



FINANCE D'ENTREPRISE

TEST DE MI-PARCOURS

17 mars 2026 de 15h00 à 16h15

Prénom :

NOM :

Professeurs :

Olivier Fabas

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

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 LinkedIn du Vernimmen et sur le site Vernimmen.net le 18 mars à 8h.

QUESTIONS

1/ Publicis a indiqué aux analystes financiers, lors de sa présentation des résultats 2025, que son endettement bancaire et financier net au 31 décembre 2025 était de - 545 M€. Mais le groupe publicitaire a aussi précisé que son endettement bancaire et financier net moyen sur toute l'année 2025 était de 971 M€. Cette précision entre endettement bancaire et financier net au 31 décembre et endettement bancaire et financier net moyen sur toute l'année est faite chaque année par le groupe, et l'écart est à peu près constant d'une année sur l'autre.

Quel phénomène dans l'activité de Publicis peut à votre avis expliquer cette différence et où se retrouve-t-elle dans ses comptes ailleurs que dans la dette nette, puisqu'un bilan est toujours équilibré ?

Si vous aviez à évaluer Publicis et que vous reteniez dans vos calculs l'endettement bancaire et financier net au 31 décembre, trouveriez-vous une valeur des capitaux propres plus forte ou plus faible que si vous preniez l'endettement bancaire et financier net moyen sur toute l'année ?

Quel endettement bancaire et financier net préconiserez-vous de prendre en compte ? Pourquoi ?

Qu'en concluez-vous sur la politique de communication de Publicis ? Pourquoi ?

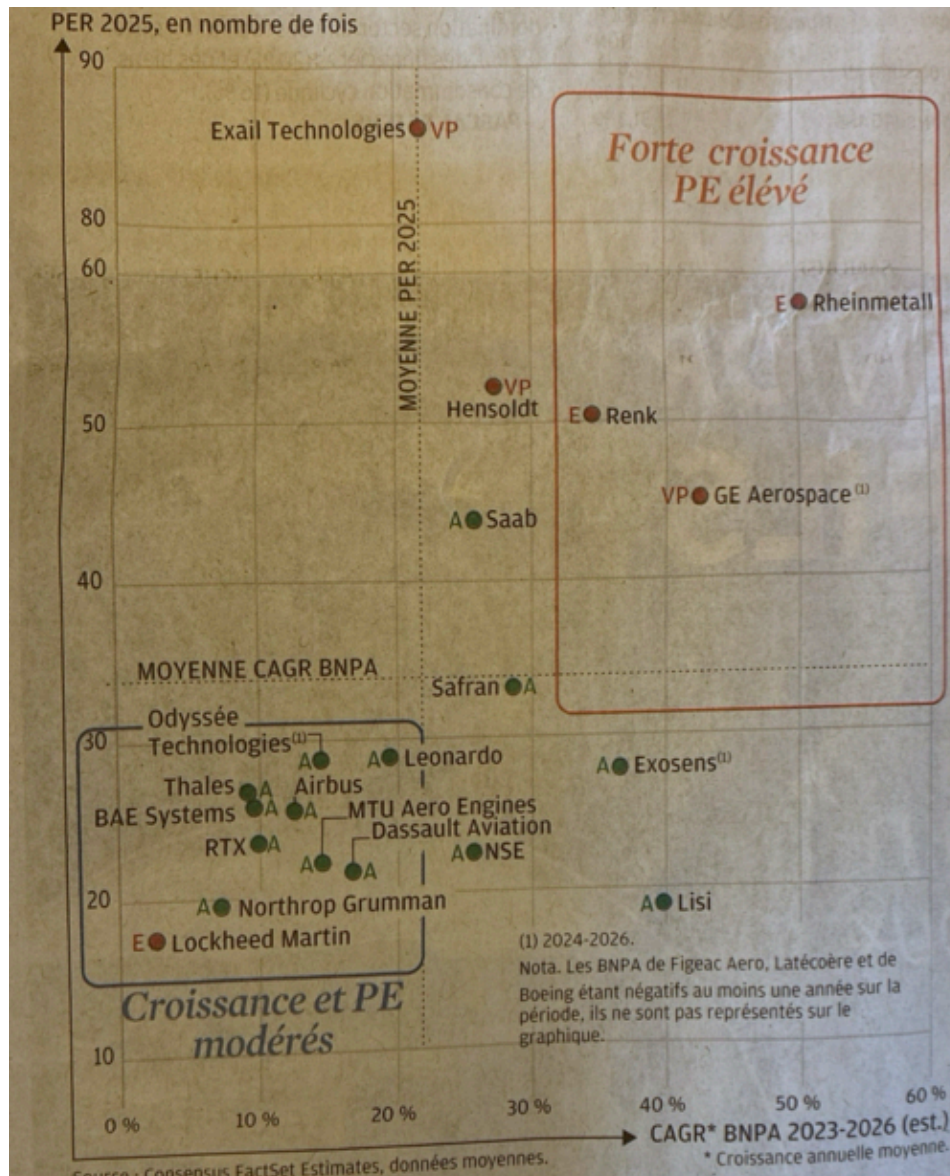
2/ Vous êtes devenu actionnaire en 2014 de Blablanext, une start-up, car vous trouviez que c'était plus utile à la Société que de placer sur un livret A votre part de l'héritage de votre grand-mère. En 2024, un fonds d'investissement est entré au capital de cette start-up Blablanext en souscrivant à une augmentation de capital destinée à financer la poursuite de l'expansion en France de la start-up, et en rachetant en parallèle un quart de la participation des deux dirigeants-fondateurs, chacun touchant à ce titre 1,6 M€.

