



**FINANCE D'ENTREPRISE**

**TEST DE MI-PARCOURS**

**22 octobre 2020 de 15h30 à 16h45**

**Prénom :** .....

**NOM :** .....

***Professeurs :***

Quentin Boucly

Nicolas Homassel

Pierre Laur

Pascal Quiry

---

Marc Vermeulen

---

Documents et calculatrices autorisés.

**Ce travail est strictement individuel. Tout contrevenant recevra automatiquement la note F sans préjuger des autres mesures qui seront prises à son égard.**

**Aucune réponse non justifiée lorsque la justification est demandée ne sera prise en compte.**

Le corrigé de ce test sera mis en ligne sur la page Facebook du Vernimmen le vendredi 23 octobre matin. Les étudiants ont eu à répondre à 30 questions sélectionnées aléatoirement parmi les 62 suivantes.

- 1) Du 11 février au 28 février 2020, le cours de l'action Hermès a baissé de 10 % et celui de l'action Arcelor Mittal de 23 %, sans aucune actualité spécifique à ces deux entreprises. En toute logique, laquelle de ces entreprises a le coefficient beta le plus élevé. Pourquoi ?

**1 point**

*ArcelorMittal a le coefficient Beta le plus élevé. En effet, le cours d'Arcelor Mittal a nettement plus amplifié la baisse du marché action sur la seconde partie du mois de février, que le cours de l'action Hermès.*

- 2) Du 11 février au 28 février 2020, le cours de l'action Hermès a baissé de 10 % et celui de l'action Arcelor Mittal de 23 %, sans aucune actualité spécifique à ces deux entreprises. Laquelle a, a priori, la proportion de coûts fixes la plus élevée ? Pourquoi ?

**1 point**

*On conçoit intuitivement que le secteur de la production d'acier où évolue ArcelorMittal, leader européen du secteur, se caractérise par des frais fixes très importants et surement plus que le secteur du luxe d'Hermès. En conséquence de quoi il est logique que le cours d'ArcelorMittal baisse plus que celui de Hermès car ses résultats vont être, selon toute vraisemblance, plus affectés que ceux d'Hermès.*

- 3) Du 11 février au 28 février 2020, le cours de l'action Hermès a baissé de 10 % et celui de l'action Arcelor Mittal de 23 %, sans aucune actualité spécifique à ces deux entreprises. Laquelle, a priori, est la plus endettée des deux ? Pourquoi ?

**1 point**

*L'endettement net a pour effet d'accroître le coefficient bêta d'une action, et donc sa volatilité. Le cours de l'action Arcelor Mittal ayant baissé plus que celui de Hermès, le bêta d'Arcelor Mittal est plus élevé que celui de Hermès, notamment parce que cette société est a priori la plus endettée des deux. On peut aussi concevoir intuitivement que les fortes marges du secteur du luxe et la relative faiblesse des investissements (la plupart des boutiques doivent être louées) conduisent à un endettement faible ou négatif. En revanche, dans la sidérurgie, l'importance des investissements doit conduire à un besoin d'endettement.*

- 4) - Vous constatez que la société cotée britannique Turnbull est valorisée sur la base d'un multiple de résultat d'exploitation de 7 alors que la moyenne d'un échantillon de sociétés britanniques cotées en bourse dans le même secteur est de 10. Vous en déduisez (une seule réponse possible) :

- que la bourse de Londres pour ces titres a l'air inefficente
- que Turnbull est sans doute plus endettée que la moyenne des sociétés de l'échantillon
- que cette société a sans doute un taux de croissance attendu inférieur à celle de l'échantillon
- que cette société est forcément sous-évaluée
- qu'aucune des quatre réponses précédentes n'est plausible

Pourquoi ?

**1 point**

*Comme le résultat d'exploitation n'est pas affecté par l'endettement de l'entreprise, un multiple de résultat d'exploitation plus ou moins haut n'est pas déterminé par un endettement plus ou moins fort. En revanche, il est probable que Turnbull soit en moindre croissance que les sociétés qui lui sont comparables.*

5) - Les sociétés A et B cotées en bourse, qui appartiennent au même secteur et ont une activité très comparable, ont un même multiple de résultat d'exploitation mais A a un PER très supérieur à celui de B. Vous en déduisez (une seule réponse possible) :

- que A a un taux de croissance attendu supérieur à B,
- que l'une des deux sociétés a un flottant tellement faible que son cours de bourse ne veut pas dire grand-chose,
- que B est plus endettée que A,
- que cette différence de PER n'est pas possible, et qu'il doit y avoir une erreur de calcul,
- qu'aucune de ces réponses n'est plausible.

Pourquoi ?

**1 point**

*Comme les deux sociétés ont le même multiple du résultat d'exploitation, la différence de niveau de PER s'explique par leur structure financière. Si B est plus endettée que A, alors son action est plus risquée que l'action A et il est donc logique que son PER soit plus faible.*

6) Une entreprise avec un fort taux de distribution est plutôt une entreprise en croissance ou à maturité ? Pourquoi ?

