

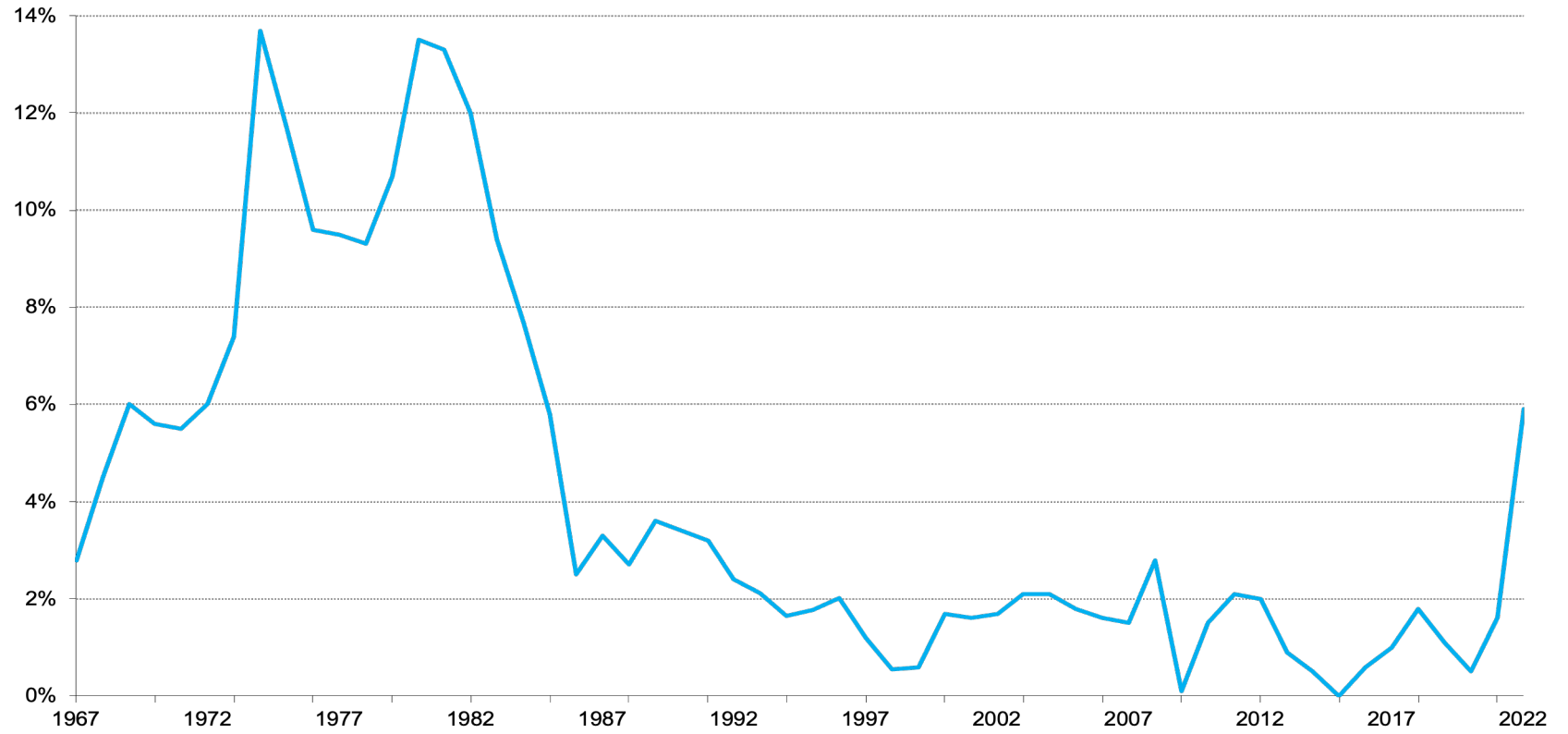
Gestion financière et retour (temporaire ?) de l'inflation

Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

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.

18 mois après, l'inflation en Europe atteint 10,4 %, et les États-Unis sont à 6,5 %.

Taux d'inflation en France depuis 1967



Source: INSEE, FactSet.

Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

Une situation différente des 2 cotés de l'Atlantique :

- **Aux États-Unis**, un chômage au plus bas (3,5 %) pousse les salaires à la hausse ;

- **En Europe**, le chômage est à 6,5 % et ce sont les prix de l'énergie qui sont le principal moteur de la hausse des prix ;

Sans parler de **l'Afrique de l'Ouest**, où l'inflation (7 % dans l'UEMOA) est nourrie par les prix alimentaires.

