



PIERRE VERNIMMEN
FINANCE PASCAL QUIRY
D'ENTREPRISE YANN LE FUR
2023

WWW.VERNIMMEN.NET

PLUS
DE 200 000
EXEMPLAIRES
VENDUS

DA|LOZ

Gestion financière et retour (temporaire ?) de l'inflation

Abidjan, le 7 et 8 décembre 2022

1 – Exposé de Pascal Quiry

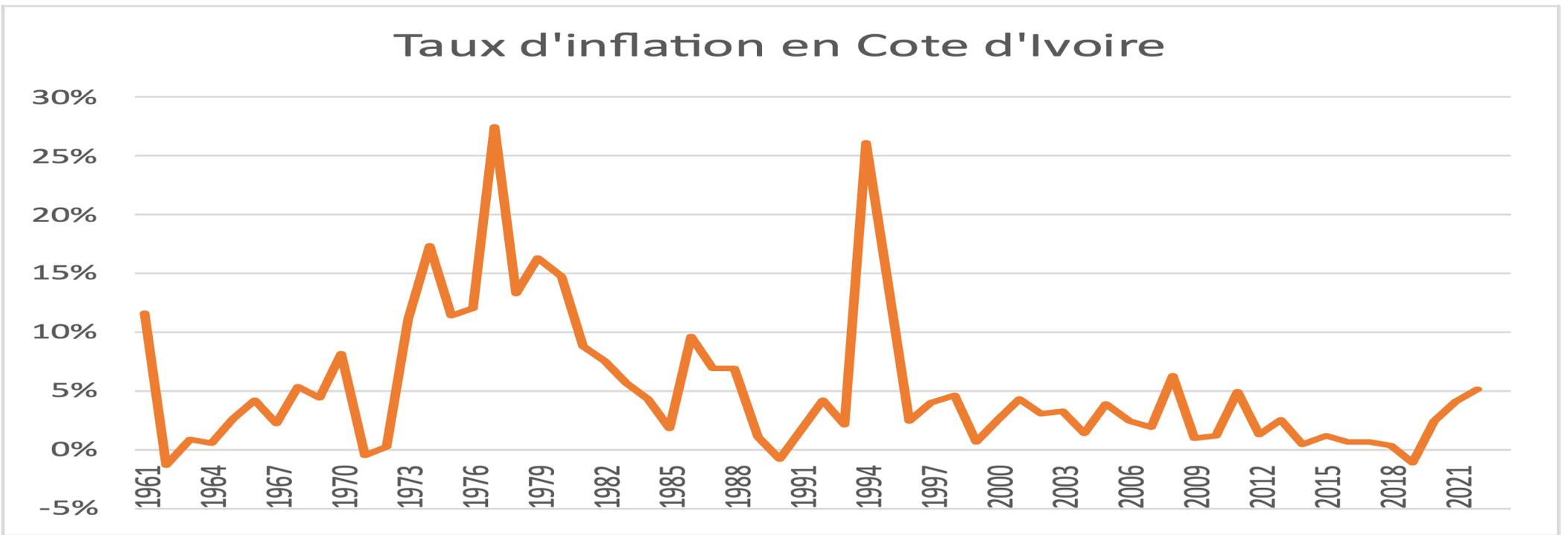
2 – Comment Air Côte d'Ivoire fait face à l'inflation par son directeur financier Cheick Tabouré

3 -Questions et réponses

Pascal Quiry à Abidjan, le 7 et 8 décembre 2022

À l'été 2021, le consensus de marché était que l'inflation en Europe allait piquer vers 4 % en 2022, puis revenir vers sa moyenne des 30 dernières années à 2 % l'an, la désorganisation générée par la pandémie se résorbant et cessant de créer des tensions sur les prix des biens et des services.

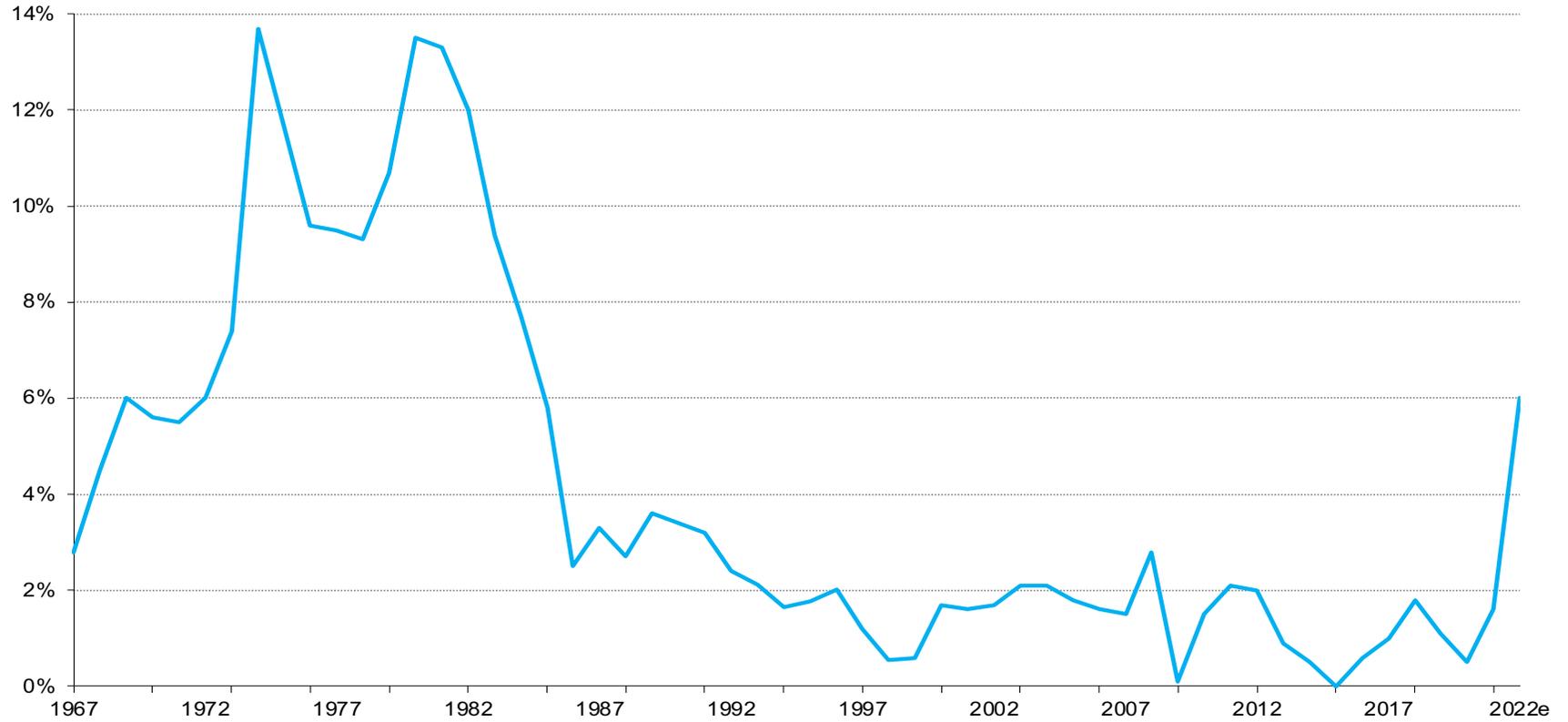
Un an après, l'inflation en Europe atteint 10 %,
et les États-Unis sont à 8 %.