**1 point**

*À maturité, les besoins d'investissement sont moins forts qu'en période de croissance où il faut accroître le montant de l'actif économique pour suivre la croissance de la demande ; donc l'entreprise peut alors augmenter son taux de distribution. Une entreprise avec un fort taux de distribution est donc une entreprise à maturité.*

7) Une entreprise avec un faible taux de distribution est plutôt une entreprise en croissance ou à maturité ? Pourquoi ?

**1 point**

*En phase de croissance, les besoins d'investissement sont plus forts qu'en période de maturité car il faut accroître le montant de l'actif économique pour suivre la croissance de la demande ; donc l'entreprise ne peut alors pas se permettre de verser des dividendes importants car elle a besoin de ces fonds pour réinvestir. Une entreprise avec un faible taux de distribution est donc une entreprise en croissance.*

8) Une entreprise avec un fort PER est plutôt, toutes choses égales par ailleurs, une entreprise en croissance ou à maturité ? Pourquoi ?

**1 point**

*On acceptera de payer une action sur la base d'un multiple d'autant plus élevé que l'on sait que son bénéfice actuel va fortement croître dans le futur. Une entreprise avec un fort PER est donc une entreprise en croissance.*

- 9) Une entreprise avec un faible PER est plutôt, toutes choses égales par ailleurs, une entreprise en croissance ou à maturité ? Pourquoi ?

**1 point**

*On n'acceptera pas de payer une action sur la base d'un multiple élevé de ses résultats actuels quand on sait qu'ils ne vont pas croître dans le futur. Une entreprise avec un faible PER est donc une entreprise à maturité.*

- 10) Une entreprise avec un faible PER est plutôt, toutes choses égales par ailleurs, une entreprise à faible risque ou à fort risque ? Pourquoi ?

**1 point**

*On n'acceptera pas de payer cher une entreprise sur la base de ses profits actuels si l'on pense que ceux-ci ne sont pas stables et pourraient bien décroître. Au contraire on l'achètera sur la base d'un PER faible pour avoir une marge de protection. Dès lors une entreprise avec un PER faible est une entreprise, toutes choses égales par ailleurs, à fort risque.*

- 11) Une entreprise avec un fort PER est plutôt, toutes choses égales par ailleurs, une entreprise à faible risque ou à fort risque ? Pourquoi ?

**1 point**

*On n'acceptera pas de payer cher une entreprise sur la base de ses profits actuels si l'on pense que ceux-ci ne sont pas stables et pourraient bien décroître. Au contraire, si ses profits apparaissent peu risqués, on pourra l'acheter sur la base d'un PER plus élevé car la qualité a toujours un prix. Dès lors, une entreprise avec un PER fort est une entreprise, toutes choses égales par ailleurs, à faible risque.*

- 12) Toutes choses étant égales par ailleurs, à notre époque de faible taux d'intérêt, les PER ont plutôt tendance à être faibles ou élevés ?

**1 point**

*Si les taux d'intérêt sont faibles, les taux de rentabilité exigée sont faibles aussi, et on peut se permettre d'acheter cher l'action et, ce faisant, d'avoir une faible rentabilité mais qui correspond cependant au taux de rentabilité exigée. Donc en période de taux bas, les PER sont élevés.*

- 13) Le conseil d'administration d'Atos vient de coopter comme administrateur Edouard Philippe, ancien Premier ministre. S'agit-il d'un signal ? Et si oui est-il positif ou négatif ?

**1 point**

*La décision de coopter Edouard Philippe comme administrateur d'Atos est une décision librement consentie, mais qui ne se traduit pas par un mouvement de trésorerie et ne produit pas d'effet négatif si celui qui a pris cette décision a sciemment émis un signal faux. Ce n'est donc pas un signal.*

- 14) Une entreprise a contracté il y a quelques années un emprunt avec un taux d'intérêt de 3 %.  
Les frais financiers de cet emprunt sont-ils des coûts fixes ou des coûts variables ? Pourquoi ?

**1 point**

*Les frais financiers sont des coûts fixes car leur montant ne varie pas en fonction du niveau d'activité de la société.*

- 15) Une entreprise a contracté il y a quelques années un emprunt dont le taux d'intérêt est recalculé tous les 6 mois comme le taux du marché + 0,35 %. Les frais financiers de cet emprunt sont-ils des coûts fixes ou des coûts variables ? Pourquoi ?

**1 point**

*Même s'ils sont à taux variable (c'est-à-dire dépendant des taux constatés sur les marchés financiers), les frais financiers sont des coûts fixes car leur montant ne varie pas en fonction du niveau d'activité de la société*

- 16) Avec la sortie du confinement et le redémarrage de leurs activités, les entreprises industrielles ont plutôt été confrontées à un dégonflement ou à un gonflement de leur besoin en fonds de roulement par rapport à ce qu'il était durant le confinement ? Pourquoi ? Et donc à des besoins ou des générations de flux de trésorerie ?

