



FINANCE D'ENTREPRISE

TEST DE MI-PARCOURS

Jeudi 20 mars 2025 de 16h30 à 17h45

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 vendredi 21 mars à 8h.

## QUESTIONS

1/ Un dirigeant d'une entreprise européenne qui fait des ventes aux États-Unis vous annonce tout fier qu'il place le produit de ses ventes en dollars ce qui lui rapporte actuellement du 4,2 % contre seulement du 2,9 % s'il avait rapatrié et converti ses dollars en euros. Qu'en pensez-vous ?

2/ Que pensez-vous de la méthode de calcul de l'expert Paper Audit et Conseil qui a ainsi évalué en décembre 2024 les capitaux propres de l'entreprise MAB :

Résultat net x PER = valeur d'entreprise

Valeur d'entreprise – endettement net = valeur des capitaux propres

3/ Exor, la société holding de la famille Agnelli fondatrice de Fiat a cédé en Bourse le 26 février 2025 4 % des 24 % qu'elle possède de Ferrari dont elle est le premier actionnaire et administratrice. Le cours, qui était alors au plus haut, a alors chuté de 8 %. Quelle théorie peut expliquer cette évolution ? Pourquoi ?

4/ Une entreprise au bord de la faillite procède à une augmentation de capital non suivie par ses actionnaires actuels qui sont ruinés. Est-ce un signal et si oui lequel ? Pourquoi ?

5/Pourquoi peut-on dire, tous les autres paramètres demeurant inchangés, que si la valeur d'un titre monte, c'est que le coût de financement de l'entreprise concernée baisse ?

## EXERCICE 1

Une entreprise A s'est endettée en mars 2021 pour 100 avec un remboursement au bout de 20 ans et un taux d'intérêt annuel de 1 %.

L'entreprise A', en tout point identique à l'entreprise A, s'est endettée en mars 2025 de 100 avec un remboursement au bout de 16 ans, mais à un taux d'intérêt annuel de 4 % car dans l'intervalle les taux d'intérêt ont beaucoup monté.

1. Intuitivement, une de ces entreprises aurait-elle une valeur de ses capitaux propres plus élevée que l'autre ? Si oui, laquelle. Pourquoi ?
2. Quelle est des dettes de A et A' celle qui vaut aujourd'hui le moins ? Pourquoi ?
3. Posez les deux premiers termes et le dernier de la formule qui permet de calculer la valeur de la dette de A en mars 2025.

4. En supposant que le résultat d'exploitation de A et de A' soit de 50, et que le multiple du résultat d'exploitation soit de 12, quelle est la valeur de l'actif économique de A et de A' ?
5. Compte tenu du montant comptable de la dette de A et de celle de A' de 100, quelle est la valeur de leur capitaux propres respectifs ?
6. Réconciliez-vous le résultat de la question précédente avec celui de la première question de cet exercice ? Expliquez alors quelle est l'erreur que vous pousse à commettre l'énoncé de la question précédente.

## EXERCICE 2

Vous détenez 100 % d'une entreprise qui réalise un EBE de 100 et qui a un niveau de dettes bancaires et financières nettes de 5 fois l'EBE. Vous pensez lors d'une introduction en bourse de cette entreprise procéder à une augmentation de capital qui lui apportera de l'argent frais pour réduire son endettement net à un niveau de 2 fois. On vous dit enfin que vous devriez pouvoir valoriser au moment de l'introduction en Bourse l'actif économique de votre entreprise sur la base de 12 fois son EBE.

1. Quelle est la valeur, avant l'augmentation de capital envisagée, des capitaux propres de cette entreprise ? Donnez le détail du calcul.
2. Quel est le montant de l'augmentation de capital que vous devrez réaliser pour atteindre le ratio Dettes nettes / EBE qui est votre objectif ? Donnez le détail du calcul.
3. Quelle sera alors votre participation résultante dans l'entreprise en % en partant du principe que vous ne participez pas à l'augmentation de capital, et que l'intégralité des fonds levés est apportée par de nouveaux actionnaires ? Donnez le détail du calcul.
4. Quel sera alors le montant des actions que vous pourrez vendre si vous avez pour objectif de détenir seulement 50 % des actions ? Donnez le détail du calcul.