Source : Banque Mondiale

Pascal Quiry à Abidjan, le 7 et 8 décembre 2022

Taux d'inflation en France depuis 1967



Source: INSEE, FactSet.

Pascal Quiry à Abidjan, le 7 et 8 décembre 2022

Une situation différente sur 3 continents :

- En **Afrique**, une inflation nourrie par les prix alimentaires ;
- En **Europe**, le chômage est à 7,6 % et ce sont les prix de l'énergie qui sont le principal moteur de la hausse des prix ;
- Aux **États-Unis**, un chômage au plus bas (3,5 %) pousse les salaires à la hausse.

Flambée des prix durable ou retour à 2 % sous peu ?

Flambée des prix durable ou retour à 2 % sous peu ?

La boucle hausse des salaires-hausse des prix

Au niveau de l'entreprise, une inflation significative joue sur 4 niveaux :

- elle **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible
- elle **biaise les résultats publiés** en sous-évaluant la dotation aux amortissements
- elle **crée des incertitudes et des frictions**
- elle peut entraîner des taux d'intérêt **réels négatifs**

1- L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible :

Prenons une entreprise :

- avec un chiffre d'affaires de 100,
- un résultat d'exploitation de 12,
- une dotation aux amortissements de 5,
- un BFR de 20 stable hors inflation
- et un impôt sur les sociétés de 25 %.

Pour simplifier, cette firme n'est ni endettée, ni en croissance. **Elle est protégée contre l'inflation.**

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible :

Dans un contexte d'inflation faible, son flux de trésorerie d'exploitation est de :

Résultat d'exploitation	12
+ Dotation aux amortissements	5
- Impôts sur les sociétés à 25 %	3
- Variation du BFR	0
= Flux de trésorerie d'exploitation	14

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible :

Avec une inflation qui passe brutalement à 10 %, son flux de trésorerie d'exploitation est de :

Résultat d'exploitation	$12 \times 1,1 = 13,2$
+ Dotation aux amortissements	5
- Impôts sur les sociétés à 25 %	3,3
- Variation du BFR	$20 \times 1,1 - 20 = 2$
= Flux de trésorerie d'exploitation	12,9

1- L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible :

- 8 % alors que l'entreprise est protégée de l'inflation

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible :

- 8 % alors que l'entreprise est protégée de l'inflation

Et si son BFR était négatif, en profiterait-elle ?

L'exemple de Walmart au T1 2022

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible :

Flux de trésorerie d'exploitation :

- 3,8 Md\$ au T1 2022, contre + 2,9 Md\$ au T1 2021.

En raison des stocks : + 8,4 %, soit 4,7 Md\$, alors que
CA T1 2022 : - 7,4 % / CA T4 2021

Changements des comportements des consommateurs confrontés à l'inflation, et qui achètent des produits moins chers au détriment des produits plus coûteux restant ainsi plus longtemps que prévu sur les gondoles.

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux de trésorerie disponible :

L'exemple de SEB au S1 2022, avec un BFR positif.

BFR : + 700 M€ (à 1,8 Md€) par rapport au 30 juin 2021, à CA stable.

BFR/CA : 14,8 % \Rightarrow à 22,3 %, soit + haut de 10 ans.

Et l'endettement s'est accru d'autant.

Hausse du prix des matières premières, des composants et du fret qui renchérit, à volumes égaux, les stocks.

+ les modifications du comportement des consommateurs qui, achètent moins par précaution ou en raison de moyens réels réduits, ou qui achètent des produits de gamme inférieure moins cher => des stocks de produits finis plus élevés que prévu.

+ les engorgement de la chaîne logistique qui allongent les temps de transport des produits finis, retardant le moment où ils peuvent être vendus.

Baisse de la marge opérationnelle de 8,9 à 5,4 %

2 - L'inflation **biaise les résultats publiés** en sous-évaluant la dotation aux amortissements :

La dotation aux amortissements est calculée sur des montants historiques, alors que le remplacement des immobilisations est à prix de marché affecté par l'inflation à 10 %.

2 - L'inflation **biaise les résultats publiés** en sous-évaluant la dotation aux amortissements :

Hors inflation, le flux de trésorerie disponible était de :

Flux de trésorerie d'exploitation	:	14
- Investissement de maintien	:	5
= Flux de trésorerie disponible	:	9

2 - L'inflation **biaise les résultats publiés** en sous-évaluant la dotation aux amortissements :

Avec inflation, le flux de trésorerie disponible est de :

Flux de trésorerie d'exploitation	:	12,9
- Investissement de maintien	:	$5 \times 1,1 = 5,5$
= Flux de trésorerie disponible	:	7,4

Soit - 18 %, alors que l'entreprise est protégée de l'inflation

En l'absence d'inflation, la valeur de cette entreprise est de **90**, (avec coût du capital de 10 % et un taux de croissance nul).

Avec une inflation à 10 %, le coût du capital passe à $(1 + 10\%) \times (1 + 10\%) - 1 = 21\%$ et la valeur passe alors à **62,7**, soit **30 %** de moins sous le double effet de flux réels plus faibles et de la hausse du coût du capital.

L'impact sur la valeur, - 30 % est donc beaucoup plus important que l'impact de l'inflation sur les résultats (0 %) et sur les flux (- 18 %), même pour une entreprise répercutant intégralement l'inflation de ses coûts de production sur ses prix de vente.

2 - L'inflation **biaise les résultats publiés** en sous-évaluant la dotation aux amortissements :

Pour retrouver la valeur initiale de 90, il faudrait, à marge d'EBE constante, que le chiffre d'affaires croisse de 14,4 %, soit 4,4 % de plus que l'inflation, alors que la croissance était nulle.

3 - L'inflation crée des incertitudes et des frictions

- Rend plus difficile les prévisions
- Décalage entre la hausse des coûts et la répercussion sur les prix de vente
- Friction avec les salariés (hausse de salaires compensatrices)

3 - L'inflation crée des incertitudes et des frictions

« Cela introduit beaucoup d'incertitudes et rend les affaires plus compliquées. Nul ne sait combien de temps l'inflation va durer, et si on reviendra au niveau antérieur. » DG Lactalis

3 - L'inflation crée des incertitudes et des frictions

« Cela introduit beaucoup d'incertitudes et rend les affaires plus compliquées. Nul ne sait combien de temps l'inflation va durer, et si on reviendra au niveau antérieur. » DG Lactalis

« La consommation s'en ressentira. Il va nous falloir un sacré jeu de jambes »

3 - L'inflation crée des incertitudes et des frictions

Danone, qui s'attend à une inflation de ses coûts non salariaux de 15 % en 2022 et sur une croissance de 3 à 5 % de son CA, notamment grâce à des hausses de prix, va réduire sa gamme pour réaliser des économies de coûts de fabrication, de logistique et de publicité.