**1 point**

*La sortie du confinement s'est traduite pour les entreprises par un redémarrage de leur activité, c'est-à-dire par une augmentation de leur chiffre d'affaires. A conditions d'exploitation inchangées le ratio BFR/CA HT d'une entreprise devrait rester stable. Ainsi si l'entreprise a un BFR positif, l'augmentation du CA entraînera une augmentation du BFR et donc des besoins de trésorerie additionnels. A contrario si l'entreprise a un BFR négatif, l'augmentation du CA entraînera une baisse du BFR (BFR plus négatif) et donc une génération de trésorerie additionnelle.*

- 17) Avec l'entrée en confinement et l'arrêt de leurs activités, les entreprises industrielles ont plutôt été confrontées à un dégonflement ou à un gonflement de leur besoin en fonds de roulement ? Pourquoi ? Et donc à des besoins ou des générations de flux de trésorerie ?

**1 point**

*L'entrée en confinement s'est traduite pour les entreprises par une baisse de leur activité, c'est-à-dire par une baisse de leur chiffre d'affaires. A conditions d'exploitation inchangées, le ratio BFR/CA HT d'une entreprise devrait rester stable. Ainsi si l'entreprise a un BFR positif, la baisse du CA entraînera une baisse du BFR et donc une génération de trésorerie additionnelle. A contrario si l'entreprise a un BFR négatif, la baisse du CA entraînera une augmentation du BFR (BFR moins négatif) et donc des besoins de trésorerie additionnels.*

*Une réponse plus précise, mais en dehors du programme de M1, est dans un premier temps une hausse du BFR (sociétés à BFR positif) car stocks au début plus élevés, délais de règlement clients plus longs car ils auront tendance à privilégier leur trésorerie et dettes fournisseurs plus importantes (même raison). La baisse du BFR n'interviendrait que dans un deuxième temps.*

- 18) La mise en place à partir de mars 2020 par les banques et Bpifrance de prêts garantis par l'État (PGE) au profit des entreprises, était-il destiné à soulager leurs problèmes de liquidité ou de solvabilité, ou les deux ? Pourquoi ?

**1 point**

*Les prêts garantis par l'Etat ont apporté de la trésorerie aux entreprises concernées, mais devront être remboursés comme tout prêt. Ils étaient donc destinés à soulager les problèmes de liquidité des entreprises mais n'ont pas amélioré leur solvabilité.*

- 19) La mise en place à partir de mars 2020 de mesures de chômage partiel, par lesquelles les salaires des salariés forcés d'arrêter leurs activités à partir de mars 2020 étaient pris en charge par l'État, était-elle destinée à soulager les problèmes de liquidité ou de solvabilité des entreprises, ou les deux ? Pourquoi ?

**1 point**

*Les mesures de chômage partiel ont à la fois allégé les charges et les besoins de trésorerie des entreprises concernées. Elles étaient donc destinées à soulager les problèmes de liquidité et les problèmes de solvabilité des entreprises qui ont réduit leurs pertes à due proportion.*

- 20) Le report de paiement d'impôts et de charges sociales mis en place à partir de mars 2020 était-il destiné à soulager les problèmes de liquidité ou de solvabilité des entreprises, ou les deux ? Pourquoi ?

**1 point**

*Les mesures de report d'impôts et de charges sociales ont constitué un report de sorties de trésorerie pour les entreprises concernées, mais ces impôts et charges sociales devront être in fine être payés par les entreprises. Ces mesures étaient donc destinées à soulager les problèmes de liquidité des entreprises, mais n'ont pas amélioré leur solvabilité.*

- 21) Le report de paiement de loyers accordés par certains centres commerciaux à leurs locataires à partir de mars 2020 était-il destiné à soulager les problèmes de liquidité ou de solvabilité de ces locataires ou les deux ? Pourquoi ?

**1 point**

*Les mesures de report de loyers accordés par certains centres commerciaux à leurs locataires ont constitué un report de sorties de trésorerie pour les entreprises concernées, mais ces loyers devront être in fine être payés par les entreprises. Ces mesures étaient donc destinées à soulager les problèmes de liquidité des entreprises, mais n'ont pas amélioré leur solvabilité.*

- 22) L'annulation pure et simple des loyers consentis par certains centres commerciaux à certains de leurs locataires à partir de mars 2020 était-il destiné à soulager les problèmes de liquidité ou de solvabilité de ces locataires ou les deux ? Pourquoi ?

**1 point**

*L'annulation pure et simple des loyers consentis par certains centres commerciaux à leurs locataires a à la fois allégé les charges et les besoins de trésorerie des entreprises concernées. Cette mesure était donc destinée à soulager les problèmes de liquidité et les problèmes de solvabilité des entreprises.*

- 23) La suppression du versement de dividendes pourtant annoncés avant le déclenchement de la pandémie était-elle destinée à soulager les problèmes de liquidités ou de solvabilité des entreprises, ou les deux ?

