexte, l'entreprise a intérêt à conserver ses liquidités pour les réinvestir plutôt que de les rendre aux actionnaires.
- Les marchés financiers ont trouvé les arguments du directeur financier convaincants, puisque le cours des actions de Royal & SunAlliance a augmenté de 5% à la suite de cette annonce.

23/03/2026

Chapitre 1 : Versement de dividendes

- « SunCorp » est une société spécialisée dans les énergies renouvelables. Elle est entièrement financée par des capitaux propres constitués de 60 millions d'actions et dispose de 90 millions de liquidité. Sa situation actuelle lui permet de générer des flux de trésorerie de 48 millions par an jusqu'à l'infini. Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires est de 8%.
- Déterminez la valeur de la société « SunCorp ».
- En supposant que la société décide de distribuer l'intégralité de ses liquidités sous forme de dividendes,
- Quel sera le montant du dividende ?
- Déterminez la valeur de l'action ex-dividende.

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

- Pour rendre à ses actionnaires tout ou une partie des flux de trésorerie disponibles, l'entreprise peut également racheter une partie de ses propres actions.
- Le plan de rachat d'action doit être approuvé par l'Assemblée générale des actionnaires. Ce programme précise les objectifs du rachat d'actions, les modalités et les conséquences de l'opération
- Pourcentage de capital visé (plafonné à 10%)
- Durée de l'opération (maximum 18 mois)
- Analyse des conséquences du programme, en termes de structure financière, de bénéfice par action et de fiscalité.

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

- Une entreprise peut racheter ses propres actions et de les garder à son actif, ou les annuler et l'on parle alors de réduction de capital
- Même dans le cas de rachats d'actions sans annulation, les analystes réduisent le nombre d'actions en circulation de celle rachetées
- Une fois l'accord des actionnaires obtenu, l'entreprise peut lancer une offre publique de rachat d'actions (OPRA) : cela revient à proposer de racheter à un prix déterminé une quantité définie d'actions, pendant une durée courte (dix jours).
- L'entreprise peut également procéder à un rachat d'actions « au fil de l'eau » également appelé ramassage en bourse au prix du marché

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

- Une entreprise peut effectuer une enchère à la hollandaise pour racheter ses actions, c'est-à-dire proposer différents prix de rachat et laisser les actionnaires indiquer les quantités qu'ils sont prêts à vendre à chaque prix, l'entreprise déterminant ensuite le prix le plus faible lui permettant d'acheter la quantité souhaitée d'actions.
- Une entreprise peut également acheter directement les actions détenues par un actionnaire spécifique (et important) : on parle alors de rachat de bloc. Dans ce cas, le prix d'achat est négocié directement avec l'actionnaire en question.

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

- Frantex est une entreprise financée uniquement par des capitaux propres. Il y a 10 millions d'actions en circulation. Sa trésorerie est de 20 millions. Les flux de trésorerie disponibles FTD anticipés sont de 48 millions par an. Le coût du capital de l'entreprise est de 12%.
- La valeur des flux de trésorerie futurs de Frantex est de $48/12\% = 400$ millions.
- Si l'on ajoute à cela la trésorerie de l'entreprise, la valeur totale de Frantex est de 420 millions.
- Comment évoluera le prix de l'action Frantex en fonction de la politique de distribution adoptée par le conseil d'administration?

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

Cas Frantex – 1^{ère} possibilité : Versement d'un dividende

- Avec 10 millions d'actions, Frantex est en mesure de verser immédiatement un dividende de 2 euros par action. Les années suivantes, les flux de trésorerie disponibles annuels seront de 48 millions d'euros, le dividende par action pourra donc augmenter à 4,8 euros
- Jusqu'à la date ex-dividende, l'action s'échange avec son dividende, c'est-à-dire que le détenteur de l'action recevra le dividende : on parle de prix cum-dividende
- $P_{cum} = \text{Dividende actuel} + VA (\text{Dividendes futurs}) = 2 + 4,8/0,12 = 42.$
- $P_{ex} = VA (\text{Dividendes futurs}) = 4,8/0,12 = 40.$

