



FINANCE D'ENTREPRISE

TEST DE MI-PARCOURS

Lundi 20 mars 2023 de 14h00 à 15h15

Prénom :

NOM :

Professeurs :

Olivier Fabas	☐
Henri Philippe	☐
Jean-Pascal Tortel	☐
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 les pages Facebook et LinkedIn du Vernimmen et sur le site Vernimmen.net le mardi 21 mars à 8h.

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 ?

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 ?
- c) Leur solvabilité ?
- d) Leur rentabilité économique ?
- e) La valeur de leurs capitaux propres dans une approche indirecte ?

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 ?

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 ? Quel est l'impact au compte résultat s'il y en a un ? Et au tableau de flux quel est l'agrégat affecté ?

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 trésoreries génèrent une sorte de rente, et que la VAN apparaît comme un bonus ? »

Qu'en pensez-vous ?

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.) ?

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

October - December 2022		Foreign	
Net Sales Drivers ⁽¹⁾	Volume	Exchange	Price
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 ?

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 % ?

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 ?

Quelle serait la raison première de la hausse de 2 % mentionnée plus haut ? À cette aune, revisitez votre réponse 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 ?
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 ? Quelles sont implicitement les anticipations des investisseurs quant à l'évolution des résultats 2023 de Maersk par rapport à ceux de 2022 ? Êtes-vous surpris de cela ? Pourquoi ?
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.

EXERCICE

- a) Calculez le montant de l'actif économique, la rentabilité économique et la rentabilité des capitaux propres de Danone en 2021.
- b) Qu'est-ce qui explique la différence des deux rentabilités ?
- c) Que pensez-vous du niveau de rentabilité économique de Danone compte tenu de son secteur d'activité ?
- d) Que pensez-vous du niveau d'endettement de Danone ?
- 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€ ?
- 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 ?

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

Exercice clos le 31 décembre

<i>(en millions d'euros sauf résultat par action en euros)</i>	Notes	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

(en millions d'euros)	Notes	2020	2021
Actif			
Goodwill		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
Stocks	6.4	1 840	1 982
Clients et comptes rattachés	6.4	2 608	2 862
Autres actifs courants	6.4	1 000	1 006
Prêts à moins d'un an		40	8
Instruments dérivés – actifs ^(a)	13.2, 13.3	27	91
Placements à court terme	11.1, 11.5	3 680	5 197
Disponibilités		593	659
Actifs détenus en vue de leur cession ^(b)	4.3, 5.6	851	251
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).

<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
Écarts 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
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
Provisions pour retraites et autres avantages à long terme	1.6, 8.3	1 220	1 105
Impôts différés	9.2	1 474	1 502
Autres provisions et passifs non courants	15.2, 15.3	1 104	1 823
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
Fournisseurs et comptes rattachés	6.4	3 467	3 998
Autres passifs courants	6.4	2 714	3 018
Passifs liés aux actifs détenus en vue de leur cession ^(c)	4.3	–	13
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

		Exercice clos le 31 décembre	
(en millions d'euros)	Notes	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)