**1 point**

*La suppression du versement de dividendes pourtant annoncés avant le déclenchement de la pandémie a allégé les besoins de trésorerie et renforcé les capitaux propres des entreprises concernées. Cette mesure était donc destinée à soulager les problèmes de liquidité et les problèmes de solvabilité des entreprises.*

- 24) Dassault Systèmes, le leader mondial de l'édition de logiciels 3D pour l'industrie et les services, a un capital formé de 265 M actions, des capitaux propres comptables de 5 300 M€, un résultat net de 600 M€, un résultat d'exploitation de 800 M€, un endettement bancaire et financier brut de 5 300 M€, un cours de bourse de 150 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 1 950 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,7 € par action. Calculez son PER. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*La capitalisation boursière (c'est-à-dire la valeur de marché de ses capitaux propres) de Dassault Systèmes est égale au cours de l'action multiplié par le nombre d'actions en circulation, soit  $150€ \times 265 \text{ millions} = 39,75 \text{ Mds€}$*

*Le PER de Dassault Systèmes est égal à sa capitalisation boursière divisée par le résultat net. Il est donc de  $39750 \text{ M€} / 600 \text{ M€} = 66$ .*

*Le PER de Dassault Systèmes est très élevé et est probablement justifié par de très fortes perspectives de croissance des résultats de Dassault Systèmes.*

- 25) Dassault Systèmes, le leader mondial de l'édition de logiciels 3D pour l'industrie et les services, a un capital formé de 265 M actions, des capitaux propres comptables de 5 300 M€, un résultat net de 600 M€, un résultat d'exploitation de 800 M€, un endettement bancaire et financier brut de 5 300 M€, un cours de bourse de 150 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 1 950 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,7 € par action. Calculez le taux de rendement de son action. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Le taux de rendement de l'action se calcule comme le rapport entre dividende par action et le cours de l'action. Dans le cas de l'action de Dassault Systèmes, il est donc égal à  $0,7 / 150 = 0,5\%$ .*

*C'est un taux de rendement très faible qui reflète les caractéristiques d'une entreprise comme Dassault Systèmes qui doit avoir de fortes perspectives de croissance et qui, en conséquence, (i) distribue peu de dividendes (on pourrait calculer son taux de distribution à environ 30%) et (ii) a une valorisation boursière élevée par rapport à ses capitaux propres comptables. En d'autres termes, on pourrait dire que les actionnaires de Dassault Systèmes s'intéressent plus à ses profits futurs qu'aux dividendes versés sur ses résultats passés.*

- 26) Dassault Systèmes, le leader mondial de l'édition de logiciels 3D pour l'industrie et les services, a un capital formé de 265 M actions, des capitaux propres comptables de 5 300 M€, un résultat net de 600 M€, un résultat d'exploitation de 800 M€, un endettement bancaire et financier brut de 5 300 M€, un cours de bourse de 150 € actuellement, des disponibilités et des valeurs

mobilières de placement pour 1 950 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,7 € par action.

Calculez son multiple du résultat d'exploitation, Qu'en pensez-vous ?

## 2 points

*Le multiple du résultat d'exploitation d'une entreprise se calcule comme le rapport entre la valeur de son actif économique et son résultat d'exploitation. Dans le cas de Dassault Systèmes, on calcule d'abord la valeur de l'actif économique correspondant à la somme de la capitalisation boursière (150€ par action  $\times$  265m d'actions soit 39 750M€) et de l'endettement net (5 300M€ - 1 950M€ soit 3 350M€), soit 43 100M€.*

*Le multiple du résultat d'exploitation est donc égal à  $53,9 \times (43\ 100 / 800)$ .*

*Ce multiple est extrêmement élevé et est probablement justifié par de fortes perspectives de croissance des résultats de Dassault Systèmes pour un niveau de risque sans doute relativement modéré.*

27) Dassault Systèmes, le leader mondial de l'édition de logiciels 3D pour l'industrie et les services, a un capital formé de 265 M actions, des capitaux propres comptables de 5 300 M€, un résultat net de 600 M€, un résultat d'exploitation de 800 M€, un endettement bancaire et financier brut de 5 300 M€, un cours de bourse de 150 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 1 950 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,7 € par action. Calculez son taux de rentabilité des capitaux propres. Qu'en pensez-vous sachant que le coût de ses capitaux propres est de l'ordre de 6 % ? Que-vous attendez-vous à trouver comme PBR (inférieur, égal ou supérieur à 1) ? Pourquoi ?

## 2 points

*Le taux de rentabilité des capitaux propres de Dassault Systèmes est égal à son résultat net (600M€) divisé par le montant comptable de ses capitaux propres (5 300M€) soit 11,3%. Comme ce ratio est largement supérieur au coût des capitaux propres on s'attend à ce que le Price-to-Book Ratio de Dassault Systèmes soit bien supérieur à 1, correspondant au profil d'une entreprise créatrice de valeur.*

28) Dassault Systèmes, le leader mondial de l'édition de logiciels 3D pour l'industrie et les services, a un capital formé de 265 M actions, des capitaux propres comptables de 5 300 M€, un résultat net de 600 M€, un résultat d'exploitation de 800 M€, un endettement bancaire et financier brut de 5 300 M€, un cours de bourse de 150 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 1 950 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,7 € par action. Calculez son taux de rentabilité économique avec un taux d'impôt de 25%.

