



FINANCE D'ENTREPRISE

CORRIGÉ DU TEST DE MI-PARCOURS

Lundi 20 mars 2023 de 14h00 à 15h15

QUESTIONS

1. La Banque de France vient de publier son étude annuelle sur les délais de paiement entre entreprises qui montre que les délais de paiement aux fournisseurs sont de :

71 jours pour les grandes entreprises
64 jours pour les entreprises de tailles intermédiaires (ETI)
48 jours pour les PME
41 jours pour les micro-entreprises

Alors qu'une directive européenne transposée dans la loi française limite le délai maximum de paiements aux fournisseurs à 60 jours, près de 3/4 des PME paient leurs fournisseurs en moins de 60 jours ; les ETI ne sont déjà plus qu'un peu moins de la moitié à respecter la loi, quant aux grandes entreprises, le chiffre tombe à 39 %.

- a) Qu'est-ce que ces chiffres illustrent concernant la nature profonde du BFR ? **1 point**

Le BFR (Stock + Clients – Fournisseurs) reflète le rapport de force entre Clients et Fournisseurs. Les petites entreprises subissent les conditions imposées par les plus grandes entreprises. Plus ces entreprises sont grandes, plus elles semblent abuser de leur force.

La Banque de France estime que les grandes entreprises captent ainsi indûment 16 Md€ de trésorerie. Quel impact cela a-t-il sur (justifiez votre réponse) :

- b) Leur liquidité ? **1 point**

Puisque les grandes entreprises ont un BFR moins important, en raison de l'importance du poste Fournisseurs, elles bénéficient d'une variation du BFR moins importante et donc d'un cash-flow plus important, de donc d'une meilleure liquidité.

- c) Leur solvabilité ? **1 point**

La solvabilité, qui mesure la capacité d'une entreprise à faire face à l'ensemble des dettes en liquidant l'ensemble de ses actifs, n'est pas affectée. En effet si les grandes entreprises bénéficient d'un poste Fournisseurs plus important, et donc dès lors d'une meilleure trésorerie (puisqu'elles ne règlent pas leurs factures rapidement), le solde entre ces deux postes est nul.

d) Leur rentabilité économique ? **1 point**

La rentabilité économique est mesurée comme le rapport entre Résultat d'exploitation après impôt et Capitaux Employés. Les Capitaux Employés sont égaux aux Actifs immobilisés auxquels s'ajoutent le BFR. En diminuant le BFR, on améliore donc mécaniquement la rentabilité économique.

e) La valeur de leurs capitaux propres dans une approche indirecte ? **1 point**

Puisque les grandes entreprises disposent d'une meilleure trésorerie, c'est-à-dire d'un endettement bancaire et financier net plus petit de ce fait, la valeur de marché des capitaux propres augmente par le biais de l'approche indirecte, puisque dans cette approche la valeur des capitaux propres est la valeur de l'actif économique moins la valeur de l'endettement bancaire et financier net.

2. Un évaluateur qui intervient auprès de TPE/PME applique des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBE) issus de données de marchés pour obtenir une valeur qu'il appelle de « rentabilité » à laquelle il ajoute le montant comptable des capitaux propres. Son raisonnement consiste à dire que la valeur de la société se répartit entre ce qui est existant dans la société, et qui doit être payé par un acquéreur, (représenté par les capitaux propres) et les cashflows futurs que va pouvoir générer l'activité (représenté par les multiples d'EBE). Pour rappel, il intervient auprès de TPE/PME. Qu'en pensez-vous ? **2 points**

Il y a double-comptage ! C'est comme si vous estimiez la valeur d'un appartement sur la base d'un prix au mètre carré (par exemple 5000 € x 30 m²) et vous ajoutiez en plus la valeur actualisée des loyers (6.000 € par an de loyers perçus). On ne peut en effet pas compter deux fois de suite la même chose : la valeur patrimoniale des actifs d'une entreprise en tant que tel entrant dans le montant des capitaux propres (sous déduction du montant des dettes), et par ailleurs ce qu'ils sont capables de générer dans le futur comme flux. Mais s'ils ont aujourd'hui la valeur qu'ils ont (5.000 € du m²), c'est justement parce que l'on pense qu'ils seront capables de générer dans le futur les flux attendus (200 € au m² de loyers).