En 2026, pour acquérir une entreprise similaire en Allemagne, Blablanext lance une augmentation de capital de 8 M€. Le fonds d'investissement fait savoir à chacun des deux dirigeants fondateurs que cela serait bien qu'ils souscrivent chacun pour 80 000 € à cette augmentation de capital.

Cette souscription par les co-fondateurs dirigeants, si elle a lieu, peut-elle être qualifiée, par vous actionnaire, de signal ? Si oui, de quel signal s'agit-il ? Pourquoi ?

3/ Votre cousin de 7 ans, qui se pique de lire le *Vernimmen*, vous affirme avec l'aplomb qui le caractérise que pour une même entreprise à un instant t , si les multiples d'EBE sont plus petits que les multiples de résultat d'exploitation, c'est parce que les dotations aux amortissements sont positives. Qu'en pensez-vous ? Pourquoi ?

4/ L'hebdomadaire *Investir* publiait en juin 2025 le graphique ci-dessous répertoriant les entreprises du secteur de la défense classées selon leur PER, ou « PE » en anglais (en ordonnées), et le taux de croissance de leur BPA (en abscisses). Êtes-vous surpris/surprise que quasiment aucune société ne se trouvait dans le cadran supérieur gauche ? Pourquoi ?



Trouvez-vous vraiment logique que l'essentiel des entreprises se trouvent sur le cadran inférieur gauche ? Pourquoi ?

Qu'est-ce qui peut expliquer le positionnement de LISI dans le cadran inférieur droit ?

EXERCICES

Exercice 1

Vous trouverez ci-joint les comptes consolidés de 2024 de Waga Energy, qui récupère le méthane émanant des décharges de déchets ménagers, grâce à des Wagabox® conçues pour durer au moins une quinzaine d'année. Ces machines transforment le méthane en biogaz injecté dans les réseaux gaziers traditionnels permettant de chauffer les habitations, de fournir de l'énergie aux usines ou de servir de carburant aux bus en particulier.

L'entreprise a été fondée à Grenoble en 2015 et est active en France, Espagne, Royaume-Uni, États-Unis, et Canada.

Les notes aux comptes qui suivent ne sont pas données pour ne pas alourdir l'énoncé.

COMPTE DE RESULTAT

COMPTE DE RESULTAT (en milliers d'euros)	Notes	31 décembre 2024	31 décembre 2023
Produits des activités ordinaires	8.1	55 662	33 262
Autres produits	8.2	498	777
Produits des activités courantes		56 160	34 038
Achat de marchandises et variation de stocks	8.3	-30 770	-18 349
Charges externes	8.4	-11 150	-9 348
Impôts, taxes et versements assimilés		-265	-354
Charges de personnel	8.5	-18 833	-14 610
Autres produits et charges opérationnels courants	8.7	-24	658
Amortissements et provisions	7.1 & 7.2	-8 564	-6 524
Résultat opérationnel courant		-13 444	-14 488
Autres produits et charges opérationnels non courants	8.8	339	352
Dépréciations d'actifs non courants		0	0
Résultat opérationnel		-13 105	-14 136
Coût de l'endettement financier		-4 177	-1 844
Autres produits et charges financiers		1 310	803
Résultat financier	8.9	-2 867	-1 041
Résultat avant impôt		-15 973	-15 177
Impôts sur les résultats	8.10	-1 253	-266
Impôts différés P&L		0	0
Résultat net de l'ensemble consolidé		-17 226	-15 442

