



FINANCE D'ENTREPRISE

TEST DE MI-PARCOURS

Mardi 19 mars 2024 de 14h00 à 15h15

Prénom : .....

NOM : .....

Professeurs :

Olivier Fabas

---

Anne Frisch

---

Henri Philippe

Alexandre Thorel	<input type="checkbox"/>
------------------	--------------------------

Marc Vermeulen	<input type="checkbox"/>
----------------	--------------------------

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 mercredi 20 mars à 8h.

## QUESTIONS

1. Votre oncle vous dit que son directeur financier lui avait soumis la semaine dernière un projet de nouvel atelier en Roumanie avec un TRI de 11%. Il trouvait au départ que c'était un peu juste, d'autant qu'un de ses amis financiers lui avait affirmé, de façon assez péremptoire (ce qui l'avait un peu agacé) qu'au regard du risque pris, le TRI paraissait médiocre.

Il vous dit : "*C'est vrai que le projet est un peu risqué, j'ai été un peu perturbé par la remarque de ce financier, mais je me suis rassuré en discutant avec mon banquier de toujours qui est disposé à me faire un prêt à très long terme à 5 %. Au total, risque ou pas, cela me fera donc du 6% net qui va automatiquement tomber dans mon escarcelle d'actionnaire. Et donc, même d'un point de vue purement financier, il faut que j'y aille. Et je vais repasser un coup de fil à mon ami financier, ça va un peu lui clouer le bec*"

Que dites-vous à votre oncle ?

**2 points**

*Décision d'investissement et décision de financement doivent être séparées. Autrement dit, la façon dont va être financé le projet ne doit pas rentrer en ligne de compte lorsqu'on étudie un projet d'investissement. Pas sûr donc que l'argument de votre oncle cloue le bec de qui que ce soit. C'est un mauvais argument !*

*Il faut regarder le risque du projet en tant que tel : est-ce que créer un nouvel atelier en Roumanie mérite une rentabilité de 11% ?*

*Dans le cas présent, on sait assez peu de choses si ce n'est que le projet est situé en Roumanie (pays frontalier de l'Ukraine...). Il y a donc un risque géopolitique (risque pays) à prendre en compte en plus du risque de l'activité.*

2. Novo Nordisk est un groupe pharmaceutique danois qui est la plus grosse capitalisation boursière européenne à environ 400 Md€. Il a publié, au titre de 2023, un chiffre d'affaires (31 Md€) en progression de 31 %, et un résultat d'exploitation de 14 Md€ (+ 37 %). Qu'est-ce qui explique à votre avis que la progression de son résultat d'exploitation ne soit finalement pas très différente de celle de son chiffre d'affaires ? Pourquoi ? **1 point**

*On peut supposer que la société est très éloignée de son point mort d'exploitation, ce qui explique que son résultat d'exploitation évolue sensiblement comme le chiffre d'affaires.*

3. Comment voyez-vous l'évolution future de l'entreprise C, active dans la grande distribution généraliste, et qui présente les caractéristiques suivantes : la rentabilité économique devient inférieure à son coût du capital en 2011 ; depuis 2013 son chiffre d'affaires baisse et son besoin en fonds de roulement négatif est de moins en moins négatif ; son flux de trésorerie disponible est négatif depuis 2017 ; son endettement bancaire et financier net a dépassé 4 fois l'EBE en 2015 et 6 fois en 2019 ? Pourquoi ? **2 points**

*Un groupe qui affiche une rentabilité inférieure à son coût du capital est un groupe qui détruit de la valeur (ses investissements ne couvrent pas leurs coûts de financement).*

*Par ailleurs, la grande distribution affiche traditionnellement un BFR négatif (Clients + Stocks < Fournisseurs). La croissance permet donc normalement de générer un cash-flow positif (des ressources de trésorerie). Malheureusement, lorsque la société connaît une phase de décroissance, elle consomme du cash-flow !*

*C'est la double-peine, non seulement, sa marge d'exploitation baisse, mais elle consomme aussi du cash-flow à cause de son BFR qui se retourne contre elle ! Conséquence de cette consommation de cash-flow, l'endettement financier net progresse (6 fois son EBE en 2019...).*