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

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

Facteurs de hausse des prix

- La transition énergétique
- Le vieillissement de la population
- Les relocalisations
- La lutte contre les inégalités

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

Facteurs de baisse des prix

- Le vieillissement de la population
- La faible syndicalisation
- La baisse des prix de l'énergie
- Les hausses des taux d'intérêt des banques centrales
- Les nouvelles capacités pour faire sauter les goulots d'étranglement
- Les taux de profits au plus haut

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 d'exploitation :

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 d'exploitation :

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 d'exploitation :

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 d'exploitation :

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

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux d'exploitation :

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

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

L'exemple de Walmart sur les 9 premiers mois de 2022

1 - L'inflation gonfle les **BFR** et réduit les flux d'exploitation :

en Md\$	T9 2021	T9 2022	Variation
Chiffre d'affaires	416	443	6,5%
Résultat d'exploitation courant	20,1	18,2	-9,5%
Stocks	56,5	64,7	14,5%
Flux d'exploitation	16,3	15,7	-3,7%

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux d'exploitation :

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, et qui nécessitent des soldes pour dégager de la place pour des produits moins coûteux et plus demandés.

1 - L'inflation **gonfle les BFR** et réduit les flux d'exploitation :

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

Retour sur l'exemple de Walmart :

en Md\$	T9 2021	T9 2022	Variation
Chiffre d'affaires	416	443	6,5%
Résultat d'exploitation courant	20,1	18,2	-9,5%
Stocks	56,5	64,7	14,5%
Flux d'exploitation	16,3	15,7	-3,7%
Investissements	8,6	12,1	40,7%
Flux de trésorerie disponible	7,7	3,6	-53,2%

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

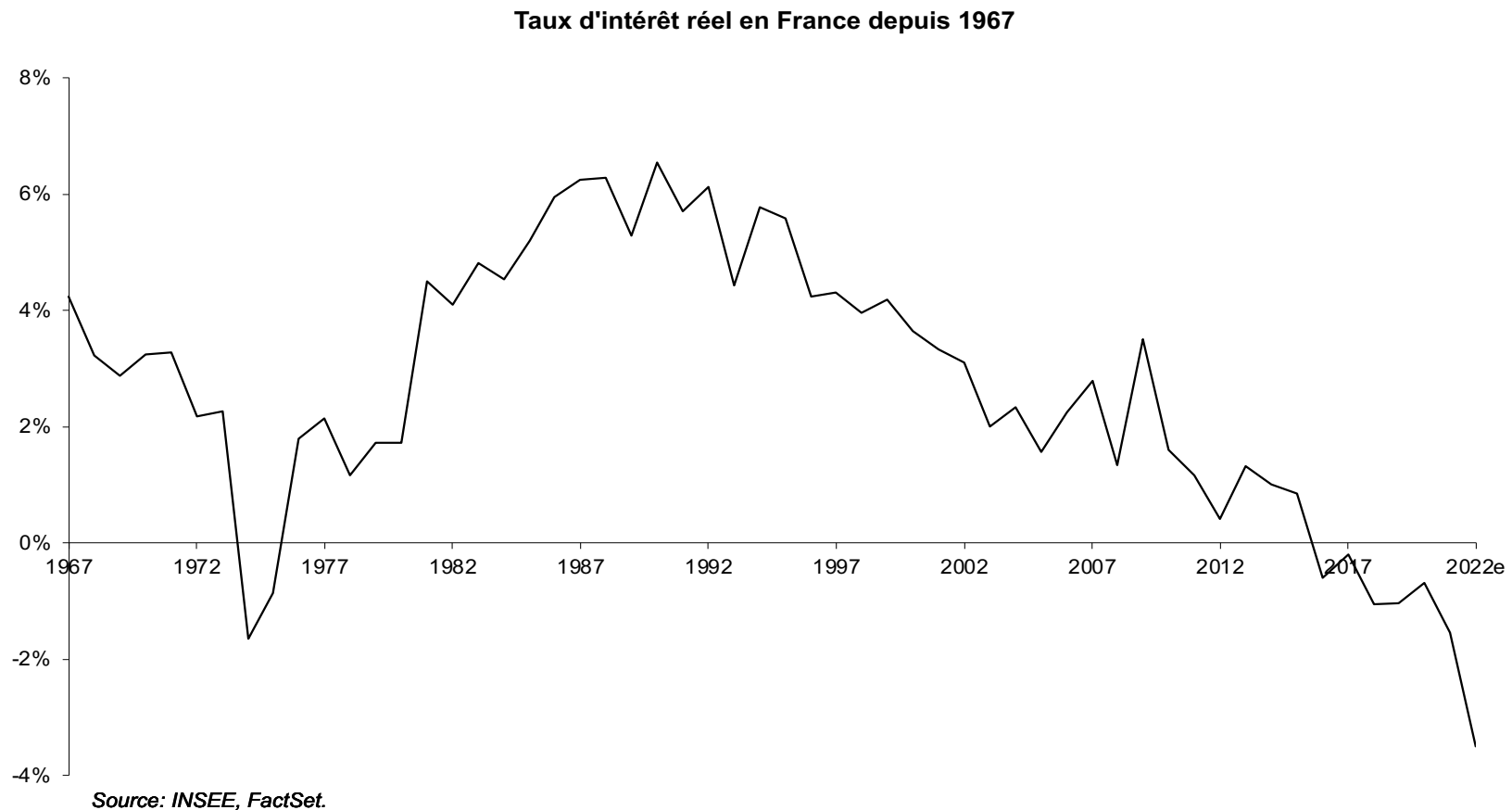
Danone, qui s'attend à une inflation de ses coûts non salariaux de 15 % en 2022 et sur une croissance de 3 à 5 % de son CA, notamment grâce à des hausses de prix, va réduire sa gamme pour réaliser des économies de coûts de fabrication, de logistique et de publicité.

