



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. 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 ?
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 ?
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 ?
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.

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 ?
  
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 ?
  
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 ?
  
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 ?
  
10. Dans un marché à peu près efficient, quel devrait être en moyenne annuelle 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 ?
  
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 ?

## 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 ?

- b) Quel est son PER 2026 si le résultat net croît comme les flux de trésorerie disponible ?  
Qu'en pensez-vous ?
- c) Quel est son multiple d'excédent brut d'exploitation 2023 ?
- d) Que pensez-vous du niveau d'endettement d'Uber ? Pourquoi ?
- 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 ?

## 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.
- b) Qu'est-ce qui explique la différence des deux rentabilités ?
- c) Que pensez-vous du niveau de rentabilité économique de Schneider, pour un groupe dont le coût du capital est de 9,6 % ?
- d) Que pensez-vous du niveau d'endettement net de Schneider, sachant que la dotation aux amortissements 2023 a été de 1 520 M€. ?

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>	Note	2023
<b>Chiffre d'affaires</b>	3	<b>35 902</b>
Coûts des ventes		(20 890)
<b>Marge brute</b>		<b>15 012</b>
Recherche et développement	4	(1 168)
Frais généraux et commerciaux		(7 432)
<b>EBITA ajusté *</b>	3	<b>6 412</b>
Autres produits et charges d'exploitation	6	98
Charges de restructuration		(147)
<b>EBITA **</b>		<b>6 363</b>
Amortissements et dépréciations des incorporels liés aux acquisitions	5	(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	7	(222)
<b>Résultat financier</b>		<b>(530)</b>
<b>Résultat des activités poursuivies avant impôts</b>		<b>5 403</b>
Impôts sur les sociétés	8	(1 285)
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	12	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>