3 - L'inflation crée des incertitudes et des frictions

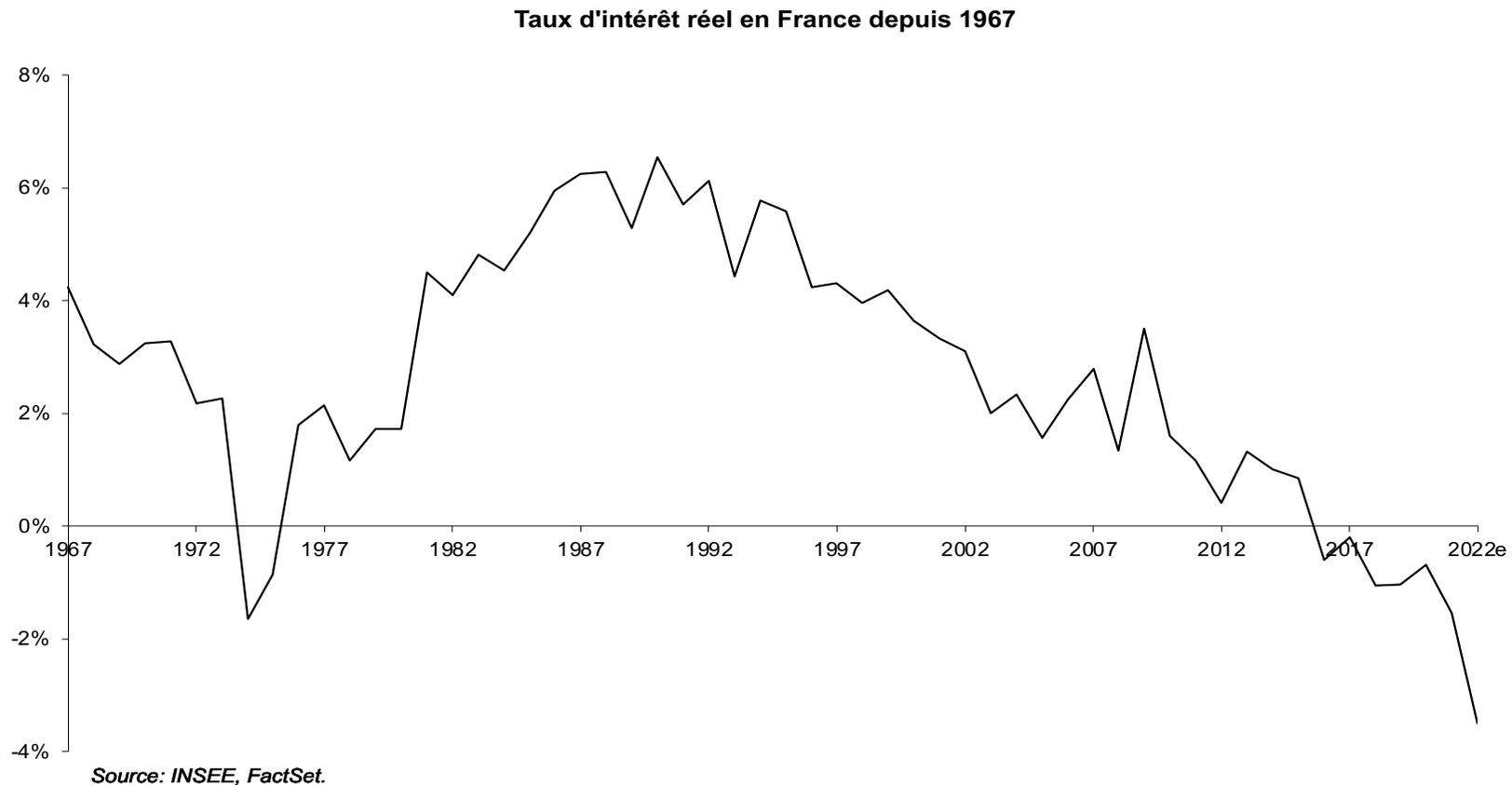
Danone, qui s'attend à une inflation de ses coûts non salariaux de 15 % en 2022 et sur une croissance de 3 à 5 % de son CA, notamment grâce à des hausses de prix, va réduire sa gamme pour réaliser des économies de coûts de fabrication, de logistique et de publicité.

« Ces mesures ne sont ni révolutionnaires ni complètement nouvelles. Nous revoyons notre assortiment en permanence, mais la conjoncture nous contraint à l'accélérer et à systématiser la démarche » espérant ainsi *« limiter le plus possible les ruptures de stocks et gagner en dynamisme »*. La directrice des ventes

4 - L'inflation peut entraîner des taux d'intérêts **réel négatifs**

Pour autant que l'entreprise soit capable de grossir ses prix de vente du taux d'inflation, elle bénéficie depuis 2016 environ d'un **taux d'intérêt réel négatif**, c'est-à-dire après prise en compte de l'inflation, ce qui est quand même une situation exceptionnelle dans une perspective historique, et une aide puissante à ses finances.

4 - L'inflation peut entraîner des taux d'intérêt réels négatifs



4 - L'inflation peut entraîner des taux d'intérêt **réels négatifs**

C'est une situation probablement **transitoire**

- soit l'inflation revient rapidement vers les 2 %, et le taux d'intérêt réel redeviendra positif,
- soit elle reste à des niveaux nettement plus élevés, et dans cas les taux d'intérêt progresseront parallèlement.

On voit mal en effet les prêteurs, la BCE ayant stoppé ses achats d'obligations, subventionner de gaité de cœur les emprunteurs.

5 – Conclusion : L'inflation est-elle un mal ?

Non anticipée, elle réduit le poids de la dette des emprunteurs grâce aux taux d'intérêt réels négatifs.

5 – Conclusion : L'inflation est-elle un mal ?

Non anticipée, elle réduit le poids de la dette des emprunteurs grâce aux taux d'intérêt réels négatifs.

Elle favorise l'immobilier vu comme protégé contre l'inflation, ce qui n'est pas le plus productif des investissements.

5 – Conclusion : L'inflation est-elle un mal ?

Non anticipée, elle réduit le poids de la dette des emprunteurs grâce aux taux d'intérêt réels négatifs.

Elle favorise l'immobilier vu comme protégé contre l'inflation, ce qui n'est pas le plus productif des investissements.

Elle peut, si elle ne s'assagit pas, échapper à tout contrôle, et requérir des traitements très durs pour l'éradiquer.

5 – Conclusion : L'inflation est-elle un mal ?