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

Cas Frantex – 1^{ère} possibilité : Versement d'un dividende

	Action cum-dividende	Action ex-dividende
Actif net (en millions)	400	400
Disponibilités (en millions)	20	0
Valeur de marché totale (en millions)	420	400
Nombre d'actions (en million)	10	10
Prix de l'action	42	40

- La richesse des actionnaires de Frantex n'est pas modifiée. Ils détiennent initialement une action valant 42 euros; après détachement du dividende, ils ont 2 euros de dividendes et une action valant 40 euros, soit un total identique de 42 euros

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

Cas Frantex – 2^{ème} possibilité : Le rachat d'actions

- Les actions valent initialement 42. Frantex peut donc racheter $20/42 = 0,476$ millions d'actions. Il reste donc $10 - 0,476 = 9,524$ millions d'actions en circulation.

	Action avant le rachat	Action après le rachat
Actif net (en millions)	400	400
Disponibilités (en millions)	20	0
Valeur de marché totale (en millions)	420	400
Nombre d'actions (en million)	10	9,524
Prix de l'action	42	42

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

Cas Frantex – 2^{ème} possibilité : Le rachat d'actions

- Il est également possible de raisonner à partir de la valeur actualisée des dividendes.
- À l'avenir, Frantex aura des flux de trésorerie disponibles annuels de 48 millions.
- Compte tenu de la réduction du nombre d'actions en circulation, le dividende par action est de $48/9,524 = 5,04$
- Suite au rachat d'actions, le prix d'une action Frantex est donc de :
- $5,04 / 0,12 = 42$

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

Cas Frantex – Que préfèrent les actionnaires?

Le versement d'un dividende ou le rachat d'actions?

- Si un actionnaire détient 2000 actions Frantex, et qu'il décide de les conserver, sa situation après l'opération sera :

Versement d'un dividende	Rachat d'actions
$40 * 2000 = 80\,000$ en actions	$42 * 2000 = 84\,000$ en actions
$2 * 2000 = 4\,000$ en liquidités	

- Sa richesse totale est donc 84000 quelle que soit la solution retenue par l'entreprise. Seule la composition de sa richesse est modifiée par le choix de l'entreprise.

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

- Si un actionnaire a besoin de liquidités alors que Frantex a décidé de racheter des actions, il suffit que l'actionnaire vende une partie de ses actions. En revendant 95 actions (=4000) un actionnaire détenant au départ 2000 actions recevra 4000 et détiendra 1905 actions*42 = 80.000 en actions. On parle dans ce cas de dividende « synthétique »
- Inversement, si Frantex verse un dividende et qu'un actionnaire ne désire pas en bénéficier, il peut utiliser les 4000 reçus pour acheter 100 actions supplémentaires, au prix ex-dividende de 40. Il détiendra au final 2100 actions pour une valeur de 84000

Versement d'un dividende et achat de 100 actions	Rachat d'actions et vente de 95 actions
$40 * 2100 = 84\,000$ en actions	$42 * 1905 = 80\,000$ en actions
	$42 * 95 = 4\,000$ en liquidités

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Cas explicatif : Frantex

Problème

- Frantex verse aujourd'hui un dividende de 2 par action. Comment un investisseur détenant au départ 2000 actions peut-il recevoir un dividende « synthétique » de 9000 au total, tous les ans à partir de cette année

Solution

- L'investisseur reçoit 4000 au titre du dividende de cette année. Pour obtenir les 5000 qui lui manquent, il doit vendre 125 actions après que le dividende a été versé, à 40. À partir de l'année prochaine, Frantex versera un dividende de 4,8 par action. L'actionnaire recevra donc tous les ans $(2000-125) \times 4,8 = 9000$

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Les erreurs à ne pas commettre

Offre, demande et rachat d'actions

- Lorsqu'une entreprise rachète ses propres actions, certains pensent que le prix des actions restantes doit monter car l'offre d'action baisse, par analogie avec le raisonnement micro-économique d'équilibre entre offre et demande.
- Cela ne fonctionne pas ainsi, car le rachat d'actions par l'entreprise réduit les disponibilités dont elle dispose. La valeur de son actif baisse. Les deux effets (réduction du nombre d'actions et baisse des disponibilités) se compensent et le prix de l'action ne change donc pas lorsqu'une entreprise rachète ses propres actions