« 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 entrainer des taux d'intérêt réels négatifs



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

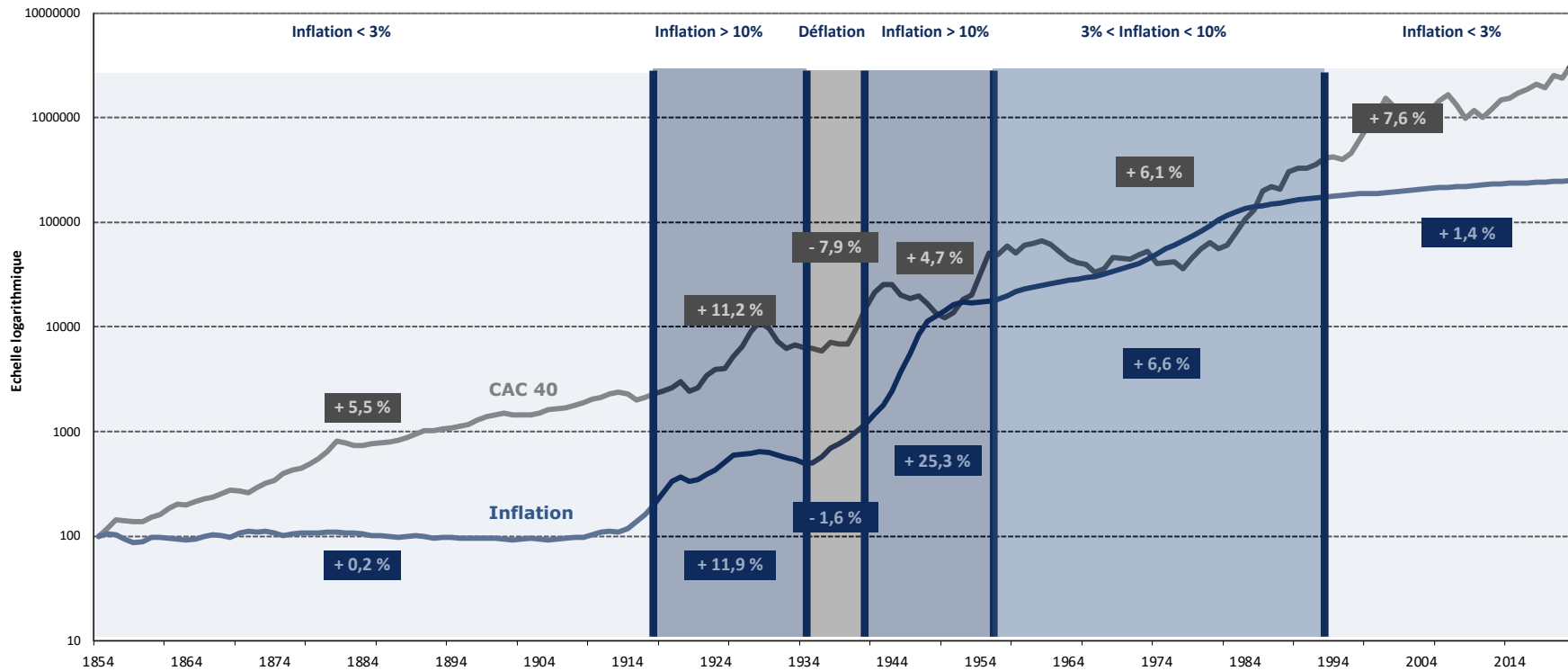
C'est une situation probablement **transitoire**

- 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.