### EXERCICE 3

1. Que pensez-vous du niveau de marge opérationnelle d'Air Liquide en 2024 et de son évolution par rapport à 2023 compte tenu de l'évolution du chiffre d'affaires ?
2. Que pensez-vous de ce que vous pouvez voir de la politique d'investissement d'Air Liquide ? Pourquoi ?
3. Que pensez-vous du niveau d'endettement d'Air Liquide ? Pourquoi ?
4. À votre avis l'endettement net d'Air liquide a-t-il progressé ou régressé en 2024 ? Pourquoi ?
5. Calculez la rentabilité économique après impôt d'Air Liquide en 2024. Qu'en pensez-vous sachant que le taux de rentabilité demandé par ses actionnaires et prêteurs (cout moyen pondéré du capital) est de 7,6 % ? Vous pourrez prendre un taux d'impôt sur les sociétés moyen de 24 % et négliger les sommes inférieures à 100 M€.
6. Calculez la rentabilité des capitaux propres d'Air Liquide en 2024. Qu'en pensez-vous ?

## Compte de résultat consolidé

<i>(en millions d'euros)</i>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>27 607,6</b>	<b>27 057,8</b>
Autres produits d'exploitation	233,9	234,0
Achats	(11 146,8)	(10 008,2)
Charges de personnel	(5 099,5)	(5 165,7)
Autres charges d'exploitation	(4 045,2)	(4 221,4)
<b>Résultat opérationnel courant avant amortissements</b>	<b>7 550,0</b>	<b>7 896,5</b>
Dotations aux amortissements	(2 482,0)	(2 505,1)
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>5 068,0</b>	<b>5 391,4</b>
Autres produits opérationnels	242,3	64,8
Autres charges opérationnelles	(738,8)	(510,6)
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>4 571,5</b>	<b>4 945,6</b>
Coût de la dette nette	(265,5)	(258,4)
Autres produits financiers	15,4	8,5
Autres charges financières	(166,1)	(168,5)
Charge d'impôt	(971,8)	(1 086,5)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	4,9	(0,7)
<b>RÉSULTAT NET</b>	<b>3 188,4</b>	<b>3 440,0</b>

Le résultat opérationnel équivaut au résultat d'exploitation.

## Bilan consolidé

<b>ACTIF</b> (en millions d'euros)	<b>31 décembre 2023</b>	<b>31 décembre 2024</b>
Écarts d'acquisition	14 194,2	14 977,4
Autres immobilisations incorporelles	1 631,3	1 691,5
Immobilisations corporelles	23 652,2	25 538,7
<b>Actifs non courants</b>	<b>39 477,7</b>	<b>42 207,6</b>
Actifs financiers non courants	696,7	746,3
Titres mis en équivalence	180,1	198,3
Impôts différés actif	225,2	335,0
Instruments dérivés actif non courants	35,1	32,9
<b>Autres actifs non courants</b>	<b>1 137,1</b>	<b>1 312,5</b>
<b>TOTAL DES ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>40 614,8</b>	<b>43 520,1</b>
Stocks et en-cours	2 027,6	2 189,6
Clients	2 993,7	2 996,7
Autres actifs courants	862,7	1 068,2
Impôt courant actif	42,9	96,7
Instruments dérivés actif courants	70,7	77,3
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1 624,9	1 915,3
<b>TOTAL DES ACTIFS COURANTS</b>	<b>7 622,5</b>	<b>8 343,8</b>
<b>ACTIFS DESTINÉS À ÊTRE CÉDÉS</b>	<b>95,1</b>	<b>3,6</b>
<b>TOTAL DES ACTIFS</b>	<b>48 332,4</b>	<b>51 867,5</b>
<b>PASSIF</b> (en millions d'euros)		
Capital	2 884,8	3 180,4
Primes	2 447,7	2 064,1
Réserves	16 063,7	18 534,2
Actions propres	-152,7	(224,8)
Résultat net - part du Groupe	3 078,0	3 306,1
<b>Capitaux propres du Groupe</b>	<b>24 321,5</b>	<b>26 860,0</b>
<b>Intérêts minoritaires</b>	<b>721,6</b>	<b>761,3</b>
<b>TOTAL DES CAPITAUX PROPRES</b>	<b>25 043,1</b>	<b>27 621,3</b>
Provisions et avantages au personnel	2 004,8	2 025,6
Impôts différés passif	232,9	2 527,1
Emprunts et dettes financières non courantes	8 560,5	8 403,1
Dettes de loyers non courantes	1 046,3	1 133,8
Autres passifs non courants	454,7	642,8
Instruments dérivés passif non courants	48	29,7
<b>TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS</b>	<b>14 443,3</b>	<b>14 762,1</b>
Provisions et avantages au personnel	363,8	418,9
Fournisseurs	3 310,5	3 319,0
Autres passifs courants	2 310,1	2 483,7
Impôt à payer	236,4	273,1
Emprunt et dettes financières courantes	2 285,3	2 671,4
Dettes de loyers courantes	219,7	239,8
Instruments dérivés passif courants	76,2	76,9
<b>TOTAL DES PASSIFS COURANTS</b>	<b>8 802,0</b>	<b>9 482,8</b>
<b>PASSIFS DESTINÉS À ÊTRE CÉDÉS</b>	<b>44,0</b>	<b>1,3</b>
<b>TOTAL DES PASSIFS ET DES CAPITAUX PROPRES</b>	<b>48 332,4</b>	<b>51 867,5</b>