Non anticipée, elle réduit le poids de la dette des emprunteurs grâce aux taux d'intérêt réels négatifs.

Elle favorise l'immobilier vu comme protégé contre l'inflation, ce qui n'est pas le plus productif des investissements.

Elle peut, si elle ne s'assagit pas, échapper à tout contrôle, et requérir des traitements très durs pour l'éradiquer.

Elle pénalise les plus pauvres, rarement protégés contre l'inflation et dont les faibles économies sont réduites par l'inflation.

5 – Conclusion : L'inflation est-elle un mal ?

Non anticipée, elle réduit le poids de la dette des emprunteurs grâce aux taux d'intérêt réels négatifs.

Elle favorise l'immobilier vu comme protégé contre l'inflation, ce qui n'est pas le plus productif des investissements.

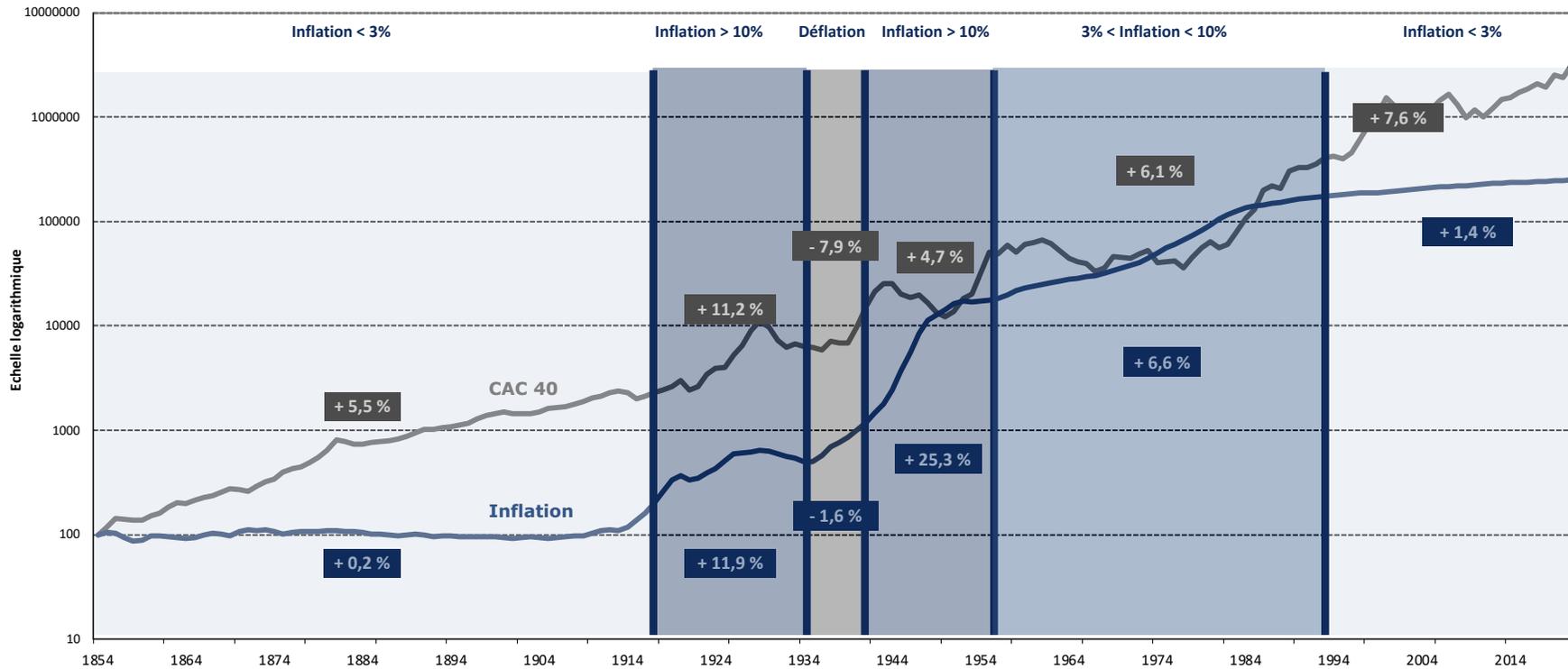
Elle peut, si elle ne s'assagit pas, échapper à tout contrôle, et requérir des traitements très durs pour l'éradiquer.

Elle pénalise les plus pauvres, rarement protégés contre l'inflation et dont les faibles économies sont réduites par l'inflation.

Elle pénalise aussi les actionnaires.

Impact historique de l'inflation sur les cours de Bourse

Evolution depuis 1854 de l'inflation et du CAC 40 reconstitué



Pascal Quiry à Abidjan, le 7 et 8 décembre 2022

Merci de votre attention

07-08 DECEMBRE 2022
GESTION DU RISQUE INFLATIONNISTE
A AIR CÔTE D'IVOIRE



Sommaire

- Le secteur du transport aérien, un secteur fragile
- Nature des risques inflationnistes
- Evolution des risques
- Réponses possibles aux risques





L'industrie du transport aérien

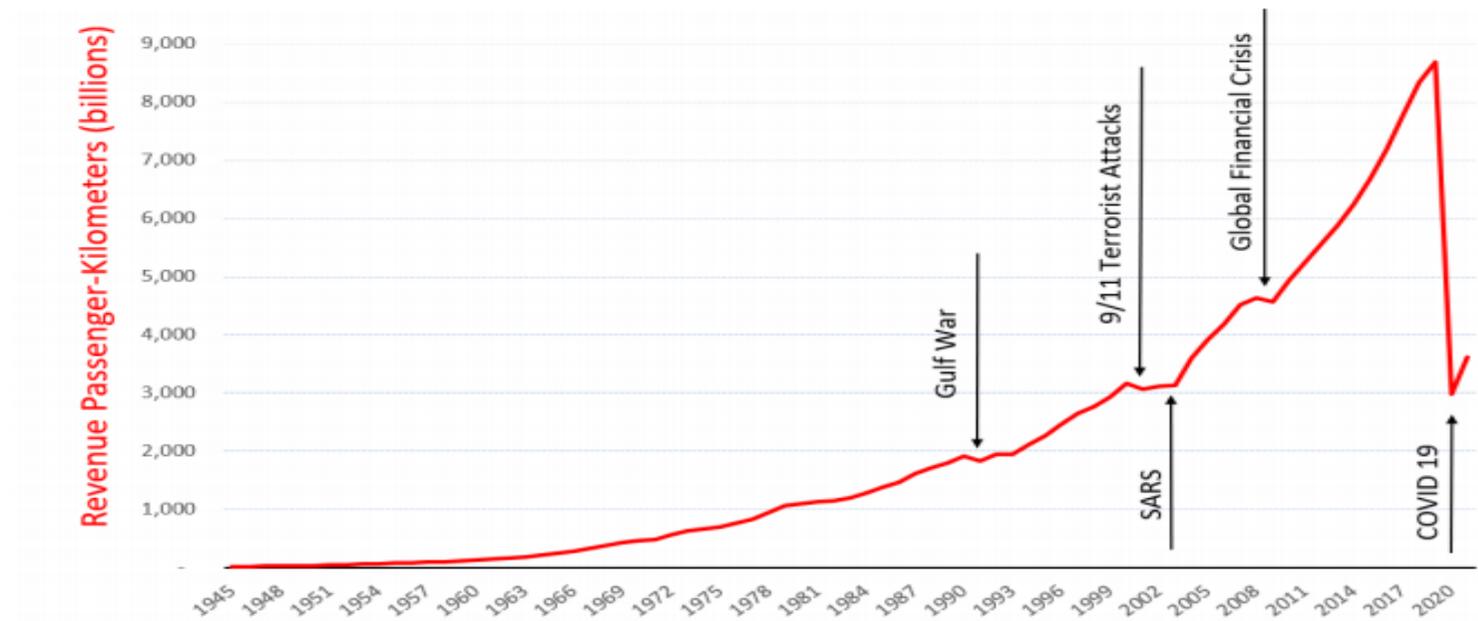
If you want to be a Millionaire, start with a billion dollars and launch a new airline.