Le multiple d'EBE rémunère non seulement les actifs en place, mais aussi le goodwill qu'ils génèrent. Pour s'en convaincre, rappelons qu'un multiple d'évaluation est équivalent à une version très simplifiée de l'actualisation de flux futurs.

3. Le bond de l'inflation depuis fin 2021 a conduit à un bond des besoins en fonds de roulement de la plupart des entreprises. Au bilan, quelle est la contrepartie de cette hausse du BFR ? **1 point** Quel est l'impact au compte résultat s'il y en a un ? **1 point** Et au tableau de flux quel est l'agrégat affecté ? **1 point**

Le BFR en augmentant vient diminuer la trésorerie des entreprises (ou augmenter leur endettement financier net, ce qui est équivalent).

Si le BFR augmente, c'est que, au compte de résultat, le chiffre d'affaires a augmenté (de l'inflation qui a pu être répercutée par les entreprises), ainsi que les charges. Indirectement, la trésorerie des entreprises ayant diminué, on peut s'attendre également à moins de produits financiers (ou à des charges d'intérêt supplémentaires si la société a une position d'endettement financier net).

Au tableau de flux, mécaniquement, l'augmentation du BFR a conduit à une augmentation de la variation du BFR.

4. Voici une réflexion d'un étudiant : « Si je demande du 1% à un investissement qui a un TRI à 10% - je me retrouve avec une VAN forcément généreuse, que je conçois comme un surplus (bonus) des flux de trésorerie qui me rapportent déjà du 1%.

Si j'en viens à demander du 9 %, j'ai une VAN (bonus) qui devient maigre, pour autant durant toute la durée de l'investissement j'ai eu des flux qui m'ont rapporté à 9% ! Ce qui n'est pas rien !

Est-il dès lors juste de dire que le taux d'actualisation correspond d'abord à un taux de rentabilité souhaité et dont les flux de trésorerie génèrent une sorte de rente, et que la VAN apparait comme un bonus ? »

Qu'en pensez-vous ? **2 points**

Cet étudiant, avec ses propres mots, démontre qu'il a parfaitement compris ce que sont VAN et TRI. La VAN est positive quand le TRI est supérieure au taux de rentabilité requis ; la VAN est bien la valeur créée par un investissement et donc la valeur de l'investissement si celui-ci était à vendre (ce qu'il appelle le bonus) ; le taux d'actualisation de la VAN correspond bien au taux de rentabilité souhaité sur l'investissement ; la rente (ou VAN) correspond bien au surcroît de rentabilité dégagé par un investissement par rapport au taux que l'on est en droit d'attendre compte tenu du risque de celui-ci.

5. Pouvez-vous commenter ce tableau explicatif des ventes du dernier trimestre 2022 du groupe de produits de grande consommation Procter & Gamble (Ariel, Lenor, Braun, Gillette, etc.) ?

2 points

On remarque que les segments où les prix ont le plus augmenté (Grooming et Fabric & Home Care), + 13 % et + 11% respectivement, sont les segments où les volumes ont le plus baissé (- 7 % et - 8 %), ce qui est logique s'agissant de produits de grande consommation (et non de produits de luxe) où les consommateurs, qui n'ont surement pas bénéficié de hausses de salaires de 11 - 13 %, ont réduit leur consommation ou/et opté pour des marques de distributeurs ou de moindre gamme. Et on remarque que l'inverse est vrai : dans les segments où les prix ont le moins monté (Health Care à +5 %), les volumes ont baissé le moins (- 1 %).

Par ailleurs, quelle a été l'évolution en % du chiffres d'affaires de Procter & Gamble au dernier trimestre ? **1 point**

$1 + \text{évolution du CA} = (1 + \text{évolution du volume}) \times (1 + \text{évolution des changes}) \times (1 + \text{évolution des prix}) = 94 \% \times 94 \% \times 1,1 = 97 \%$, d'où une baisse de 3%.