BILAN

ACTIF (en milliers d'euros)	Notes	31 décembre 2024
Immobilisations incorporelles	7.1	4 722
Immobilisations corporelles	7.2	168 448
Actifs financiers non courants	7.4	804
Impôts différés actifs	7.5	47
Autres actifs non courants	7.6	10 129
Total des actifs non courants		184 151
Stocks	7.7	15 275
Clients et comptes rattachés	7.8	17 107
Actifs financiers courants	7.4	
Créances d'impôt	7.9	618
Autres actifs courants	7.10	9 565
Trésorerie et équivalents de trésorerie	7.11	68 301
Total des actifs courants		110 866
Total de l'actif		295 017

PASSIF (en milliers d'euros)	Notes	31 décembre 2024
Capital		248
Primes		192 533
Réserves		-43 464
Ecart de conversion		-501
Résultat de la période - part du groupe		-17 583
Capitaux propres - part du groupe		131 234
Intérêts minoritaires		2 850
Capitaux Propres	7.12	134 084
Provisions non courantes	7.13	1 291
Emprunts et dettes financières non courants	7.14	103 894
Autres passifs non courants	7.18.1	11 653
Impôts différés passifs	7.5	367
Total des passifs non courants		117 205
Provisions courantes	7.13	617
Emprunts et dettes financières courants	7.14	11 241
Fournisseurs et comptes rattachés	7.16	12 552
Dettes d'impôt	7.17	583
Autres passifs courants	7.18.2	18 735
Total des passifs courants		43 728
Total du passif		295 017

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE (en milliers d'euros)	Notes	31 décembre 2024
Résultat net		-17 226
Amortissements et provisions	7.1, 7.2, 7.13	8 039
Elimination des plus ou moins value de cessions d'actifs		-1
Paiements fondés sur des actions	8.6	3 290
Autres produits et charges calculés		-32
Coût de l'endettement financier	8.9	4 177
Charge d'impôt (y compris impôts différés)	8.10	1 253
Capacité d'autofinancement		-500
Impôt décaissé		-294
Incidence de la variation des stocks	7.7	-3 761
Incidence de la variation des créances clients et autres débiteurs	7.8 à 7.10	-9 139
Incidence de la variation des dettes fournisseurs et autres créditeurs		3 943
Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles		-9 752
Acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles	7.1, 7.2	-61 454
Acquisition d'actifs financiers nets de remboursement	7.4	1 621
Incidence de la variation des dettes fournisseurs d'immobilisations		55
Incidence de la variation des avances sur acquisitions d'immobilisations	7.6	-1 316
Cessions, réductions d'immobilisations		6
Subventions d'investissement recues	7.18.1	4 553
Flux de trésorerie liés aux activités d'investissements		-56 535
Dividendes versés par les filiales aux minoritaires		-153
Incidence des variations de périmètre (apports des minoritaires)		
Augmentation de capital (net des frais d'augmentation de capital)	7.12.1	49 636
Cessions (acquisitions) nette d'actions propres		324
Emission d'emprunts & d'avances remboursables	7.14	65 611
Remboursements d'emprunts & d'avances remboursables	7.14	-11 784
Coût de l'endettement (hors intérêts courus)		-7 780
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		95 854
Variation de change sur la trésorerie		79
Variation de la trésorerie		29 646

Note : il s'agit ici d'un tableau de flux de trésorerie dans sa présentation comptable de base, et non dans la présentation économique à laquelle vous êtes familiers.

Vous noterez que, dans ce tableau, les flux de trésorerie négatifs correspondent à un débours de trésorerie pour Waga Energy, et les flux positifs à une entrée de trésorerie.

1/ Calculez le taux de croissance en pourcentage du chiffre d'affaires en 2024 par rapport à 2023. Qu'en pensez-vous ?

2/ Waga Energy est-elle en 2024 en dessous ou au-dessus de son point mort ? Pourquoi ?