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Les erreurs à ne pas commettre

Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras

- L'idée selon laquelle les entreprises qui versent des dividendes élevés ont une valeur supérieure aux autres est largement répandue. Le raisonnement est le suivant : à valeur actuelle égale, les actionnaires préfèrent des dividendes actuels à des dividendes futurs, parce qu'un tiens vaut mieux que deux tu l'auras.
- La réponse de Modigliani et Miller est qu'en marchés parfaits les actionnaires peuvent décider du montant de liquidités qu'ils souhaitent recevoir grâce à la technique de dividende synthétique. La politique de distribution choisie par l'entreprise n'a aucune importance.
- Modigliani F. Et Miller.M (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares" The Journal of Business, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.

23/03/2026

Alors faut-il racheter les actions ou verser des dividendes?

23/03/2026

Etude de cas 1

- Natal a une trésorerie excédentaire de 250 millions. Natal est entièrement financée par capitaux propres, constitués de 500 millions d'actions. Le prix actuel d'une action est de 15. Le conseil d'administration de Natal a décidé de verser un dividende exceptionnel aux actionnaires pour leur rendre l'intégralité des disponibilités de l'entreprise.
 - 1- Quel est le prix ex-dividende d'une action, sous l'hypothèse de perfection des marchés financiers ?
 - 2- Si le conseil d'administration décide de racheter des actions plutôt que de verser un dividende, quel est le prix d'une action après le rachat ?
 - 3- Des deux possibilités, laquelle a la préférence des actionnaires ?
-
- 1. Le dividende est de $250 / 500 = 0,50$ par action. Sur un marché parfait, le prix des actions baisse de ce montant, à 14,50.
 - 2. 15.
 - 3. Ils sont indifférents

23/03/2026

Etude de cas 2

- HNH versera à ses actionnaires un dividende annuel de 2 par action, à l'infini. Le taux d'imposition sur les dividendes est de 20%. Il n'y a pas d'impôt sur les plus-values. Lorsqu'ils achètent des actions HNH, les actionnaires considèrent que le coût du capital de l'entreprise est de 12%. Quel est le prix d'une action HNH ? L'entreprise crée la surprise en annonçant qu'elle ne versera plus aucun dividende, mais qu'elle rachètera des actions à la place. Quelle est la réaction du cours de bourse à cette annonce ?
- a. $P = 1,60 / 0,12 = 13,33$.
- b. $P = 2 / 0,12 = 16,67$.

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Le contenu informationnel des rachats d'actions

- L'annonce d'un rachat d'actions peut envoyer un signal au marché. Le contenu informationnel des annonces de rachats d'actions est toutefois différent de celui des annonces de dividendes
- L'annonce d'un rachat d'actions n'est pas porteuse d'un engagement à long terme de l'entreprise quant à sa politique de distribution
- Une annonce de rachat d'actions ne contient donc pas autant d'informations sur les perspectives futures de l'entreprises qu'une annonce de hausse du dividende.

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Le contenu informationnel des rachats d'actions

- Le coût du rachat d'actions pour l'entreprise dépend du prix de marché des actions, alors que le coût d'un dividende n'y est pas sensible.
- Si les dirigeants estiment les actions de l'entreprise surévaluées, ils n'annonceront pas de plan de rachat d'actions, car cela constituerait une opération à VAN négative pour l'entreprise et ses actionnaires
- Les annonces de rachat d'actions sont plus probables lorsque les dirigeants estiment les actions de l'entreprise sous-évaluées (ce rachat étant alors une opération à VAN positive)

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Quand faut-il procéder à un rachat d'actions?

Etude de cas : Clark

- Clark a émis 200 millions d'actions. Leur prix de marché actuel est de 30. Clark n'a aucune dette. Le dirigeant estime que son entreprise est sous-évaluée par le marché et que la vraie valeur d'une action est de 35. Clark projette de consacrer 600 millions de à un programme de rachat d'actions. Les actions seront rachetées directement sur le marché. Peu de temps après ce rachat, les actionnaires reçoivent des informations qui modifient leur évaluation de l'entreprise. Leur nouvelle évaluation est conforme à celle du dirigeant.
- 1. Quel est le prix d'une action Clark après que les actionnaires ont reçu les informations ?
- 2. Quel aurait été le prix d'une action si l'entreprise avait attendu la publication de ces informations pour procéder au rachat d'actions ?