<u>October - December 2022</u>			
<u>Net Sales Drivers</u> ⁽¹⁾	<u>Volume</u>	<u>Foreign</u>	
		<u>Exchange</u>	<u>Price</u>
Beauty	(4)%	(8)%	9%
Grooming	(8)%	(9)%	11%
Health Care	(1)%	(6)%	5%
Fabric & Home Care	(7)%	(7)%	13%
Baby, Feminine & Family Care	(6)%	(5)%	8%
Total P&G	(6)%	(6)%	10%

6. Sur les 139 entreprises qui se sont introduites sur la Bourse de Paris depuis 2014, et dont les cours ne sont ni suspendus ni tombés à zéro pour cause de faillite, 23 % ont un cours supérieur à leur cours d'introduction. 93 % des entreprises dont le cours est inférieur à celui de l'introduction, capitalisent moins de 500 M€. À revers, les entreprises capitalisant plus de 500 M€, qui ne font que 12 % des introductions en nombre, représentent 30 % de celles dont le cours a progressé.
- a) Quel sont les facteurs qui peuvent expliquer cette situation ? **2 points**

Sur le comportement globalement décevant des cours de bourse des sociétés récemment introduites, dont 77% ont vu leurs cours de bourse baisser (ou ne pas progresser) par rapport au prix d'introduction, deux explications sont théoriquement possibles : soit les entreprises ont été globalement de mauvaise qualité et ont eu de mauvaises performances, explication qu'on a un peu du mal à justifier rationnellement, soit, beaucoup plus probablement, les sociétés ont été initialement introduites en bourse à un prix trop élevé.

Le fait que, dans ce panorama d'ensemble, les entreprises de taille plus importantes se soient mieux défendues que les plus petites, provient de deux facteurs possibles : d'une part, le risque plus élevé attaché aux sociétés de petite taille, sans doute insuffisamment pris en compte dans les exercices de valorisation faits à l'occasion des IPOs et, d'autre part, la très faible liquidité boursière des sociétés de petite taille, qui finit toujours par pénaliser le cours de bourse

- b) Que pensez-vous de ces faits, en particulier au regard de la théorie des marchés efficients, si l'on vous précise que la Bourse de Paris a monté dans l'intervalle de 61 % ? **1 point**

Cette évolution plus favorable du marché boursier dans son ensemble que ce qu'on a observé pour les cours des sociétés récemment introduites en bourse, va dans le sens de ce qui vient d'être dit plus haut. Elle démontre que les marchés ne sont pas tous complètement efficients, en ce qu'ils ne valorisent pas à tout moment les entreprises à leur juste valeur, c'est en tout cas, semble-t-il, le cas du « marché primaire-actions », notamment celui des IPOs.

7. Depuis février 2022, les taux de rentabilité exigés par les entreprises ont augmenté de 2 %, passant par exemple de 7 à 9 %. D'après vous, y-a-t-il plus ou moins de projets d'investissement qui, toute choses étant égales par ailleurs, franchissent la barre d'une valeur

actuelle nette positive ? Pourquoi ? **1 point**

En pure théorie, toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire en se plaçant dans une hypothèse de contexte économique et monétaire inchangé, on pourrait être tenté de penser qu'il devrait y en avoir moins, car le seuil minimal de rentabilité exigé est plus exigeant, et donc la VAN positive sera atteinte moins souvent. Mais voir réponse à la question suivante !

Quelle serait la raison première de la hausse de 2 % mentionnée plus haut ? **1 point** À cette aune, revisitez votre réponse à la question initiale. **1 point**

Ce qui peut expliquer la hausse de 2% des rentabilités exigés par les entreprises, c'est soit le risque plus élevé des projets, soit la hausse des taux d'intérêts en relation avec la reprise de l'inflation. Et cela semble bien être plutôt sur cette période la hausse des taux d'intérêts qui est la réalité palpable. Cette hausse des taux augmente le taux sans risque, donc, par ricochet, fait progresser le taux exigé sur un investissement donné compte tenu de sa prime de risque (si on suppose celle-ci inchangée). Tout ceci pourrait sembler conforter la réponse faite plus haut.

Mais ce serait oublier que l'impact négatif sur la VAN est en fait loin d'être automatique, car les cash-flows des entreprises pourront progresser notamment pour celles qui peuvent répercuter l'inflation sur les prix de leurs produits. Et les publications récentes des sociétés cotées montrent que les entreprises ont en 2022 fait plutôt de très bons résultats. Et il y a aussi l'impact de l'inflation sur le BFR, donc sur les cash-flows, qui est une autre histoire, et à regarder au cas par cas.