## 1 point

*Le taux de rentabilité économique de Dassault Systèmes est égal à son résultat d'exploitation après impôt ( $800 \times (1 - 25\%)$  soit 600M€) divisé par le montant comptable de son actif économique (correspondant à la somme des capitaux propres comptables de 5 300M€ et de l'endettement net de 3 350M€ (5 300M€ - 1 950M€), soit 8 650M€) soit  $600 / 8650 = 6,9\%$ .*

29) Dassault Systèmes, le leader mondial de l'édition de logiciels 3D pour l'industrie et les services, a un capital formé de 265 M actions, des capitaux propres comptables de 5 300 M€, un résultat net de 600 M€, un résultat d'exploitation de 800 M€, un endettement bancaire et financier brut de 5 300 M€, un cours de bourse de 150 € actuellement, des disponibilités et des valeurs

mobilières de placement pour 1 950 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,7 € par action.

Calculez son taux de distribution. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Le taux de distribution de Dassault Systèmes est égal au rapport entre le montant de dividendes payés (0,7€ par action  $\times$  265M d'actions soit 185,5M€) et son résultat net (600M€) soit 31 %.*

*C'est un taux de distribution relativement faible qui correspond au profil d'une entreprise en croissance telle que Dassault Systèmes comme en témoigne son PER de  $150 \times 265 / 600 = 66$ .*

30) Dassault Systèmes, le leader mondial de l'édition de logiciels 3D pour l'industrie et les services, a un capital formé de 265 M actions, des capitaux propres comptables de 5 300 M€, un résultat net de 600 M€, un résultat d'exploitation de 800 M€, un endettement bancaire et financier brut de 5 300 M€, un cours de bourse de 150 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 1 950 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,7 € par action. Calculez son PBR. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Le Price-to-Book Ratio de Dassault Systèmes est égal au rapport entre la valeur de ses capitaux propres (150€ par action  $\times$  265M d'actions soit une capitalisation boursière de 39 750M€) et le montant comptable de ses capitaux propres (5 300M€), soit 7,5x.*

*Il s'agit d'un niveau très élevé correspondant à une entreprise très fortement créatrice de valeur. Autrement dit, les actionnaires de Dassault Systèmes s'attendent donc à ce que l'entreprise dégager (ou continue de dégager) une rentabilité bien au-delà de son coût des capitaux propres.*

31) TF1 a un capital formé de 220 M actions, des capitaux propres comptables de 1 550 M€, un résultat net de 155 M€, un résultat d'exploitation de 255 M€, un endettement bancaire et financier brut de 330 M€, un cours de bourse de 5 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 100 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,4 € par action.

Calculez son PER. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Le Price-to-Earnings Ratio de TF1 est égal au rapport entre le cours de son action de 5€ et son résultat net par action (155M€ divisé par 220M d'actions soit 0,7€) soit 7,1x.*

*Il s'agit d'un niveau de PER faible, qui doit se justifier par des attentes de stagnation ou de baisse à venir des résultats de TF1 et d'une perception de risque élevé sur l'évolution de ces résultats sur le long terme.*

32) TF1 a un capital formé de 220 M actions, des capitaux propres comptables de 1 550 M€, un résultat net de 155 M€, un résultat d'exploitation de 255 M€, un endettement bancaire et financier brut de 330 M€, un cours de bourse de 5 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 100 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,4 € par action. Calculez le taux de rendement de son action. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Le taux de rendement de l'action se calcule comme le rapport entre dividende par action et le cours de l'action. Dans le cas de l'action de TF1, il est donc égal à  $0,4 / 5 = 8\%$ .*

*C'est un taux de rendement très élevé qui, dans le cas de TF1, doit surtout traduire la faiblesse de la valorisation de son titre et sans doute refléter le fait que les actionnaires doutent que TF1 puisse maintenir son dividende à ce niveau dans le futur.*

- 33) TF1 a un capital formé de 220 M actions, des capitaux propres comptables de 1 550 M€, un résultat net de 155 M€, un résultat d'exploitation de 255 M€, un endettement bancaire et financier brut de 330 M€, un cours de bourse de 5 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 100 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,4 € par action. Calculez son multiple du résultat d'exploitation, Qu'en pensez-vous ?

## **2 points**

*Le multiple du résultat d'exploitation d'une entreprise se calcule comme le rapport entre la valeur de son actif économique et son résultat d'exploitation. Dans le cas de TF1, on calcule d'abord la valeur de l'actif économique correspondant à la somme de la capitalisation boursière ( $5€ \text{ par action} \times 220\text{M d'actions}$  soit 1 100M€) et de l'endettement net ( $330\text{M€} - 100\text{M€}$  soit 230M€), soit 1 330M€.*

*Le multiple du résultat d'exploitation est donc égal à  $5,2 \times (1\ 330 / 255)$ .*

*Ce multiple est très faible et est probablement justifié par une anticipation de la baisse des résultats de TF1 et d'un niveau de risque élevé (forte volatilité de ces résultats).*

- 34) TF1 a un capital formé de 220 M actions, des capitaux propres comptables de 1 550 M€, un résultat net de 155 M€, un résultat d'exploitation de 255 M€, un endettement bancaire et financier brut de 330 M€, un cours de bourse de 5 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 100 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,4 € par action. Calculez son taux de rentabilité des capitaux propres.