Impact historique de l'inflation sur les cours de Bourse

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



Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023



PIERRE VERNIMMEN

ANCE

REPRISE

1519

Le Vernimmen 2023



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

WWW.VERNIMMEN.NET

Le Vernimmen 2023

- 1197 pages à jour des dispositions fiscales, comptables, boursières, juridiques et de la recherche académique
- Plus de 100 tableaux ou graphiques de données financières
- Entrent dans le Vernimmen 2023 : « actions mêmes », « *best interest test* », « chartes », « classes de parties affectées », « *despacking* », « *dribble out* », « *European Sustainability Reporting Standards* », « *International Sustainability Standards Board* », « procédure de traitement de sortie de crise », « *Say on climate* » et quelques autres.
- Une version papier, une version pour iPad et une version en streaming (www.vernimmeneenligne.net) avec les podcasts de nos MOOC ou cours à HEC
- Des applis IOS et Android mises à jour

Que disent-ils du Vernimmen 2022 ?

« Vernimmen 4ever »

Nadia Ben Salem-Nicolas, *Directrice Générale Adjointe de Nexity, en charge des finances*

« Je me suis régalé dans la lecture du Vernimmen. L'écriture reste très ouverte et pousse à la réflexion, sans avoir l'impression de prendre une leçon à chaque page. Les zones dédiées aux exercices et questions sont bien pensées. »

Etienne Monceau, *Analyste financier chez Zonebourse*

« Le Vernimmen est mon fidèle compagnon de parcours, découvert en faisant mes études. Désormais sur mon bureau et dans mon smartphone, il m'accompagne toujours. »

Priscilia Bouton-Peignoux, *Responsable M&A Sanofi*



PIERRE VERNIMMEN

ANCE

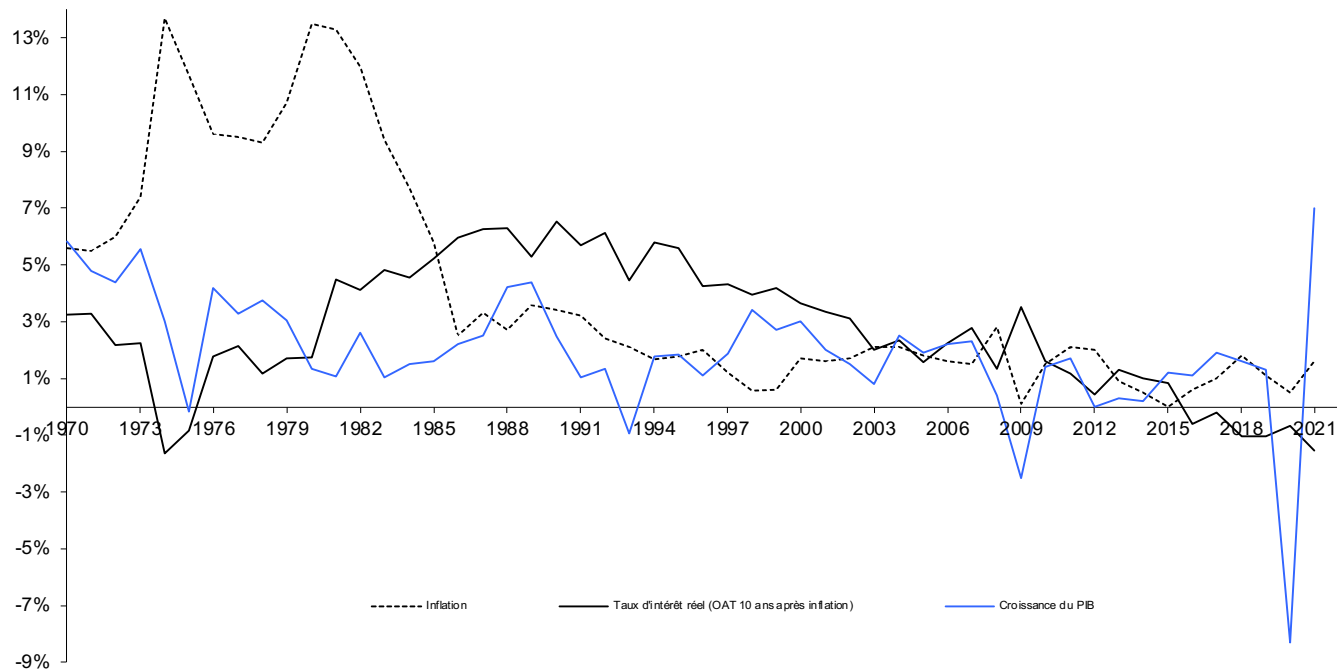
REPRISE

1519

1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70

A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

Taux d'inflation, taux d'intérêt réel et taux de croissance en France



Source: INSEE, FactSet.

Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70

A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation



	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
CHIFFRE D'AFFAIRES	202,3	249,1	315,1	404,2	571,6	740,2	986,3	1184,4	1380,7	1458
Production stockée + production immobilisée	1,1	21,8	22,8	16,9	12	10,1	27,2	7,3	64	73,9
= PRODUCTION	203,4	270,9	337,9	421,1	583,6	750,3	1013,5	1191,7	1444,7	1531,9
- Consommation de matières	79,3	104,3	128,1	156,9	214,5	300,1	397,9	457,2	546,1	546,3
- Autres consommations externes	27,4	33,8	42,9	53	72,1	79,2	90,5	117,7	149,2	162,7
= VALEUR AJOUTEE	96,7	132,8	166,9	211,2	297	371	525,1	616,8	749,4	822,9
- Frais de personnel	58,1	88,1	105,9	133,8	179,6	229,1	350,2	412,2	487,3	534,8
- Impôts et taxes	1,4	2	2,7	3,8	7,1	8	8,3	12,4	13,4	18,1
- Variation des provisions d'exploitation	3,3	3,1	3,7	4,3	4,5	2	2,1	2,6	2,6	4,3
= EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	33,9	39,6	54,6	69,3	105,8	131,9	164,5	189,6	246,1	265,7
- Dotations aux amortissements, Variation des provisions d'exploitation, loyers de credit-bail (amortissements)	16,1	18,5	24	30,4	38,4	50,1	74,9	80,2	89	106,4
= RESULTAT d'EXPLOITATION	17,8	21,1	30,6	38,9	67,4	81,8	89,6	109,4	157,1	159,3
- Résultat financier	-2,4	-4,3	-8,2	-9,2	-9,9	-11	-12,1	-9,2	-10,8	-5,4
= Résultat courant	15,4	16,8	22,4	29,7	57,5	70,8	77,5	100,2	146,3	153,9
+ Résultat exceptionnel	-	2,8	0,4	0,4	0,8	-8	-10,1	-2,1	-10,3	0,3
- Impôt sur les sociétés	8,7	9,7	10,2	15,1	30	33,2	35,7	45,7	65,1	78
= RESULTAT NET	6,7	9,9	12,6	15	28,3	29,6	31,7	52,4	70,9	76,2

1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70

A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
CHIFFRE D'AFFAIRES	99,5%	92,0%	93,3%	96,0%	97,9%	98,7%	97,3%	99,4%	95,6%	95,2%
Production stockée + production immobilisée	0,5%	8,0%	6,7%	4,0%	2,1%	1,3%	2,7%	0,6%	4,4%	4,8%
= PRODUCTION	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
- Consommation de matières	39,0%	38,5%	37,9%	37,3%	36,8%	40,0%	39,3%	38,4%	37,8%	35,7%
- Autres consommations externes	13,5%	12,5%	12,7%	12,6%	12,4%	10,6%	8,9%	9,9%	10,3%	10,6%
= VALEUR AJOUTEE	47,5%	49,0%	49,4%	50,2%	50,9%	49,4%	51,8%	51,8%	51,9%	53,7%
- Frais de personnel	28,6%	32,5%	31,3%	31,8%	30,8%	30,5%	34,6%	34,6%	33,7%	34,9%
- Impôts et taxes	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	1,2%	1,1%	0,8%	1,0%	0,9%	1,2%
- Variation des provisions d'exploitation	1,6%	1,1%	1,1%	1,0%	0,8%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
= EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	16,7%	14,6%	16,2%	16,5%	18,1%	17,6%	16,2%	15,9%	17,0%	17,3%
- Dotations aux amortissements, Variation des provisions d'exploitation, loyers de crédit-bail (amortissements)	7,9%	6,8%	7,1%	7,2%	6,6%	6,7%	7,4%	6,7%	6,2%	6,9%
= RESULTAT d'EXPLOITATION	8,8%	7,8%	9,1%	9,2%	11,5%	10,9%	8,8%	9,2%	10,9%	10,4%
- Résultat financier	-1,2%	-1,6%	-2,4%	-2,2%	-1,7%	-1,5%	-1,2%	-0,8%	-0,7%	-0,4%
= Résultat courant	7,6%	6,2%	6,6%	7,1%	9,9%	9,4%	7,6%	8,4%	10,1%	10,0%
+ Résultat exceptionnel	-	1,0%	0,1%	0,1%	0,1%	-1,1%	-1,0%	-0,2%	-0,7%	0,0%
- Impôt sur les sociétés	4,3%	3,6%	3,0%	3,6%	5,1%	4,4%	3,5%	3,8%	4,5%	5,1%
= RESULTAT NET	3,3%	3,7%	3,7%	3,6%	4,8%	3,9%	3,1%	4,4%	4,9%	5,0%