23/03/2026

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Quand faut-il procéder à un rachat d'actions?

Etude de cas : Clark

- La capitalisation boursière initiale de Clark est 30×200 millions = 6 milliards.
- L'actif net de l'entreprise est donc composé de 600 millions de disponibilités et de 5,4 milliards d'actifs divers (6-0,6).
- Au prix actuel de ses actions, Clark peut racheter 20 millions d'actions (600 millions / 30)

(en millions)	Avant le rachat d'actions	Après le rachat d'actions
Actif net	5400	5400
Disponibilités	600	0
Total actif	6000	5400
Nombre d'actions	200	180
Prix d'une action	30	30

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Quand faut-il procéder à un rachat d'actions?

Etude de cas : Clark

- Dans l'esprit du dirigeant, la capitalisation boursière de l'entreprise devrait être de $35 * 200$ millions d'actions = 7 milliards, ce qui correspond à une valeur de 6,4 milliards pour les actifs hors disponibilités.
- Après que les informations ont été rendues publiques, les actifs de l'entreprise ont cette valeur (il n'y a plus de liquidités), ce qui correspond à un prix par action (leur nombre ayant diminué) de 35,56.

(en millions)	Avant le rachat d'actions	Après le rachat d'actions	Après publication des informations
Actif net	5400	5400	6400
Disponibilités	600	0	0
Total actif	6000	5400	6400
Nombre d'actions	200	180	180
Prix d'une action	30	30	35,56

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Quand faut-il procéder à un rachat d'actions?

Etude de cas : Clark

- Si Clark avait attendu que les informations connues du dirigeants soient communiquées aux actionnaires avant de racheter des actions, Clark aurait racheter ses actions au prix de 35.
- Elle n'aurait donc pu acheter que 17,1 millions d'actions ($600/35$)
- La valeur d'une actions après le rachat aurait été de 35 dirhams (6,4 milliards / 182,9 millions d'actions)

(en millions)	Avant le rachat d'actions	Après le rachat d'actions
Actif net	6400	6400
Disponibilités	600	0
Total actif	7000	6400
Nombre d'actions	200	182,9
Prix d'une action	35	35

Chapitre 2 : Rachat d'actions

Quand faut-il procéder à un rachat d'actions?

Etude de cas : Clark

- En rachetant les action alors qu'elles sont sous-évaluées, Clark fait augmenter le prix final des actions de 0,56 par action
- soit un gain total pour les actionnaires de:
- $0,56 * 180 \text{ millions d'actions} = 100 \text{ millions}$
- Ce gain de 100 millions de dirhams correspond à un achat de 20 millions d'actions à un prix de 5 plus faible que leur vraie valeur.
- Cette opération profite aux actionnaires ayant conservé leurs titres, aux dépens de ceux qui ont vendu leurs actions au prix de 30

23/03/2026

Chapitre 3 : Financement des projets d'investissement

- Si des projets à VAN positive sont disponibles, la décision de conserver les fonds est optimale: les nouveau projets créent de la valeur pour les investisseurs, au contraire de dividendes ou de placements financiers

En revanche

- Lorsque toutes les opportunités de croissance rentables sont financées, il convient de ne pas procéder à de nouveaux investissements, même s'il reste des capitaux inutilisés dans l'entreprise: cela réduirait la richesse des actionnaires

23/03/2026

Chapitre 3 : Financement des projets d'investissement

Etude de cas : Petroleum

- Petroleum est une entreprise pétrolière entièrement financée par des capitaux propres constitués de 100 millions d'actions. Cette entreprise dispose de 150 millions de disponibilités. Elle anticipe des flux de trésorerie disponibles annuels de 65 millions à l'infini. Le dirigeant hésite à utiliser les disponibilités de l'entreprise pour financer de nouveaux projets d'investissement. Ceux-ci permettraient d'augmenter les flux de trésorerie futurs de l'entreprise de 12%. Le coût du capital de l'entreprise est de 10%.
- Quel sera le prix de l'action si l'entreprise finance les nouveaux projets d'investissement?
- Quelle sera la réaction du prix de l'action si l'entreprise annonce finalement que les disponibilités vont être distribuées aux actionnaires grâce à un plan de rachat d'actions?