*Cette société ne va pas bien du tout et il faut s'attendre au pire. Si la société continue ainsi et ne redresse pas son chiffre d'affaires (mais comment, puisqu'elle n'est pas rentable ?), c'est la faillite assurée.*

*Il faut donc vendre des actifs, pour se désendetter rapidement. Une fois la dette (fortement) diminuée, peut-être la société pourra-t-elle retrouver une stratégie pour relancer la croissance.*

*C est le groupe de distribution généraliste Casino, dont seuls les aveugles, les hyper-optimistes et les incompetents ont pu être surpris qu'il ait dû vendre à l'encan tous ses supermarchés et hypermarchés et céder le contrôle de ses autres actifs (Monoprix, Franprix, Cdiscount).*

4. Le PER 2023 de l'action A calculé sur son cours au 18 mars 2024 est de 27. Son PER 2024, calculé avec le même cours, est de 30. Que pouvez-vous en déduire concernant l'évolution des profits attendus en 2024 ? Pourquoi ? Et au-delà sachant que le PER 2024 moyen sur la Bourse de Paris est de 14,3 ? Pourquoi ? **2 points**

*On s'attend à une baisse du résultat net en 2024 puisque  $PER = \text{Price Earnings Ratio ou ratio Cours / Bénéfice par action}$ . Si le PER 2025 est plus élevé que le PER 2024, c'est que les bénéfices en 2025 baissent par rapport à ceux de 2024.*

*Compte tenu d'un PER de l'ordre du double de celui des autres sociétés cotées, les investisseurs s'attendent très probablement, au-delà de 2025, à un retour à une croissance forte des résultats.*

5. Est-il vraiment logique que les multiples d'EBE soient plus petits que les multiples de résultat d'exploitation, à un instant donné, et pour une entreprise quelconque donnée ? Pourquoi ? Vous ne tiendrez pas compte des multiples négatifs du fait un EBE et/ou d'un résultat d'exploitation négatifs qui ne sont pas pertinents. **1 point**

*Oui. En effet, le résultat d'exploitation (REX) se définit comme l'EBE après déduction de la dotation aux amortissements. La dotation aux amortissements étant positive, l'EBE est donc supérieur au REX, de telle sorte que le rapport entre la Valeur de l'actif économique et l'EBE (le multiple d'EBE) est inférieur au rapport entre la Valeur de l'actif économique et le REX (le multiple de résultat d'exploitation)*

6. Stellantis (Fiat, Peugeot, Citroën, Chrysler, Jeep, etc.) vaut en Bourse une fois ses capitaux propres comptables consolidés et Renault 0,4 fois. Tous les deux ont le même niveau d'endettement net relativement à leur taille. Lequel de ces deux groupes a des chances d'avoir la rentabilité économique la plus élevée ? Pourquoi ? **2 points**

*Le rapport entre la capitalisation boursière et le montant des capitaux propres comptables (« PBR ») est beaucoup plus élevé pour Stellantis que pour Renault. S'agissant de grands groupes automobiles internationaux du même secteur, on peut intuitivement que la « rentabilité attendue » par les actionnaires sur les actions des deux sociétés ne sont pas très différents dès lors que leur structure financière est similaire. Dès lors, on peut en déduire que l'écart de PBR plus favorable à Stellantis peut s'expliquer par une rentabilité des capitaux propres comptables chez Stellantis supérieure à celle observée chez Renault : en effet, les capitaux propres comptables de Stellantis rapportant plus, les actionnaires valorisent en bourse ces capitaux propres mieux que ceux de Renault. Dernière étape du raisonnement pour répondre à la question posée : puisque le niveau d'endettement net entre les deux groupes est similaire, l'effet de levier doit produire les mêmes effets entre les deux sociétés, alors cette rentabilité des capitaux propres plus élevée chez Stellantis que chez Renault doit normalement s'accompagner également d'une rentabilité économique plus élevée chez Stellantis*