3 / Calculez le montant de l'endettement bancaire et financier net de Waga Energy au 31 décembre 2024. Vous rattacherez au montant de l'endettement bancaire et financier net, outre les postes

classiques, les provisions non courantes. Les impôts différés passifs ne font pas partie de l'endettement bancaire et financier net.

4/ Calculez le besoin en fonds de roulement de Waga Energy pour 2024. Vous rattacherez au BFR, outre les postes classiques, les autres actifs courants, les provisions courantes, les autres passifs courants et les autres passifs non courants.

5/ Calculez le ratio de rotation client, correspondant au délai moyen de paiement des clients en jours de chiffre d'affaires TTC. Vous pourrez prendre un taux de TVA de 20 %.

6/ Que pensez-vous du chiffre que vous avez trouvé ?

7/ La très forte croissance de Waga Energy tout au long de 2024 n'a-t-elle pas pour effet de biaiser le ratio que vous avez calculé à la question précédente qui rapporte le chiffre d'affaires de la fin de l'année non encore encaissé au chiffre d'affaires de l'ensemble de l'année ? Pourquoi ? Si vous aviez accès à plus d'information, que pourriez-vous faire pour corriger ce biais ? Pourquoi ?

8/ Calculez la rentabilité économique en 2024 de Waga Energy en utilisant un taux d'impôt sur les sociétés moyen de 0 % ? Que pensez-vous de ce niveau ? Pourquoi ?

9/ Vous attendez-vous à trouver une rentabilité des capitaux propres 2024 identique à la rentabilité économique, plus forte ou plus faible ? Pourquoi ?

10/ Comment expliquez-vous que l'endettement net de Waga Energy ait progressé en 2024 alors qu'une augmentation de capital de 49,6 M€ a eu lieu ?

11/ Calculez le flux de trésorerie disponible 2024 (le vrai, pas celui après frais financiers). Vous pourrez prendre comme variation du BFR en 2024 + 8,9 M€. Qu'en pensez-vous ?

Exercice 2

Vous allez étudier un investissement qui s'est traduit par un débours de trésorerie l'année 0 de 30 M€, une entrée de trésorerie de 100 M€ l'année 3, et un dernier flux, une entrée de trésorerie l'année 33 pour 80 M€. Le TRI de cet investissement est de 49 %

- 1) Que pensez-vous d'un TRI de 49 % pour un investissement d'une durée de 33 ans ? Pourquoi ?
- 2) Supposez que le second flux, positif de 100 M€ en année 3, ne se soit pas produit (le dernier flux de 80 M€ se produisant toujours l'année 33 comme précédemment). Quel aurait alors été le TRI de cet investissement ?
- 3) Que pensez-vous du niveau du TRI que vous venez de calculer ? Pourquoi ?
- 4) Quel aurait dû être le montant du flux terminal de l'année 33 pour obtenir le même TRI de 49 % si le flux de 100 M€ de l'année 3 ne se produisait pas ?

- 5) Que pensez-vous du niveau du flux terminal que vous avez calculé à la question précédente ? Pourquoi ?
- 6) Supposez maintenant que le dernier flux de 80 M€ ne se soit pas produit l'année 33, le second flux se produisant en année 3 pour 100 M€. Quel aurait alors été le TRI de cet investissement ?
- 7) Plus généralement, vous observez que si vous faites varier le flux final de 80 M€, entre - 129 M€ et + 41.700 M€, le TRI reste toujours égal à 49 %. Cela correspond-t-il à ce que vous attendiez spontanément ? Pourquoi ?
- 8) Vous remarquez aussi que si vous reportez de 30 ans le dernier flux de 80 M€ qui surviendrait alors en année 63, le TRI reste à 49 %. Si à l'inverse vous l'avanciez de 15 ans, intervenant alors l'année 18, le TRI reste là aussi inchangé à 49 %. Qu'en déduisez-vous quant à la pertinence du dernier flux de **cet** investissement dans la détermination du TRI. Pourquoi ?
- 9) En reprenant toutes vos réponses précédentes, concluez quant à la pertinence du TRI comme mesure de la rentabilité d'un investissement marqué par un premier retour très important par rapport à l'investissement initial.
- 10) En conséquence, pensez-vous qu'il soit plus réaliste de dire que vous avez fait un investissement rapportant du 49 % par an pendant 3 ans, ou un investissement rapportant du 49 % pendant 33 ans ? Pourquoi ?