Richard Branson



A Historically Resilient Industry

Global airline Revenue Passenger-Kilometers (RPKs) from 1945-2021, billion

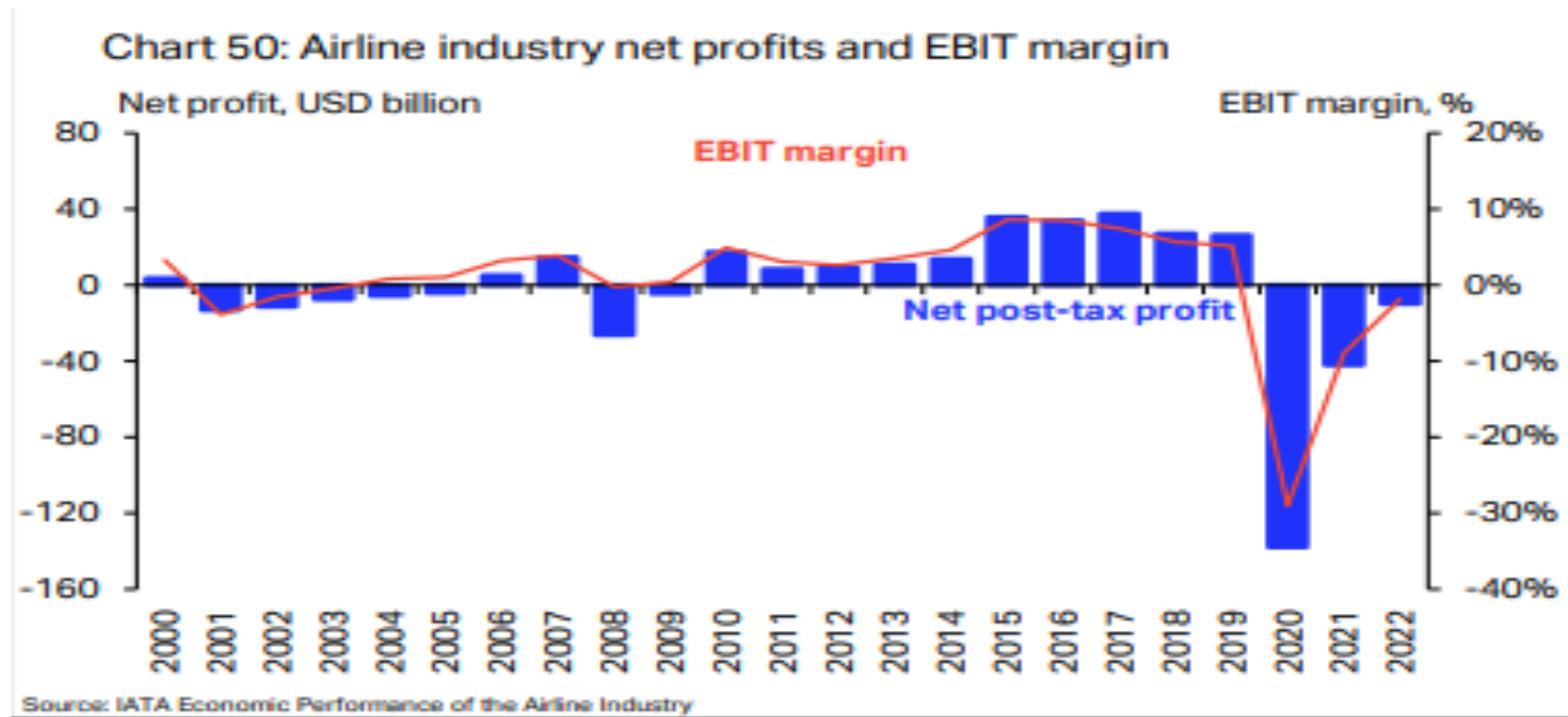


Source: IATA Economics

- While the industry's recovery from the global pandemic has been slowed down by various factors such as the war in Ukraine and continued zero-Covid policy in China P.R., IATA Economics expect the industry to recover to the 2019 traffic level in 2024, with North America leading the pack in 2023, followed by Europe, Latin America, and the Middle East in 2024, and Africa and Asia Pacific in 2025 ([IATA/TE Passenger Forecast](#)).



Performances du secteur





Performances du secteur





Nature des risques inflationnistes

- **Hausse du cours mondial du Kérosène (Jet A1):** volatilité du prix (jet fuel price) et du taux (\$/€). Le carburant représentant le tiers des coûts opérationnels des compagnies aériennes, ce risque est donc au top de leur cartographie des risques.
- **Hausse du change USD/EUR:** volatilité de taux affectant les remboursements d'emprunts, les dépenses de maintenance facturés en USD. Seulement 1/3 des dépenses en USD sont couverts par des recettes dans la même monnaie.
- **Inflation contractuelle** des achats d'avions, des prestations de maintenance et de distribution: clauses contractuelles prévoyant des hausses annuelles indexées au niveau d'inflation.