1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70

A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation



	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Chiffre d'affaires	202,3	249,1	315,1	404,2	571,6	740,2	986,3	1184,4	1380,7	1458
BFR d'exploitation	83	121,6	128	164,5	210	245,3	277	289,5	382,6	476,4
BFR d'exploitation de CA en jours	150j	178j	148j	149j	134j	121j	103j	89j	101j	119j
Stock en jours de CA	38j	51j	54j	47j	37j	41j	56j	43j	54j	63j
Clients en jours de CA	168j	164j	140j	143j	136j	145j	146j	130j	141j	139j
Fournisseurs en jours de CA	57j	37j	45j	42j	38j	65j	100j	84j	93j	83j

1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70

A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Résultat net	6,7	9,9	12,6	15	28,3	29,6	31,7	52,4	70,9	76,2
Dotations aux amortissements	16,1	18,5	24	30,4	38,4	50,1	74,9	80,2	89	106,4
= Capacité d'autofinancement	22,8	28,4	36,6	45,4	66,7	79,7	106,6	132,6	159,9	182,6
Variation du besoin en fonds de roulement	-25,1	-37,6	-5,9	-30,9	-32,4	-33	-25,6	-19,5	-82,2	-92,9
= Flux d'exploitation (1)	-2,3	-9,2	30,7	14,5	34,3	46,7	81	113,1	77,7	89,7
Désinvestissements	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements	-35,3	-40,2	-54,7	-51,2	-68,3	-102,9	-129,7	-98,3	-116,4	-122,5
= Flux d'investissement (2)	-35,3	-40,2	-54,7	-51,2	-68,3	-102,9	-129,7	-98,3	-116,4	-122,5
Flux de très. disponibles après frais fi. (1 + 2)	-37,5	-49,4	-24	-36,7	-34	-56,2	-48,7	14,8	-38,7	-56,9
+Augmentation de capital	-	-	-	-	-	122	10	10	-	-
+Dividendes versés	-4	-4,4	-4,8	-6	-7,2	-11	-12,9	-13,6	-15,2	-27,3
=Variation de l'endettement	41,6	53,8	28,8	42,7	41,2	-54,8	51,6	-11,2	53,9	60,1



1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70

A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation



	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Capitaux propres	59	65	73	82	103	243	272	321	377	426
Dettes bancaires et financières à long/moyen terme	23	43	67	77	93	91	107	145	160	182
+Dettes bancaires et financière à court terme	36	70	74	107	135	83	120	70	111	150
-Disponibilités et valeurs mobilières de placement	1	0	0	1	3	4	5	5	7	8
= Endettement bancaire et financier net	58	112	141	183	225	170	221	210	264	324
Actif économique	118	177	213	265	327	413	494	531	641	750
Immobilisations corporelles										
+ Immobilisations financières										
+ Immobilisations incorporelles										
= Immobilisations	43	65	96	116	146	199	254	272	299	316
Stocks	21	35	47	53	57	83	152	139	204	251
+ Clients	93	112	121	158	213	293	394	422	532	555
- Fournisseurs	31	25	39	46	60	131	269	272	353	330
= BFR d'exploitation	83	122	128	165	210	245	277	290	383	476
BFR hors exploitation	-9	-10	-10	-16	-29	-31	-37	-30	-41	-42
BFR Total	74	112	118	149	181	214	240	259	341	434
Actif économique	118	177	213	265	327	413	494	531	641	750

Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70



A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Marge économique (RE/CA)	8,8%	8,5%	9,7%	9,6%	11,8%	11,1%	9,1%	9,2%	11,4%	10,9%
x (1-taux IS)	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
x Taux de rotation de l'actif économique (CA/AE)	1,7	1,4	1,5	1,5	1,8	1,8	2	2,2	2,2	1,9
= Rentabilité de l'actif économique après IS	7,5%	6,0%	7,3%	7,2%	10,6%	10,0%	9,1%	10,1%	12,5%	10,4%
Rentabilité actif économique après IS - coût net de la dette	3,8%	5,4%	5,3%	5,1%	7,7%	3,1%	3,3%	8,9%	9,0%	9,4%
x levier financier (D/C)	1	1,7	1,9	2,2	2,2	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8
= Effet de levier	3,8%	9,2%	10,0%	11,2%	16,9%	2,2%	2,6%	6,2%	6,3%	7,5%
Rentabilité des capitaux propres	11,3%	15,2%	17,3%	18,4%	27,5%	12,2%	11,7%	16,3%	18,8%	17,9%
Taux d'inflation	4,5%	6,0%	5,6%	5,5%	6,0%	7,4%	13,7%	11,7%	9,6%	9,5%



1 - Un retour en arrière dans les années 60 et 70

A70, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

Augmentation de capital de 1973

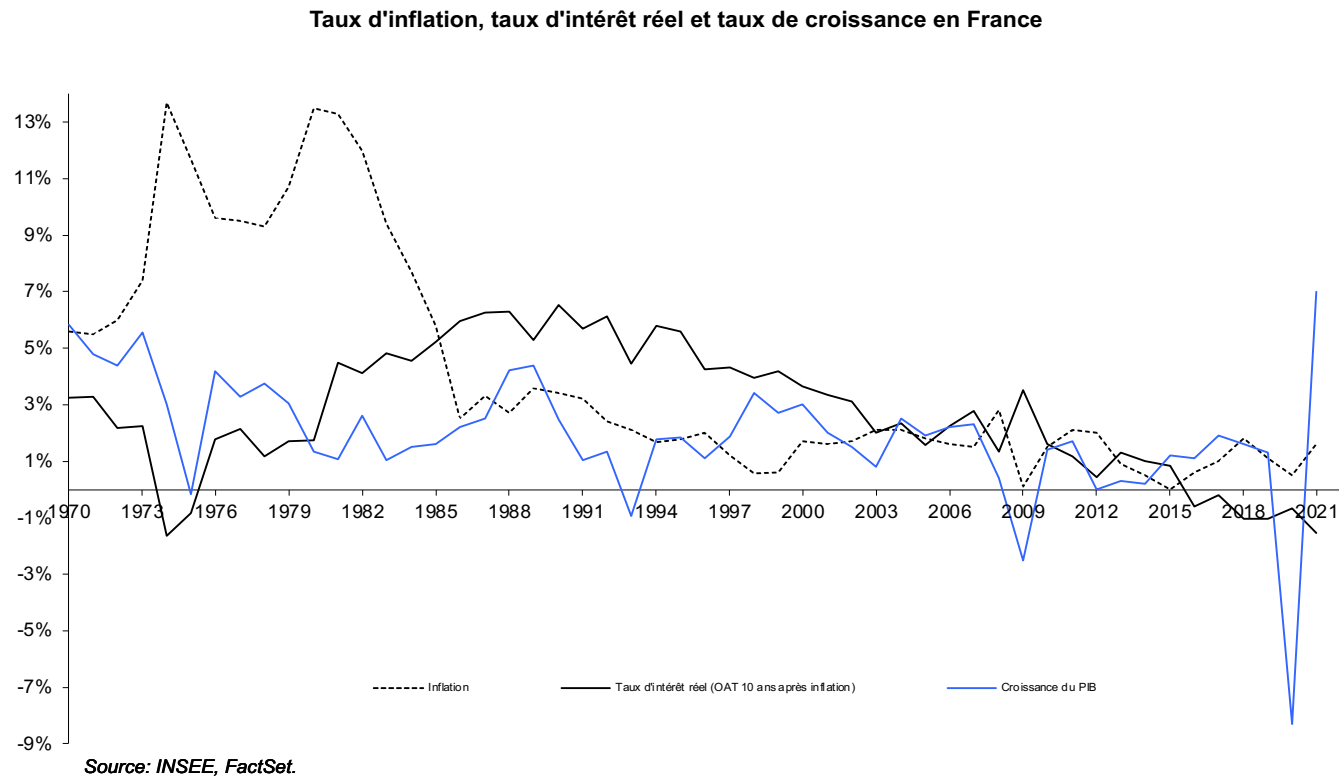
Produit de l'augmentation de capital	122 MF
Nombre d'actions avant	487 250
Nombre d'actions après	535 975 soit + 48 725 actions (+ 10 %)
Montant des capitaux propres avant	103 MF
Montant des capitaux propres après	225 MF (soit + 122 MF, soit + 118 %)
Capitalisation boursière avant	2 230 MF
Capitalisation boursière après	2 352 MF (soit + 122 MF, soit + 5 %)
Pourcentage de contrôle du principal actionnaire A70	
Avant : 75 %	Après : 71 %