23/03/2026

Chapitre 3 : Financement des projets d'investissement

Etude de cas : Petroleum

Si l'entreprise finance les nouveaux investissement

- Les flux de trésorerie disponibles futurs seront de $65 \times 1,12 = 72,8$ millions par an. Par application de la formule de la rente perpétuelle, la valeur de marché de l'entreprise est donc de $72,8 / 10\% = 728$ millions, soit 7,28 par action

23/03/2026

Chapitre 3 : Financement des projets d'investissement

Etude de cas : Petroleum

Si l'entreprise rachète ses actions

- Si l'entreprise rachète ses actions, la valeur actuelle de ses flux de trésorerie disponibles est de $65/10\% = 650$ millions. En ajoutant à cette valeur les disponibilités détenues, la valeur de l'entreprise s'établit à 800 millions, soit 8 par action.
- Si l'entreprise décide de racheter ses actions, le prix de l'action ne changera pas. En effet, elle peut racheter $150/8 = 18,75$ millions d'actions. Suite à cette opération, la valeur de ses actifs sera de 650 millions et le capital sera composé de 81,25 millions d'actions, soit un prix d'action de $650/81,25 = 8$ par action.

23/03/2026

Chapitre 3 : Financement des projets d'investissement

Etude de cas : Petroleum

- L'annonce de l'abandon du programme d'investissement pour privilégier la distribution de disponibilité aux actionnaires fait augmenter le prix unitaire du titre de 0,72.
- Cette hausse est la conséquence de la VAN négative des projets d'investissement.
- Le capital investi = 150 millions.
- Les flux de trésorerie futurs = 7,8 millions
- $VAN = (7,8/10\%) - 150 = -72$ millions
- Soit une perte de 0,72 par action

23/03/2026

Chapitre 4 : Augmentation de la trésorerie

- L'entreprise peut également réaliser des placements financiers avec l'excédent de trésorerie, afin d'obtenir une rémunération. Ces placements financiers permettent à l'entreprise de disposer de trésorerie abondante pour distribuer ultérieurement aux actionnaires une somme plus importante qu'aujourd'hui.

23/03/2026

Chapitre 4 : Augmentation de la trésorerie

Quels sont les avantages et les inconvénients de cette conservation de liquidités par l'entreprise?

- Si les marchés financiers sont parfaits, les placements financiers de l'entreprise offrent à celle-ci une rémunération égale à celle que les actionnaires auraient pu obtenir s'ils avaient eux-mêmes réalisé ces placements
- Si les marchés financiers sont parfaits, le choix de l'entreprise relatif à la distribution de liquidités aux actionnaires ou à la conservation de ces liquidités n'a aucune importance (Modigliani-Miller)

23/03/2026

Chapitre 4 : Augmentation de la trésorerie

Etude de cas : Bolton

- Bolton, entreprise minière, dispose d'un excédent de trésorerie de 100.000. Elle envisage de placer cette somme en bons du trésor à maturité un an. Ces titres offrent une rémunération de 6%. A l'échéance de ces titres, Bolton versera en dividendes à ses actionnaires le capital et les intérêts perçus sur les bons du trésor. Une solution alternative consiste à verser immédiatement à ses actionnaires sa trésorerie excédentaire, les actionnaires achèteront eux-mêmes les bons du trésor. Dans le cadre d'un marché parfait, quelle possibilité arrangera plus les actionnaires?

23/03/2026

Chapitre 4 : Augmentation de la trésorerie

Etude de cas : Bolton

- Si Bolton verse immédiatement des dividendes, les actionnaires reçoivent immédiatement 100.000.
- Si Bolton achète les bons du trésor, le dividende (payé dans un an) sera de $100.000 \times 1,06 = 106.000$
- Évidemment, la valeur actuelle du dividende futur est de $106.000 / 1,06 = 100.000$. Ce qui signifie que les actionnaires sont indifférents entre les deux possibilités.

23/03/2026

Distribuer ou conserver la liquidité

- Fiscalité des entreprises
- Les coûts de transactions
- Les coûts d'agence

23/03/2026