7. La rentabilité économique dégagée par Stellantis (Fiat, Peugeot, Citroën, Chrysler, Jeep, etc.) est de 19 % en 2023 pour un coût du capital de 12 %. Par ailleurs, la valeur de l'actif économique du groupe Stellantis est égale au montant comptable de son actif économique. Dans ces conditions, que pensez-vous des anticipations des investisseurs concernant la rentabilité économique future de Stellantis ? Pourquoi ? **1 point**

*Si les investisseurs ne valorisent pas en bourse l'actif économique de Stellantis à un niveau supérieur à son montant comptable, alors que cet actif économique rapporte beaucoup plus que ce qu'il coûte (son coût du capital) c'est qu'ils ne considèrent probablement pas que cette rentabilité actuelle est récurrente et pérenne, et donc qu'ils anticipent une baisse de cette rentabilité économique dans l'avenir. Cette anticipation permettra alors de rendre de la cohérence entre le coût du capital et ce qu'il rapporte.*

*Pour mémoire, une autre explication de cette situation pourrait être que le marché boursier, qui serait imparfait, se trompe faute d'avoir encore perçu la pérennité des résultats de Stellantis. Si cette hypothèse (très peu probable) devait se vérifier, alors cette sous-valorisation de l'actif économique devrait être rapidement corrigée par une hausse du cours de bourse (donc de la capitalisation boursière et de la Valeur de l'actif économique). Cette hypothèse est très peu probable car les pressions concurrentielles font qu'il est très difficile, surtout dans un secteur aussi concurrentiel que l'automobile de masse, de gagner durablement significativement plus que le coût du capital.*

8. Quand le chiffre d'affaires baisse et que le BFR (positif) baisse aussi, à résultats stables en montant absolu, est-ce que les flux de trésorerie **d'exploitation** montent ou baissent ou restent stables ? Pourquoi ? L'hypothèse « à résultats stables en montant absolu » vous paraît-elle la plus probable ? Pourquoi ? **2 points**

*Dans cette hypothèse, le seul impact sur les flux de trésorerie d'exploitation est la baisse du BFR (positif), qui se traduit par une récupération de cash, donc par une augmentation de ces flux de trésorerie. Cette hypothèse de résultats stables en montant absolu ne semble toutefois pas la plus probable, car une baisse de chiffre d'affaires provoquera sans doute une baisse des résultats en absolu, même si les marges en % de chiffre d'affaires arrivent à se maintenir, du fait des coûts fixes qui ne sont pas variables par définition et qu'il est quasi impossible de réduire en temps réel.*

9. Quelles sont les caractéristiques des entreprises dont le coût des capitaux propres est inférieur au coût du capital ? Ce cas est-il fréquent ? Pourquoi ? **2 points**

*Cela correspond au cas de figure où les entreprises sont en situation de cash net positif structurel, de telle sorte que la rentabilité exigée par les actionnaires (le coût des capitaux propres) est forcément inférieure au coût du capital, car ces actionnaires sont à la fois investis dans l'actif économique et dans de la trésorerie nette.*

*Ce cas de figure n'est pas rare, sans qu'on puisse le qualifier de très fréquent pour autant, ne serait-ce que parce que des actionnaires normalement diligents ne devraient pas laisser trop longtemps des sociétés rester assises sur des montagnes de cash qui ne sont pas investies dans l'activité économique de l'entreprise.*

10. Dans un marché à peu près efficient, quel devrait être en moyenne annuelle de long terme (pour éliminer l'impact positif ou négatif des mouvements d'humeur de la Bourse) l'évolution de la valeur des capitaux propres d'une entreprise qui ne distribue aucun de ses bénéfices mais les réinvestit à son coût du capital, et pour laquelle le taux de rentabilité de ses capitaux propres reste constant au cours du temps à, par exemple, 8 % ? Pourquoi ?