## **1 point**

*Le taux de rentabilité des capitaux propres de TF1 est égal à son résultat net (155M€) divisé par le montant comptable de ses capitaux propres (1 550M€) soit 10%.*

- 35) TF1 a un capital formé de 220 M actions, des capitaux propres comptables de 1 550 M€, un résultat net de 155 M€, un résultat d'exploitation de 255 M€, un endettement bancaire et financier brut de 330 M€, un cours de bourse de 5 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 100 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,4 € par action. Calculez son taux de rentabilité économique avec un taux d'impôt de 25 %

## **1 point**

*Le taux de rentabilité économique de TF1 est égal à son résultat d'exploitation après impôt ( $255 \times (1-25\%)$  soit 191M€) divisé par le montant comptable de son actif économique (correspondant à la somme des capitaux propres comptables de 1 550M€ et de l'endettement net de 230M€ ( $330\text{M€} - 100\text{M€}$ ), soit 1 780M€) soit  $191 / 1\ 780 = 10,7\%$ .*

- 36) TF1 a un capital formé de 220 M actions, des capitaux propres comptables de 1 550 M€, un résultat net de 155 M€, un résultat d'exploitation de 255 M€, un endettement bancaire et financier brut de 330 M€, un cours de bourse de 5 € actuellement, des disponibilités et des

valeurs mobilières de placement pour 100 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,4 € par action. Calculez son taux de distribution. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Le taux de distribution de TF1 est égal au rapport entre le montant de dividendes payés (0,4€ par action  $\times$  220M d'actions soit 88M€) et son résultat net (155M€) soit 57 %.*

*C'est un taux de distribution plus élevé que la moyenne des grandes entreprises françaises (45 à 50 %, hors Covid), qui est caractéristique d'une entreprise plutôt mature qui ne réinvestit qu'une minorité de ses résultats dans le développement de ses activités qui ne sont plus en croissance.*

37) TF1 a un capital formé de 220 M actions, des capitaux propres comptables de 1 550 M€, un résultat net de 155 M€, un résultat d'exploitation de 255 M€, un endettement bancaire et financier brut de 330 M€, un cours de bourse de 5 € actuellement, des disponibilités et des valeurs mobilières de placement pour 100 M€. Son dernier dividende versé a été de 0,4 € par action. Calculez son PBR. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Capitalisation boursière = Nombre d'actions  $\times$  cours de bourse = 220  $\times$  5 = 1 100 M€*

*PBR = capitalisation boursière / capitaux propres comptables = 1 100 / 1 550 = 71 %. Les investisseurs semblent donc penser que TFI ne sera pas capable de dégager une rentabilité au moins égale à celle qu'ils demandent.*

38) La Société Générale a un capital formé de 850 M actions, des capitaux propres comptables de 68 000 M€, un résultat net de 3 250 M€, un cours de bourse de 10 € actuellement. Son dernier dividende versé a été de 2,2 € par action. Calculez son PER. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*BPA = résultat net / nombre d'actions = 3 250 M€ / 850 M = 3,82 €*

*PER = cours de bourse / BPA = 10 € / 3,82 € = 2,6*

*PER extrêmement faible, traduisant risque et incertitude sur la rentabilité des banques dans le contexte de récession économique liée à la crise sanitaire.*

39) La Société Générale a un capital formé de 850 M actions, des capitaux propres comptables de 68 000 M€, un résultat net de 3 250 M€, un cours de bourse de 10 € actuellement. Son dernier dividende versé a été de 2,2 € par action. Calculez son taux de rendement de son action. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Rendement = dividende par action / cours de bourse = 2,2 € / 10 € = 22 %*

*Un taux de rendement très élevé, mais sans signification économique, car calculé sur un résultat passé, et alors que les banques ont entre-temps suspendu leur dividende et sont sous la menace d'une baisse de leur rentabilité en liaison avec la crise sanitaire. Ce rendement ne reflète donc pas celui attendu dans le futur.*

40) La Société Générale a un capital formé de 850 M actions, des capitaux propres comptables de 68 000 M€, un résultat net de 3 250 M€, un cours de bourse de 10 € actuellement. Ses actionnaires attendent un taux de rentabilité de 10 %. Son dernier dividende versé a été de 2,2 € par action. Calculez son taux de rentabilité des capitaux propres. Qu'en pensez-vous ? Que vous attendez-vous à trouver comme PBR (inférieur, égal ou supérieur à 1) ? Pourquoi ?

**2 points**

*Rentabilité des capitaux propres = résultat net / capitaux propres = 3 250 M€ / 68 000 M€ = 4,8 %*

*C'est un niveau faible.*

*On peut s'attendre à ce que le PBR (rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres) soit inférieur à 1, car les actionnaires exigent plus (10 %) que les 4,8 % rapportés par les capitaux propres, et donc valorisent ceux-ci à une valeur inférieure.*

41) La Société Générale a un capital formé de 850 M actions, des capitaux propres comptables de 68 000 M€, un résultat net de 3 250 M€, un cours de bourse de 10 € actuellement. Son dernier dividende versé a été de 2,2 € par action. Calculez son taux de distribution. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*Taux de distribution = dividendes / résultat net = 2,2 × 850 M€ / 3 250 M€ = 57,5 %*

*Taux de distribution assez élevé par rapport à la moyenne du marché boursier, qui est le propre d'entreprise arrivée à maturité.*

42) La Société Générale a un capital formé de 850 M actions, des capitaux propres comptables de 68 000 M€, un résultat net de 3 250 M€, un cours de bourse de 10 € actuellement. Son dernier dividende versé a été de 2,2 € par action. Calculez son PBR. Qu'en pensez-vous ?