Tout ceci conduit à pondérer fortement les réponses un peu trop définitives exprimées, de manière purement théorique, à la question initiale

8. Qu'est-ce qui peut expliquer que, dans la formule du MEDAF qui formalise le taux de rentabilité exigé par les actionnaires, malgré la hausse du taux d'intérêt sans risque passé en 12 mois de 0 % à 2 % environ, le taux de rentabilité exigé par les investisseurs soit resté malgré tout inchangé ? **1 point**

Le MEDAF, appliqué au marché dans son ensemble et donc hors toute considération de beta lié à une action déterminée, ne tient compte que du taux sans risque et de la prime de marché. Un taux de rentabilité inchangé de la part des investisseurs en actions cotées voudrait alors dire que, du point de vue de ces investisseurs, la hausse des taux d'intérêt est compensée par une baisse du risque des actions cotées en bourse. Si les investisseurs continuent à n'attendre en moyenne que du 8% en bourse, c'est que la prime de marché est descendue à 6% alors que le taux sans risque est passé à 2%.

9. Maersk est le leader mondial du transport des containers par bateaux. Au moment où cette question a été rédigée (17 février 2023), son PER calculé sur les résultats 2022 était de 1,4. Qu'en pensez-vous ? **1 point** Quelles sont implicitement les anticipations des investisseurs quant à l'évolution des résultats 2023 de Maersk par rapport à ceux de 2022 ? **1 point** Êtes-vous surpris de cela ? **1 point** Pourquoi ?

Le niveau de PER (Price to Earnings Ratio), qui mesure le rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net de la société paraît très faible pour cette société (les multiples de PER sont actuellement en moyenne de 13 en Europe et de 17 aux États-Unis). Or plus les perspectives de croissance des bénéfices sont faibles plus le PER est bas. Dans ce cas précis, le très faible niveau de PER indique que les investisseurs anticipent des résultats à la baisse pour 2023, par rapport à ceux de 2022. Cela ne semble pas surprenant outre mesure, la performance 2021-2022 des transporteurs par bateaux a été particulièrement élevée, portée par des taux de fret très significativement au-dessus des moyennes historiques

en raison de tensions fortes sur la supply chain, mais n'ont pas vocation à perdurer à ces niveaux là sur le long terme. Par ailleurs, les anticipations à la hausse sur le cours du pétrole vont peser négativement sur les marges de la société et sur sa profitabilité. Ces deux paramètres expliquent les principales raisons des anticipations de baisse de performance dans le secteur

10. Continuant avec Maersk, le leader mondial du transport des containers par bateaux, mais indépendamment de la question précédente, sachant que le groupe a une trésorerie nette de tout endettement bancaire et financier positive qui ne lui a rien rapporté en 2022, pensez-vous que le multiple de son résultat d'exploitation est identique, plus fort ou plus faible que son PER ? Pourquoi ? Pour répondre rigoureusement à cette question, comparez deux à deux les composants du PER et du multiple du résultat d'exploitation. **3 points**

Le multiple de résultat d'exploitation se calcule comme suit :

$$\frac{\text{Valeur de l'Actif Economique}}{\text{Résultat d'Exploitation}} = \frac{\text{Valeur des capitaux propres} + \text{Valeur de la Dette Financière Nette}}{\text{Résultat d'exploitation}}$$

Le multiple de PER se calcule comme suit : $\frac{\text{Capitalisation Boursière}}{\text{Résultat Net}}$

Le groupe bénéficie d'une trésorerie nette de tout endettement bancaire et financier positive, ce qui signifie que la valeur de la dette financière nette est négative et donc la valeur de l'actif économique est inférieure à la valeur des capitaux propres. Par ailleurs, le Résultat Net est mécaniquement inférieur au Résultat d'exploitation (on y soustrait notamment l'impôt sur les sociétés, et ce que l'on ajoute, les produits financiers, a été nul compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt).

Si l'on compare ces 2 multiples pour Maersk, on s'aperçoit que dans le cas du multiple de résultat d'exploitation, on divise donc un agrégat plus faible (la valeur de l'actif économique) par une quantité plus grande (le résultat d'exploitation). Le multiple de résultat d'exploitation est donc inférieur au multiple de PER.

EXERCICE

a) Calculez le montant de l'actif économique **1 point**, la rentabilité économique **1 point** et la rentabilité des capitaux propres de Danone en 2021 **1 point**.