**2 points**

*Dans un marché efficient, et à multiple de valorisation constant (par exemple à PER constant), le surcroît de valorisation des capitaux propres devrait correspondre au surcroît de rentabilité annuelle des capitaux propres, soit 8% en moyenne sur plusieurs années.*

11. Le taux de rentabilité exigé sur le marché des actions cotées est actuellement en moyenne de 8 %. Celui exigé sur l'entreprise B est de 12 %. Pouvez-vous citer au moins 2 facteurs qui peuvent expliquer cette situation ? Pourquoi ?

**2 points**

*La rentabilité exigée sur une action donnée, selon la formule du MEDAF (CAPM en anglais), est égale au taux sans risque + le beta de l'action  $\times$  la prime du marché.*

*Si la rentabilité exigée sur B (12 %) est supérieure à celle du marché (8 %), cela peut s'expliquer par les raisons suivantes : un bêta de l'action supérieur à 1 (qui est le bêta du marché dans sa totalité) lié au risque plus élevé de l'actif économique de B ou au risque de sa structure financière (dette).*

*Une troisième raison possible est, si B était une entreprise non cotée, ou cotée mais de petite taille, l'existence d'une prime d'illiquidité qui viendrait se rajouter au taux de rentabilité dans la formule du MEDAF pour compenser les investisseurs de la liquidité moindre des actions de B du fait de sa petite taille ou de son caractère non coté.*

## EXERCICES

### Exercice 1

Début février 2024, Uber publie son premier résultat net positif (1,9 Md\$), affiche une prévision de croissance annuelle de son chiffre d'affaires pour les 3 prochaines années de 15 à 20 % par an, et un taux de croissance de son flux de trésorerie disponible de 35 à 40 % par an. Son niveau d'endettement bancaire et financier net est de 5,8 Md\$, soit 3 fois l'EBE 2023. Sa capitalisation boursière est de 160 Md\$.

- a) Quel est son PER 2023 ? Qu'en pensez-vous ?

**1 point**

$PER\ 2023 = Capitalisation\ boursière / Résultat\ net\ 2023 = 160\ Md\$ / 1,9\ Md\$ = 84.$

Ce PER est très élevé (la moyenne sur Euronext Paris, donnée en question 4. ci-dessus, est de 14,3).

Il reflète la très forte croissance attendue de l'activité d'Uber reflétée par son chiffre d'affaires, croissance profitable car elle s'accompagne d'une augmentation 2 fois plus rapide des flux de trésorerie disponible.

- b) Quel est son PER 2026 si le résultat net croît comme les flux de trésorerie disponible ?  
Qu'en pensez-vous ? **1 point**

Avec une croissance annuelle de +35-40 %, le résultat net (qui s'élève à 1,9Md\$ en 2023), devrait s'établir en 2026 aux alentours de 5Md\$ ( $1,9 \times (1 + 35\%)^3 = 4,7\ Md\$$  ;  $1,9 \times (1 + 40\%)^3 = 5,2\ Md\$$ )

$PER\ 2026 = Capitalisation\ boursière / Résultat\ net\ 2026 = 160\ Md\$ / 5\ Md\$ = 32.$

Du fait de la forte croissance attendue du résultat net, le PER 2026 se réduit considérablement par rapport au PER 2023, mais demeure à un niveau très élevé, plus de 2 fois supérieur à la moyenne sur la bourse de Paris. Cela signifie que le marché anticipe que la croissance du résultat net se poursuivra au-delà de 2026.

- c) Quel est son multiple d'excédent brut d'exploitation 2023 ? **1 point**

$Multiple\ d'excédent\ d'exploitation\ 2023 = Valeur\ de\ l'actif\ économique / EBE\ 2023 = (Capitalisation\ boursière + Endettement\ financier\ net) / EBE\ 2023$

Avec :

- Capitalisation boursière = 160 Md\$
- Endettement financier net = 5,8 Md\$
- $EBE\ 2023 = Endettement\ financier\ net / 3 = 5,8\ Md\$ / 3 = 1,9\ Md\$$

$Multiple\ d'excédent\ d'exploitation\ 2023 = (160\ Md\$ + 5,8\ Md\$) / 1,9\ Md\$ = 86.$

- d) Que pensez-vous du niveau d'endettement d'Uber ? Pourquoi ? **1 point**

Un ratio d'endettement de 3 fois l'EBE est relativement élevé, étant donné notamment l'activité d'Uber, dont les revenus ne sont pas spécialement prévisibles/garantis (les clients ne sont pas engagés à rémunérer Uber sur la durée, et peuvent décider du jour au lendemain de recourir à un concurrent, d'acheter une voiture ou un vélo). Néanmoins, si l'on en croit les prévisions de croissance de son flux de trésorerie disponible, Uber ne devrait pas avoir de difficultés à rembourser cette dette.