**2 points**

*PBR = Price-to-Book Ratio = Capitalisation boursière / Capitaux propres*

*= 10 × 850 M / 68 000 M = 12,5 %*

*PBR incroyablement faible, le marché décotant considérablement les banques et considérant que leur rentabilité des capitaux propres est et sera très inférieure à la "rentabilité exigée" (formule du MEDAF) par les actionnaires.*

43) Les constructeurs automobiles sont confrontés à une baisse de leur chiffre d'affaires du fait de la pandémie et à une hausse de leurs coûts du fait des mesures de précautions sanitaires prises dans les usines et les bureaux. Comme s'appelle en finance la conjonction de ces deux évolutions ?

**1 point**

*Un effet de ciseau défavorable.*

44) Le cours de bourse des principaux producteurs d'énergie renouvelable (Neoen, Voltalia, etc.) a doublé sur les 12 derniers mois. Cette variation implique-t-elle une variation des taux de rentabilité exigés par les actionnaires. Comment l'expliquez-vous ?

**2 points**

*Une baisse de la rentabilité exigée dorénavant, et – si on raisonne bien toutes choses égales par ailleurs-la perception que ces sociétés sont moins risquées (rentabilité exigée= taux sans risque + beta de l'action x prime de marché). Probablement aussi par un engouement des investisseurs pour les valeurs vertes compte tenu de la transition énergétique.*

45) Le cours des principaux producteurs de pétrole a baissé de 50% sur les 12 derniers mois. Cette variation implique-t-elle une variation des taux de rentabilité exigés par les actionnaires. Comment l'expliquez-vous ?

**2 points**

*Une augmentation de la rentabilité exigée dorénavant, les actionnaires attendant plus car la rente à long terme des compagnies pétrolières paraît moins assurée du fait de la baisse des prix du pétrole.*

46) Où ranger le poste Valeurs mobilières de placement entre les quatre grandes composantes d'un bilan économique qui fait apparaître en lecture directe l'actif économique ? Pourquoi ?

**1 point**

*En moins de la dette financière nette, et donc assimilables à du cash, car les valeurs de placements sont supposées être aisément mobilisables en trésorerie.*

47) Où ranger le poste TVA collectée pour le compte de l'État entre les quatre grandes composantes d'un bilan économique qui fait apparaître en lecture directe l'actif économique ? Pourquoi ?

**1 point**

*Elle vient en moins du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) car, quand elle est collectée, elle revient à disposer provisoirement d'une trésorerie qui devra être retournée rapidement à l'État, et donc dont la contrepartie comptable immédiate est une dette d'exploitation (dette fiscale et sociale) qui, vu du BFR, est en réalité de nature analogue à de la dette fournisseurs puisque liée à l'activité de l'entreprise.*

48) Où ranger le poste Constructions et équipement industriels entre les quatre grandes composantes d'un bilan économique qui fait apparaître en lecture directe l'actif économique ? Pourquoi ?

**1 point**

*En « Actif Immobilisé », car c'est une dépense d'investissement qui n'ira pas directement en compte de résultat mais qui sera immobilisée et progressivement amortie.*

49) Où ranger le poste Réserves et primes d'émission entre les quatre grandes composantes d'un bilan économique qui fait apparaître en lecture directe l'actif économique ? Pourquoi ?

**1 point**

*En « capitaux propres », parce qu'il s'agit soit de montants apportés par les actionnaires (primes d'émission) ou bien qui leur reviendraient en cas de distribution ou de dissolution (réserves).*

50) Où ranger le poste Emprunt obligataire entre les quatre grandes composantes d'un bilan économique qui fait apparaître en lecture directe l'actif économique ? Pourquoi ?

**1 point**

*En « dette financière nette », parce qu'il s'agit d'un emprunt auprès d'investisseurs financiers (les porteurs d'obligations), une des principales alternatives au crédit bancaire.*

51) Une entreprise qui fait des investissements le plus souvent à la valeur actuelle nette négative crée-t-elle de la valeur ? Pourquoi ?

**1 point**

*Non, elle détruit de la valeur car elle investit ses ressources dans des projets dont la rentabilité est insuffisante compte tenu du risque : elle détruit donc la valeur qui lui a été confié par ses apporteurs de capitaux.*

52) Un investissement à la valeur actuelle nette positive peut-il avoir un TRI inférieur au taux de rentabilité minimum exigé ? Pourquoi ?

**1 point**

*Non, une VAN positive correspond à un TRI supérieur à la rentabilité exigée. En effet, si la VAN est positive c'est que le taux de capitalisation que rapporte l'investissement est supérieur au taux d'actualisation, autrement dit que le TRI est supérieur au taux de rentabilité exigé.*

53) Un investissement à la valeur actuelle nette positive peut-il avoir un TRI supérieur au taux de rentabilité minimum exigé de cet investissement ? Pourquoi ?