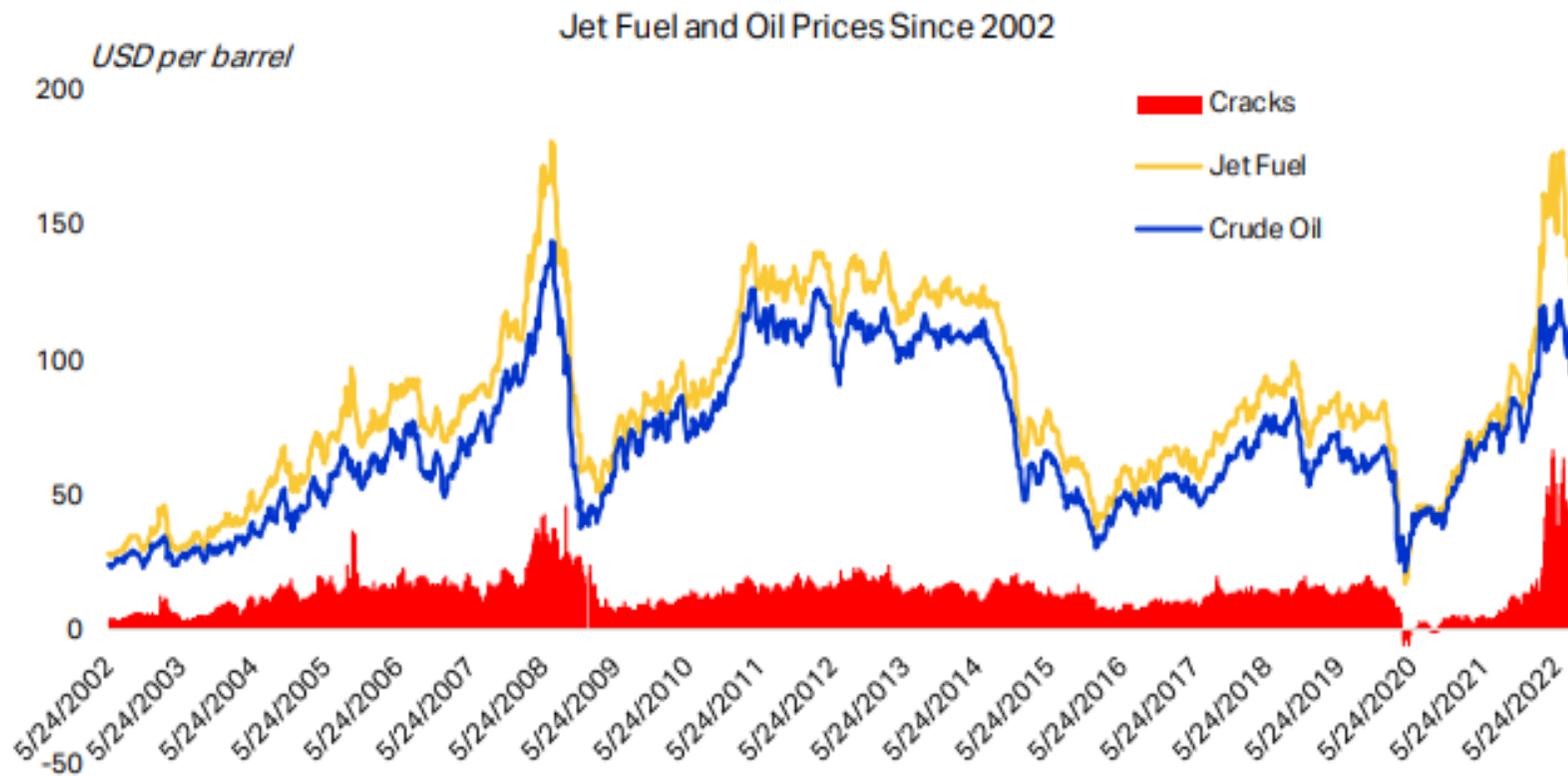
Nature des risques inflationnistes

Ces risques peuvent conduire aux conséquences suivantes:

- Affecter sévèrement le BFR et le cash flow pouvant même entraîner un risque de continuité d'exploitation
- Des résultats inférieurs aux prévisions pouvant à la longue discréditer le management vis-à-vis des actionnaires et des investisseurs potentiels
- Créer de la volatilité et de l'incertitude sur les performances financières futures de la compagnie, ce à quoi les investisseurs sont allergiques