- e) En même temps que la publication de ses résultats et de ses prévisions, Uber annonce un programme de rachat d'actions de 7 Md€. Cette décision peut-elle être qualifiée de signal ? Si oui, est-ce un signal positif ou négatif ? Pourquoi ? **2 points**

*Il s'agit d'un signal positif, puisque c'est une décision prise librement, qui se traduit par des flux de trésorerie, et qui aurait un effet négatif sur Uber si le signal était faux. En effet, l'endettement d'Uber étant élevé, l'entreprise aura besoin de cash pour faire face à ses engagements de remboursements dans les prochaines années. Si Uber n'avait pas confiance dans sa capacité à générer suffisamment de flux de trésorerie disponible pour rembourser sa dette, l'entreprise et ses dirigeants préféreraient conserver le maximum de cash généré, plutôt que de le distribuer aux actionnaires, au risque d'en manquer quand il faudra rembourser les dettes.*

## Exercice 2

- a) Calculez le montant de l'actif économique, la rentabilité économique (que vous calculerez à partir du résultat d'exploitation publié par Schneider) et la rentabilité des capitaux propres de Schneider en 2023 en posant vos calculs. **3 points**

$$\begin{aligned} \text{Actif économique} &= \text{Actifs immobilisés } 38\,797 + \text{BFR } (4\,519 + 8\,388 + 2\,290 - 959 - 7\,596 - 4\,013 \\ &- 1\,061 - 1\,379 = 189) = 38\,986 \text{ M€} \\ &= \text{Capitaux Propres } (27\,168 + 703 = 27\,871) + \text{Dette Nette } (1\,069 + 11\,592 + 50 + 848 + 2\,341 + \\ &80 + 40 - 209 - 4\,696 = 11\,115) = 38\,986 \text{ M€} \end{aligned}$$

$$\text{Rentabilité économique} = 5\,933 \times (1 - 24\%) / 38\,986 = 11,6\%$$

$$\text{Rentabilité des capitaux propres} = 4\,169 / (27\,168 + 703 = 27\,871) = 15,0\%$$

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

*Schneider bénéficie d'un effet de levier positif, car le coût de l'endettement net (3,6 % après impôt) est inférieur à la rentabilité économique de 11,6 %.*

*Grâce à cet effet de levier positif, la rentabilité des capitaux propres est supérieure à la rentabilité économique.*

- c) Que pensez-vous du niveau de rentabilité économique de Schneider, pour un groupe dont le coût du capital est de 9,6 % ? **2 points**

*La rentabilité économique de Schneider est de 11,6%, supérieure de 2 points au coût du capital. Schneider crée donc de la valeur et ses capitaux propres devraient donc être valorisés en Bourse à un niveau supérieur à leur montant comptable.*

- d) Que pensez-vous du niveau d'endettement net de Schneider, sachant que sa dotation aux amortissements est de 1 520 M€ ? **1 point**

*La dette financière nette de Schneider est de 11,1 Md€ à comparer à un EBE de 7 453 Md€ (1 520 + 5 903) soit un ratio dettes financières et bancaires nettes / EBE de 1,5 qui ne laisse doute quant à la capacité de Schneider à rembourser sa dette en temps et heure, puisque largement inférieure à la zone critique de 2 à 4.*

Vous pourrez prendre comme taux de l'impôt sur les sociétés 24 % et considérer :

- les autres créances et charges constatées d'avance, les autres passifs courants, et les provisions courantes comme des éléments du BFR ;

- les impôts différés passifs comme des éléments à rattacher aux capitaux propres,
- les autres provisions non courantes comme un élément du BFR,
- les engagements d'achats de titres de minoritaires comme des dettes financières,
- les provisions pour retraites comme des dettes financières,
- les autres dettes à long terme comme des dettes financières,
- les actifs destinés à la vente sous déduction des passifs destinés à la vente comme des liquidités.