Calcul de l'actif économique (voir sur le bilan l'affectation ligne par ligne) :

Actif économique = Immobilisations + BFR = Capitaux propres + Dette Financière Nette

Immobilisations = 33 364 M€

BFR = 1 982 + 2 862 + 1 006 + 8 + 91 - 1 823 - 3 998 - 3 018 = - 2 890 M€

Capitaux propres = 17 375 + 1 502 = 18 877 M€

Dette Financière Nette = 12 537 + 1 105 + 4 048 + 13 - 5 197 - 659 - 251 = 11 596 M€

Actif économique = 33 364 - 2 890 = 18 877 + 11 596 = 30 474 M€

$Rentabilité\ actif\ économique = (Résultat\ d'exploitation \times (1 - \text{taux}\ d'impôt)) / Actif\ économique$

$Rentabilité\ actif\ économique = 2\ 257 \times (1 - 27\ %) / 30\ 474 = 5,4\ \%$

$Rentabilité\ des\ capitaux\ propres = Résultat\ net / Capitaux\ propres = 1\ 992 / 18\ 877 = 10,6\ \%$

Accepté aussi : Rentabilité des capitaux propres part du groupe = Résultat net part du groupe / Capitaux propres part du groupe = 1 924 / 18 775 = 10,2 %

b) Qu'est-ce qui explique la différence des deux rentabilités ? **1 point**

L'écart entre rentabilité des capitaux propres et rentabilité de l'actif économique résulte de l'effet de levier de la dette. En effet, Danone finance son actif économique pour partie par de la dette (DFN>0).

c) Que pensez-vous du niveau de rentabilité économique de Danone compte tenu de son secteur d'activité ? **1 point**

La rentabilité économique de Danone n'est pas très élevée et bien inférieure à la moyenne des rentabilités économiques des groupes cotés qui tourne autour de 11 % en 2022, son secteur peu risqué explique une partie de cette différence.

d) Que pensez-vous du niveau d'endettement de Danone ? **1 point**

Regardons le ratio d'endettement net de Danone en 2021 :

$Ratio\ d'endettement = Dette\ financière\ nette / EBE = DFN / (Résultat\ d'exploitation + dotation\ aux\ amts)$

$Ratio\ endettement\ 2021 = 11\ 596 / (2\ 257 + 1\ 265) = 3,3$

Le ratio d'endettement de Danone dépasse légèrement 3 mais reste raisonnable compte tenu du faible risque du secteur agro-alimentaire.

e) Que pensez-vous de la liquidité de Danone, sachant que Danone bénéficiait de lignes de crédits bancaires non tirées ne figurant pas à son bilan pour 2.953 M€ ? **1 point**

La liquidité de Danone est correcte sachant qu'elle a un niveau de dettes court terme de 11 Md€ qui peut être couvert par ses actifs à court terme (12 Md€) et qu'un choc sur son activité et donc sur son BFR négatif pourrait lui être absorbé par le tirage de ses lignes de crédits de 3 Md€.

f) Sachant que le coût des capitaux propres de Danone est estimé par BNP Paribas à 9 %, pensez-vous que la capitalisation boursière de Danone est inférieure, égale ou supérieure au montant comptable de ses capitaux propres ? Pourquoi ? **1 point**

La rentabilité des capitaux propres de Danone (10,2 %) étant supérieure au coût des capitaux propres de Danone (9%), ce groupe crée de la valeur et devrait avoir une valeur de ses capitaux propres supérieure à leur montant comptable. C'est ce qui est observé dans la réalité (36 Md€ contre 19 Md€).

Vous pourrez prendre comme taux de l'impôt sur les sociétés 27 % et considérer :

- les autres actifs courants, les autres passifs courants, et les autres provisions et passifs non courant comme des éléments du BFR ;
- les impôts différés passifs comme des éléments à rattacher aux capitaux propres,

- les provisions pour retraites comme des dettes financières,
- les actifs détenus en vue de leur cession sous déduction des passifs détenus en vue de leur cession comme des liquidités.

Les notes de renvoi mentionnées dans les comptes qui suivent ne vous sont pas données car inutiles pour ce travail et vos réflexions.