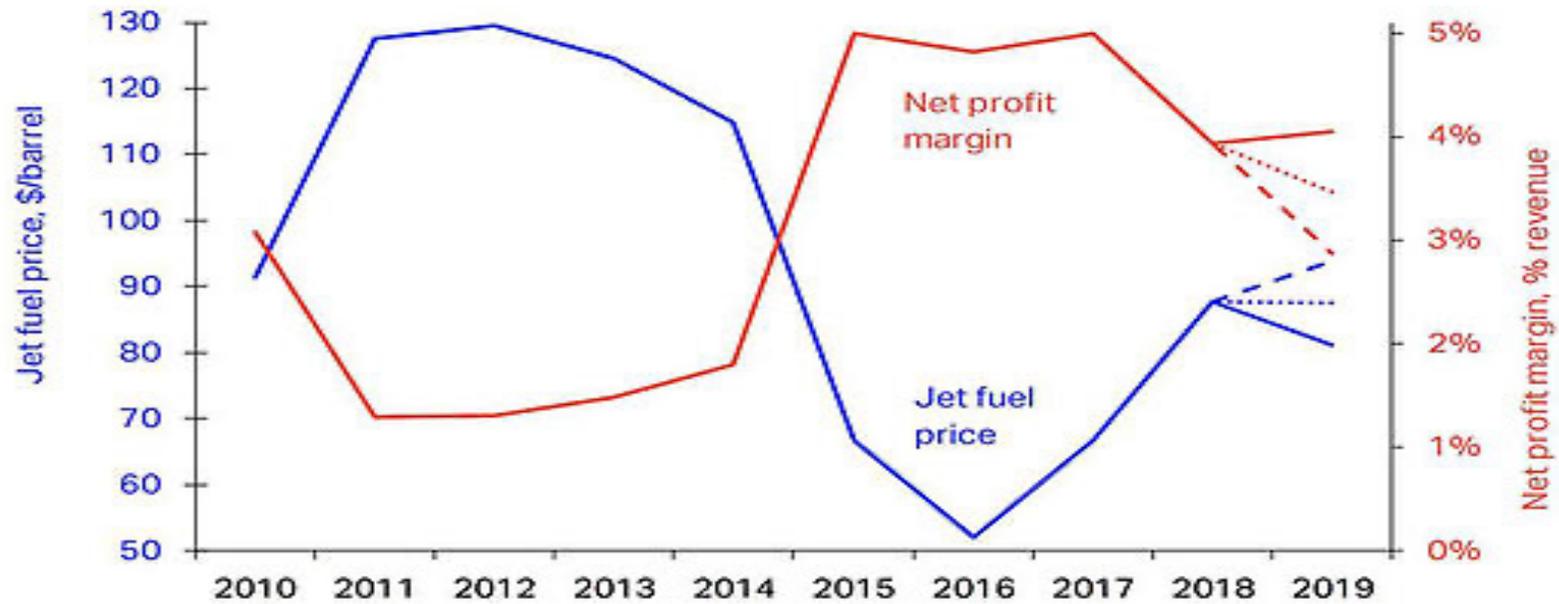
Evolution des cours du Jet





Corrélation rentabilité et cours du jet

Fuel price vs industry net profit margin



Source: IATA Economics,
Airline Analyst, Platts

— Oil price=65\$/b

— Oil price=65\$/b

..... Oil price=70\$/b

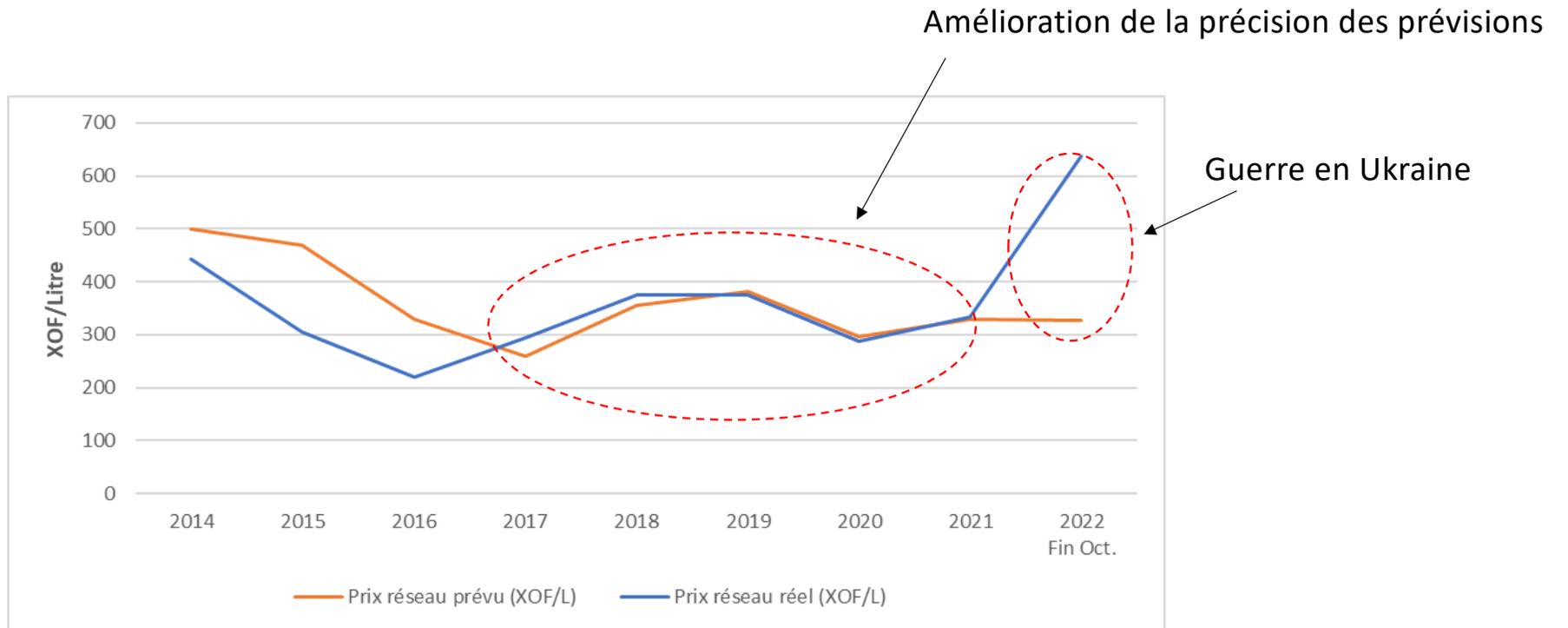
..... Oil price=70\$/b

- - - Oil price=75\$/b

- - - Oil price=75\$/b

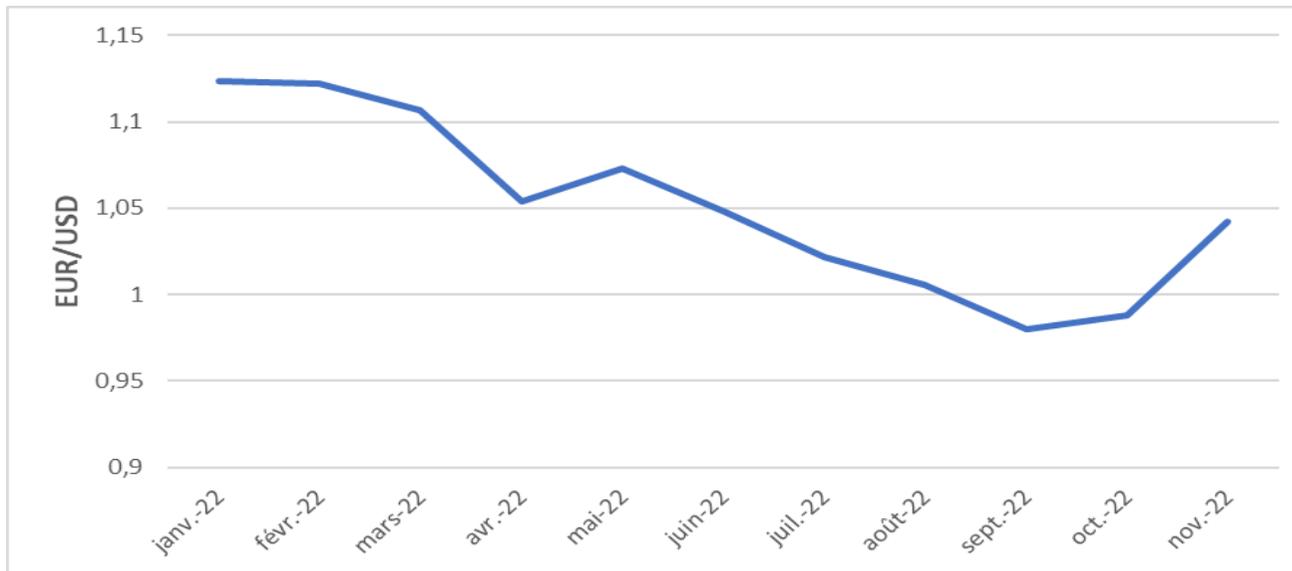


Prix du jet prévus vs réalisés



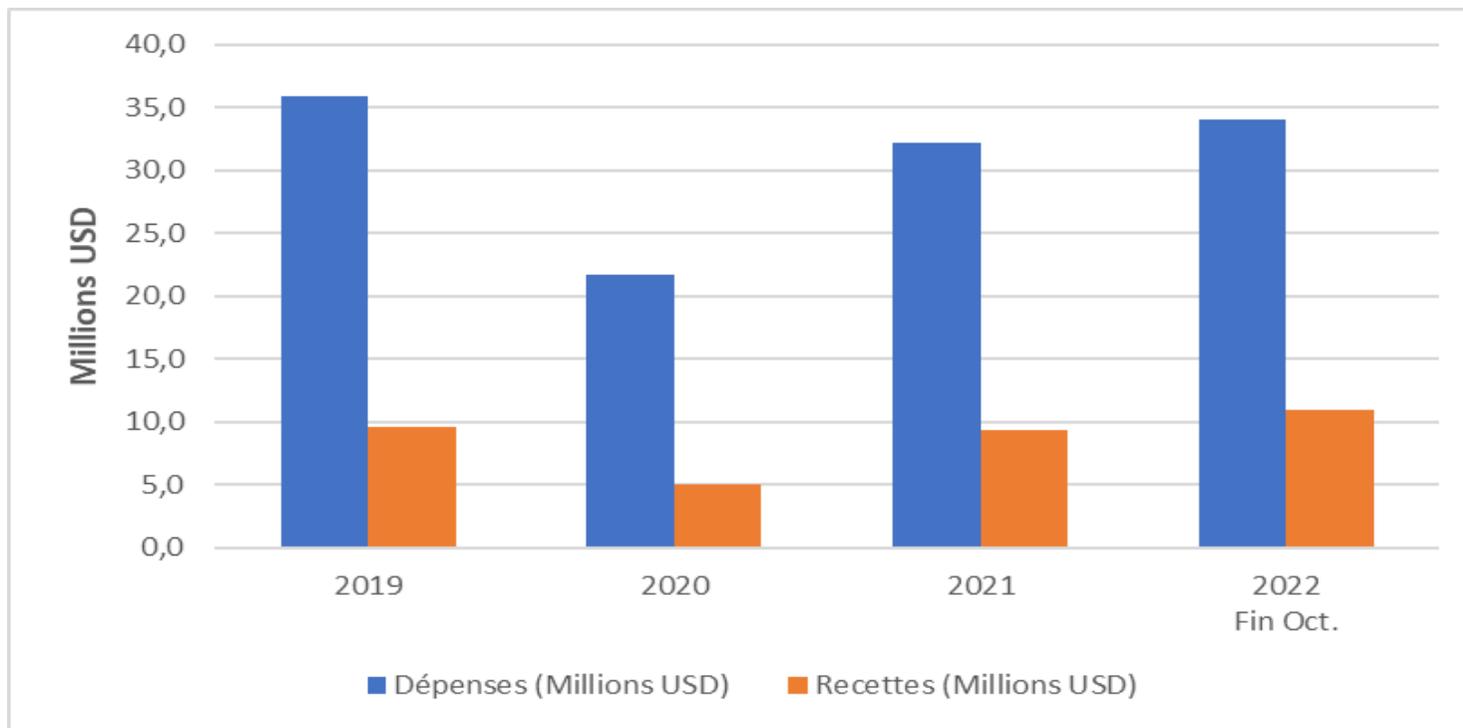


Exposition au risque de taux



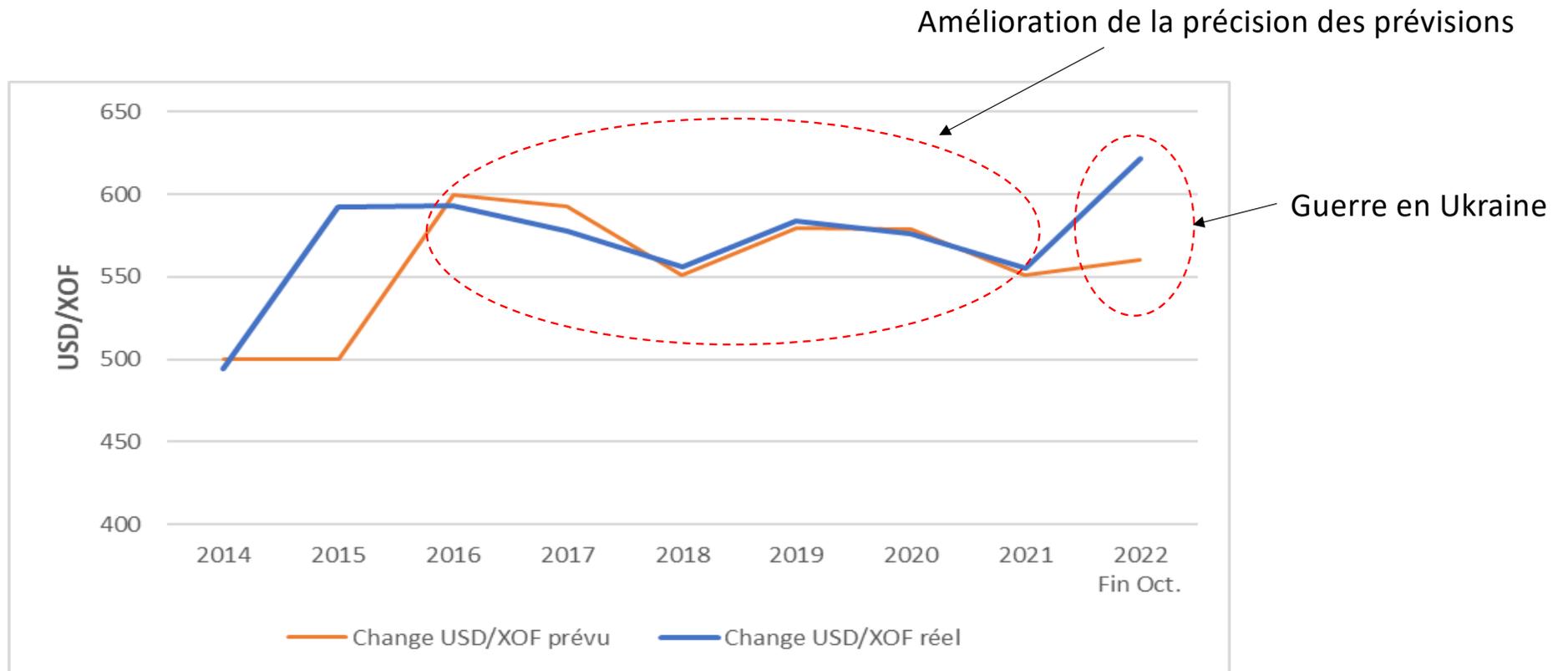


Exposition au risque de taux





Prévisions de taux vs réalisé





Réponses aux risques

- Le seul instrument d'une certaine efficacité qui permette de couvrir les risques de prix et de taux est le Hedging c'est-à-dire le recours à des instruments financiers de couverture du risque (achats à terme ou options). Toutefois, mal maîtrisé, il y a un risque de coût d'opportunité c'est-à-dire acheter au dessus du marché (achats à terme). Ce n'est donc pas une panacée. Cependant, ACI est sur le point de mettre en place une stratégie de couverture prudente à partir de 2023.
- ACI, à l'instar de l'ensemble des compagnies aériennes, couvre en général le risque résiduel en ajustant ses tarifs à la hausse.
- Fixer un cap aux indices d'inflation de la néaociation des contrats



Merci de votre écoute.

Questions et Réponses

Abidjan, le 7 et 8 décembre 2022



PIERRE VERNIMMEN

WWW.VERNIMMEN.NET

FINANCE PASCAL QUIRY
YANN LE FUR
D'ENTREPRISE

2023

PLUS
DE 200 000
EXEMPLAIRES
VENDUS

DA|LOZ