**1 point**

*Oui, une VAN positive correspond à un TRI supérieur à la rentabilité exigée. En effet, si la VAN est positive c'est que le taux de capitalisation que rapporte l'investissement est supérieur au taux d'actualisation, autrement dit que le TRI est supérieur au taux de rentabilité exigé.*

54) A quel(s) problème(s) une entreprise qui fait des investissements le plus souvent à la valeur actuelle nette négative va-t-elle être confrontée ? Pourquoi ?

**1 point**

*Comme cette entreprise détruit la valeur qui lui a été confiée par ses apporteurs de capitaux, elle va perdre leur confiance : les créanciers ne vont plus vouloir lui prêter davantage (pouvant entraîner des difficultés financières) et ses actionnaires vont souhaiter réduire, restructurer voire arrêter son activité. La faillite et/ou la liquidation menacent.*

55) Le comportement suivant constitue-t-il un signal et si oui est-il positif ou négatif ? Pourquoi ?

Une entreprise accroît son dividende pendant la pandémie.

**1 point**

*Une entreprise qui accroît son dividende durant la pandémie démontre sa confiance en l'avenir. Considérant que c'est une décision libre (rien ne l'y oblige a priori), dans une situation d'asymétrie d'information entre l'entreprise et ses actionnaires (l'entreprise est davantage au courant des impacts de la pandémie sur sa société), qui se traduit par un transfert de trésorerie (de l'entreprise aux actionnaires) et qui implique sa propre sanction (si l'optimisme de la société n'est pas fondé, cette dernière va se retrouver en difficultés), il s'agit d'un signal positif.*

56) Le comportement suivant constitue-t-il un signal et si oui est-il positif ou négatif ? Pourquoi ?

Ne pas souscrire à une augmentation de capital pour le fondateur de l'entreprise qui y a investi tout son patrimoine.

**1 point**

*Il ne s'agit pas d'un signal car le fondateur n'a a priori pas la liberté d'investir davantage dans la société s'il y a déjà investi tout son patrimoine.*

57) Le comportement suivant constitue-t-il un signal et si oui est-il positif ou négatif ? Pourquoi ?

Souscrire à une augmentation de capital pour un investisseur financier qui n'est pas administrateur de l'entreprise.

**1 point**

*Il ne s'agit pas d'un signal car cet investisseur n'a a priori pas d'information privilégiée sur la société (pas d'asymétrie d'information entre lui et les autres investisseurs).*

58) Lorsqu'un fonds d'investissement achète une entreprise, il est fréquent qu'il exige des dirigeants d'investir eux aussi une partie importante de leur patrimoine dans le capital de l'entreprise ? Quelle théorie explique cette pratique ? Est-ce un signal ?

**1 point**

*Cela est conforme à la théorie de l'agence, qui vise à l'alignement des intérêts entre les managers et les investisseurs. Ce n'est pas un signal car les dirigeants n'ont pas la possibilité de refuser.*

59) Un des choix importants des enseignes de distribution réside dans leur stratégie immobilière : doivent-elles louer ou être propriétaires de leurs lieux de vente. Montrer en quoi cette stratégie affecte directement leur rentabilité économique.

### **1 point**

*La rentabilité économique est directement affectée à deux égards : en cas de location, on réduit le montant de l'actif économique (moins d'investissement nécessaire) et on réduit aussi le résultat d'exploitation (les loyers vont réduire le résultat d'exploitation, même si on « économise » les dotations aux amortissements). En général, cela améliore la rentabilité économique, car la baisse de l'actif économique est plus forte que celle du résultat d'exploitation.*

- 60) Un des choix importants des enseignes de distribution réside dans leur stratégie immobilière : doivent-elles louer ou être propriétaires de leurs lieux de vente. Montrer en quoi cette stratégie affecte directement leur risque.

### **1 point**

*Être locataire implique le paiement d'un loyer quel que soit le niveau d'activité : il s'agit donc d'un coût fixe supplémentaire qui réhausse le point mort. Être locataire est donc une stratégie plus risquée.*

- 61) Un des choix importants des enseignes de distribution réside dans leur stratégie immobilière : doivent-elles louer ou être propriétaires de leurs lieux de vente. À votre avis, laquelle de ces stratégies est la plus judicieuse en période de croissance ? Pourquoi ?

### **1 point**

*En période de croissance, il est judicieux de multiplier le nombre de point de ventes pour profiter d'effet d'échelle et des nombreux projets disponibles à VAN positive. Néanmoins, si les ressources financières de l'entreprise sont limitées, il est souvent préférable d'opter pour une stratégie de location pour limiter les besoins capitaux (investissement) par points de vente.*

- 62) Un des choix importants des enseignes de distribution réside dans leur stratégie immobilière : doivent-elles louer ou être propriétaires de leurs lieux de vente. À votre avis, laquelle de ces stratégies est la plus judicieuse en période de crise ? Pourquoi ?

### **1 point**

*En période de crise, les modèles les plus résilients sont généralement ceux avec le point mort le plus bas : il faut donc mieux être propriétaire car on évite le coût fixe des loyers. Pendant le confinement, la question des loyers supportés par les commerçants artisans était au cœur des difficultés de trésorerie des entreprises (les autres coûts fixes notamment salariaux étant partiellement pris en charge par l'Etat).*