COMPTES CONSOLIDÉS

Résultat consolidé et résultat par action

<i>(en millions d'euros sauf résultat par action en euros)</i>	Notes	Exercice clos le 31 décembre	
		2020	2021
Chiffre d'affaires	6.1, 6.2	23 620	24 281
Coût des produits vendus		(12 267)	(12 760)
Frais sur vente		(5 366)	(5 516)
Frais généraux		(2 285)	(2 327)
Frais de recherche et de développement		(323)	(338)
Autres produits et charges	6.3	(61)	(3)
Résultat opérationnel courant		3 317	3 337
Autres produits et charges opérationnels	7.1	(519)	(1 080)
Résultat opérationnel		2 798	2 257
Produits de trésorerie et des placements à court terme		151	156
Coût de l'endettement financier brut		(358)	(323)
Coût de l'endettement financier net	11.7	(207)	(167)
Autres produits financiers	12.3	53	31
Autres charges financières	12.3	(156)	(126)
Résultat avant impôts		2 488	1 995
Impôts sur les bénéfices	9.1	(762)	(589)
Résultat des sociétés intégrées		1 726	1 406
Résultat des sociétés mises en équivalence	5.5, 5.6	304	585
Résultat net		2 030	1 992
Résultat net – Part du Groupe		1 956	1 924
Résultat net – Part des intérêts ne conférant pas le contrôle		74	67

Bilan consolidé

Au 31 décembre

<i>(en millions d'euros)</i>	Notes	2020	2021	
Actif				
<i>Goodwill</i>		17 016	17 871	
Marques		5 669	5 805	
Autres immobilisations incorporelles		351	377	
Immobilisations incorporelles	10.1 à 10.3	23 037	24 053	
Immobilisations corporelles	6.5	6 572	6 843	
Titres mis en équivalence	5.1 à 5.7	915	771	
Autres titres non consolidés		225	290	
Autres immobilisations financières et prêts à plus d'un an		344	398	
Autres actifs financiers	12.1, 12.2	569	688	
Instruments dérivés – actifs ^(a)	13.2, 13.3	259	120	
Impôts différés	9.2	785	890	
Actifs non courants		32 139	33 364	IMMOBILISATIONS
Stocks	6.4	1 840	1 982	BFR
Clients et comptes rattachés	6.4	2 608	2 862	BFR
Autres actifs courants	6.4	1 000	1 006	BFR
Prêts à moins d'un an		40	8	BFR
Instruments dérivés – actifs ^(a)	13.2, 13.3	27	91	BFR
Placements à court terme	11.1, 11.5	3 680	5 197	~TRESORERIE
Disponibilités		593	659	TRESORERIE
Actifs détenus en vue de leur cession ^(b)	4.3, 5.6	851	251	~TRESORERIE
Actifs courants		10 638	12 056	
Total de l'actif		42 776	45 420	

(a) Instruments dérivés en gestion de la dette nette.

(b) Au 31 décembre 2021, correspond aux titres mis en équivalence relatifs à la *joint-venture* créée conjointement avec Mengniu (Produits laitiers frais, Chine) et à Aqua d'Or (Eaux, Danemark).

Au 31 décembre

<i>(en millions d'euros)</i>	Notes	2020	2021	
Passif et capitaux propres				
Capital		172	172	
Primes		5 889	5 934	
Bénéfices accumulés et autres ^(a)	11.3	17 374	18 038	
Écart de conversion		(4 867)	(3 835)	
Autres résultats enregistrés directement en capitaux propres		(768)	(656)	
Actions propres	14.2	(1 595)	(2 380)	
Capitaux propres – Part du Groupe		16 205	17 273	
Intérêts ne conférant pas le contrôle	4.6	93	102	
Capitaux propres		16 298	17 375	CAPITAUX PROPRES
Financements	11.1 à 11.4	12 272	12 442	
Instruments dérivés – passifs ^(b)	13.2, 13.3	63	19	
Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle	4.6	7	76	
Dettes financières non courantes		12 343	12 537	DETTES FINANCIERES
Provisions pour retraites et autres avantages à long terme	1.6, 8.3	1 220	1 105	DETTES FINANCIERES
Impôts différés	9.2	1 474	1 502	~CAPITAUX PROPRES
Autres provisions et passifs non courants	15.2, 15.3	1 104	1 823	~BFR
Passifs non courants		16 141	16 967	
Financements	11.1 à 11.4	3 762	3 767	
Instruments dérivés – passifs ^(b)	13.2, 13.3	40	2	
Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle et aux compléments de prix relatifs à des prises de contrôle	4.6	355	280	
Dettes financières courantes		4 157	4 048	DETTES FINANCIERES
Fournisseurs et comptes rattachés	6.4	3 467	3 998	BFR
Autres passifs courants	6.4	2 714	3 018	~BFR
Passifs liés aux actifs détenus en vue de leur cession ^(c)	4.3	-	13	~DETTES FINANCIERES
Passifs courants		10 338	11 078	
Total du passif et des capitaux propres		42 776	45 420	