Les actifs non courants sont des immobilisations.

Les autres actifs courants et les autres passifs courants sont des éléments du BFR.

Les provisions et avantages au personnel courant ou non-courants, et les autres passifs non courants sont des dettes financières.

Les impôts différés passifs sont à ajouter aux capitaux propres.

Les dettes de loyers (courantes ou non) sont à déduire des immobilisations.

## Tableau des flux de trésorerie consolidé

(en millions d'euros)	2023	2024
<b>Activités opérationnelles</b>		
<b>Résultat net - part du Groupe</b>	<b>3 078,0</b>	<b>3 306,1</b>
<b>Intérêts minoritaires</b>	<b>110,4</b>	<b>133,9</b>
Ajustements :		
• Dotations aux amortissements	2 482,0	2 505,1
• Variation des impôts différés	(59,8)	(42,3)
• Variation des provisions	471,2	304,0
• Quote-part des résultats nets des mises en équivalence	(4,9)	0,7
• Plus ou moins-values de cessions d'actifs	(126,9)	(7,0)
• Coût de la dette nette	192,9	178,2
• Autres éléments sans impact sur la trésorerie	214,4	160,6
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>6 357,3</b>	<b>6 539,3</b>
Variation du besoin en fonds de roulement	(154,4)	(155,1)
Autres éléments avec impact sur la trésorerie	60,1	(62,0)
<b>Flux net de trésorerie généré par les activités opérationnelles</b>	<b>6 263,0</b>	<b>6 322,2</b>
<b>Opérations d'investissements</b>		
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(3 393,4)	(3 525,1)
Acquisitions d'immobilisations financières et incidences des variations de périmètre	(103,0)	(269,0)
Produits de cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	63,2	80,1
Produits de cessions de titres consolidés, nets de la dette nette cédée et de cessions d'immobilisations financières	339,7	113,0
Dividendes reçus des mises en équivalence	14,5	17,6
<b>Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement</b>	<b>(3 079,0)</b>	<b>(3 583,4)</b>
<b>Opérations de financement</b>		
Distribution		
• L'Air Liquide S.A.	(1 581,2)	(1 718,1)
• Minoritaires	(85,4)	(90,3)
Augmentations de capital en numéraire	128,8	34,4
Achats d'actions propres	(81,9)	(230,8)
Intérêts financiers décaissés nets	(222,5)	(218,2)

La quatrième ligne avant la fin, Minoritaires, correspond aux dividendes versés aux actionnaires minoritaires des filiales d'Air Liquide contrôlées mais non détenus à 100 %

### EXERCICE 4

Dans un monde avec seulement deux opportunités d'investissement :

A/ Investir 100 et récupérer dans 6 ans 150, sans flux intermédiaire

B/ Investir 10 et récupérer dans 6 ans 17, sans flux intermédiaire

1. Calculez la valeur actuelle nette de chacun des investissements en utilisant un coût du capital de 6 %.
2. Pensez-vous que le TRI de l'investissement A soit supérieur à 6 % ? Pourquoi ?

3. Calculez le TRI de l'investissement B.
4. Vous disposez de 110, que faites-vous ? Pourquoi ?
5. Vous disposez de 100, que faites-vous ? Pourquoi ?