Les notes et renvois mentionnés dans les comptes qui suivent ne vous sont pas donnés car inutiles pour ce travail et vos réflexions.

## 1. Compte de résultat consolidé

<i>(en millions d'euros sauf le résultat par action)</i>	<b>Note</b>	<b>2023</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>3</b>	<b>35 902</b>
Coûts des ventes		(20 890)
<b>Marge brute</b>		<b>15 012</b>
Recherche et développement	<b>4</b>	(1 168)
Frais généraux et commerciaux		(7 432)
<b>EBITA ajusté *</b>	<b>3</b>	<b>6 412</b>
Autres produits et charges d'exploitation	<b>6</b>	98
Charges de restructuration		(147)
<b>EBITA **</b>		<b>6 363</b>
Amortissements et dépréciations des incorporels liés aux acquisitions	<b>5</b>	(430)
<b>Résultat d'exploitation</b>		<b>5 933</b>
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie		79
Coût de l'endettement financier brut		(387)
<b>Coût de la dette financière nette</b>		<b>(308)</b>
Autres produits et charges financiers	<b>7</b>	(222)
<b>Résultat financier</b>		<b>(530)</b>
<b>Résultat des activités poursuivies avant impôts</b>		<b>5 403</b>
Impôts sur les sociétés	<b>8</b>	(1 285)
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	<b>12</b>	51
<b>RÉSULTAT NET</b>		<b>4 169</b>

### 3. Bilan consolidé

#### Actif

<i>(en millions d'euros)</i>	Note	31/12/2023
<b>ACTIFS NON-COURANTS :</b>		
Goodwill, net	9	24 664
Immobilisations incorporelles, nettes	10	5 837
Immobilisations corporelles, nettes	11	4 209
Participations dans les entreprises associées et coentreprises	12	1 206
Actifs financiers non courants	13	1 245
Actifs d'impôt différé	14	1 636
<b>TOTAL ACTIFS NON-COURANTS</b>		<b>38 797</b>
<b>ACTIFS COURANTS :</b>		
Stocks et en-cours	15	4 519
Clients et créances d'exploitation	16	8 388
Autres créances et charges constatées d'avance	17	2 290
Trésorerie et équivalents de trésorerie	18	4 696
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>		<b>19 893</b>
Actifs destinés à la vente	2	209
<b>TOTAL ACTIFS</b>		<b>58 899</b>

#### Passif

<i>(en millions d'euros)</i>	Note	31/12/2023
<b>CAPITAUX PROPRES :</b>		
Capital social	19	2 291
Primes d'émission, de fusion, d'apport		2 937
Réserves consolidées et autres réserves		21 528
Réserves de conversion		(294)
<b>Total capitaux propres (part attribuable aux actionnaires de la société mère)</b>		<b>26 462</b>
Intérêts minoritaires		706
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>		<b>27 168</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS :</b>		
Provisions pour retraites et engagements assimilés	20	1 069
Autres provisions non courantes	21	959
Dettes financières non courantes	22	11 592
Engagements d'achats de titres de minoritaires - part non courante	22	50
Passifs d'impôt différé	14	703
Autres dettes à long terme		848
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS</b>		<b>15 221</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>		
Fournisseurs et dettes d'exploitation		7 596
Dettes fiscales et sociales		4 013
Provisions courantes	21	1 061
Autres passifs courants		1 379
Dettes financières courantes	22	2 341
Engagements d'achats de titres de minoritaires - part courante	22	80
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS</b>		<b>16 470</b>
Passifs destinés à la vente	2	40
<b>TOTAL PASSIFS ET CAPITAUX PROPRES</b>		<b>58 899</b>