(a) Autres correspond aux titres subordonnés à durée indéterminée de 1,25 milliard d'euros.

(b) Instruments dérivés en gestion de la dette nette.

(c) Au 31 décembre 2021, correspond à Aqua d'Or (Eaux, Danemark).

Tableau des flux de trésorerie consolidés

<i>(en millions d'euros)</i>	Notes	Exercice clos le 31 décembre	
		2020	2021
Résultat net		2 030	1 992
Résultat des sociétés mises en équivalence net des dividendes	5.5, 5.6	(272)	(564)
Amortissements et dépréciations des actifs corporels et incorporels	6.5, 10.3	1 452	1 265
Variation nette des provisions et des passifs non-courants	15.2, 15.3	32	493
Variation des impôts différés	9.2	(37)	(73)
Plus ou moins-value de cession d'actifs industriels et financiers		(54)	(31)
Charges liées aux actions sous conditions de performance	8.4	16	12
Coût de l'endettement financier net	11.7	209	166
Intérêts décaissés nets		(197)	(166)
Variation nette des intérêts financiers		12	(1)
Autres éléments sans impact sur la trésorerie		20	31
Marge brute d'autofinancement		3 199	3 123
Variation des stocks		(86)	(81)
Variation des créances clients		59	(231)
Variation des dettes fournisseurs		(204)	425
Variation des autres comptes débiteurs et créditeurs		-	239
Variation des éléments du besoin en fonds de roulement	6.4	(232)	351
Trésorerie provenant de l'exploitation		2 967	3 474
Investissements industriels ^(a)	6.5	(962)	(1 043)
Cessions d'actifs industriels ^(a)	6.5	43	46
Acquisitions d'actifs financiers ^(b)	4.3, 4.5	(183)	(300)
Cessions d'actifs financiers ^(b)	4.2, 4.3, 5.6	547	1 834
Variation nette des prêts et des autres immobilisations financières		(54)	24
Trésorerie provenant des opérations d'investissement / désinvestissement		(610)	561
Augmentation du capital et des primes		30	46
Acquisition d'actions propres (nettes de cession)	14.2	-	(801)
Emission de titres subordonnés à durée indéterminée	11.4	-	498
Rachat de titres subordonnés à durée indéterminée	11.4	-	(500)
Rémunération et prime de rachat des titres subordonnés à durée indéterminée	11.4	(22)	(41)
Dividendes versés aux actionnaires de Danone ^(c)	14.5	(1 363)	(1 261)
Rachat d'intérêts ne conférant pas le contrôle	4.6	(99)	(22)
Dividendes versés aux intérêts ne conférant pas le contrôle		(55)	(115)
Contribution des intérêts ne conférant pas le contrôle aux augmentations de capital		6	7
Transactions avec les détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle		(147)	(136)
Flux nets d'instruments dérivés ^(d)		(1)	2
Financements obligataires émis au cours de l'exercice	11.3, 11.4	1 600	1 700
Financements obligataires remboursés au cours de l'exercice	11.3, 11.4	(2 050)	(1 919)
Flux nets des autres dettes financières courantes et non courantes	11.3	(306)	(124)
Flux nets des placements à court terme	11.5	(102)	(1 492)
Trésorerie affectée aux opérations de financement		(2 360)	(4 027)
Incidence des variations de taux de change et autres ^(e)		(48)	58
Variation globale de la trésorerie		(51)	66
Disponibilités au 1^{er} janvier		644	593
Disponibilités au 31 décembre		593	659
Informations complémentaires			
Flux de trésorerie liés au paiement d'impôts sur les bénéfices		(753)	(569)