PER : 74

Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation



Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation



	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
CHIFFRE D'AFFAIRES								
Production stockée + production immobilisée								
= PRODUCTION	79,1	87,8	94,3	100,3	105	118,2	138,5	153,6
- Consommation de matières								
- Autres consommations externes	50,9	57,3	61,1	66,5	69,8	77,5	89,4	101,9
= VALEUR AJOUTEE	28,2	30,5	33,2	33,8	35,2	40,7	49,1	51,7
- Frais de personnel	-26	-25,4	-25,1	-26	-25,5	-25,9	-26,9	-28,8
- Impôts et taxes								
+Variation des provisions d'exploitation	0	+0,4	-0,9	+1,2	+2,2	+2,5	+0,5	+2,8
= EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2,2	5,5	7,2	9	11,9	17,3	22,7	25,7
- Dotations aux amortissements, Variation des provisions sur actifs immobilisés, loyers de crédit-bail (amortissements)	3,1	3,0	4,2	3,9	4,8	5,8	6,8	8,0
= RESULTAT ECONOMIQUE	-0,9	2,5	3	5,1	7,1	11,5	15,9	17,7
- Résultat financier	-3,1	-3,7	-4,0	-4,5	-3,3	-2,9	-1,0	-0,6
= Résultat courant	-4,0	-1,2	-1,0	0,6	3,8	8,6	14,9	17,1
+ Résultat exceptionnel	2,0	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Impôt sur les bénéfices	0,0	0,0	0,0	0,3	1,4	3,4	5,7	6,5
= RESULTAT NET	-2,0	-2,9	-1,0	0,3	2,4	5,2	9,2	10,6

Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
CHIFFRE D'AFFAIRES								
Production stockée + production immobilisée								
= PRODUCTION	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
- Consommation de matières								
- Autres consommations externes	64,3%	65,3%	64,8%	66,3%	66,5%	65,6%	64,5%	66,3%
= VALEUR AJOUTEE	35,7%	34,7%	35,2%	33,7%	33,5%	34,4%	35,5%	33,7%
- Frais de personnel	-32,9%	-28,9%	-26,6%	-25,9%	-24,3%	-21,9%	-19,4%	-18,8%
- Impôts et taxes								
+Variation des provisions d'exploitation	0,0%	0,5%	-1,0%	1,2%	2,1%	2,1%	0,4%	1,8%
= EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2,8%	6,3%	7,6%	9,0%	11,3%	14,6%	16,4%	16,7%
- Dotations aux amortissements, Variation des provisions sur actifs immobilisés, loyers de crédit-bail (amortissements)	3,9%	3,4%	4,5%	3,9%	4,6%	4,9%	4,9%	5,2%
= RESULTAT ECONOMIQUE	-1,1%	2,8%	3,2%	5,1%	6,8%	9,7%	11,5%	11,5%
- Résultat financier	-3,9%	-4,2%	-4,2%	-4,5%	-3,1%	-2,5%	-0,7%	-0,4%
= Résultat courant	-5,1%	-1,4%	-1,1%	0,6%	3,6%	7,3%	10,8%	11,1%
+ Résultat exceptionnel	2,5%	-1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
- Impôt sur les bénéfices	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	1,3%	2,9%	4,1%	4,2%
= RESULTAT NET	-2,5%	-3,3%	-1,1%	0,3%	2,3%	4,4%	6,6%	6,9%



Pascal Quiry pour HEC Alumni, le 9 février 2023

2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Résultat net	-2,0	-2,9	-1,0	0,3	2,4	5,2	9,2	10,6
Dotations aux amortissements	3,1	3	4,2	3,9	4,8	5,8	6,8	8
= Capacité d'autofinancement	1,1	0,1	3,2	4,2	7,2	11,0	16,0	18,6
Variation du besoin en fonds de roulement	-1,9	3,2	0,1	2,6	2,3	2,8	7,8	-2,0
= Flux d'exploitation (1)	-0,8	3,3	3,3	6,8	9,5	13,8	23,8	16,6
Désinvestissements	4,0	-	-	-	-	-	-	-
-Investissements	-4,2	-4,8	-5,1	-6,2	-8,6	-9,0	-14,0	-13,7
= Flux d'investissement (2)	-0,2	-4,8	-5,1	-6,2	-8,6	-9,0	-14,0	-13,7
Flux de très. disponibles après frais fi. (1 + 2)	-1,0	-1,5	-1,8	0,6	0,9	4,8	9,7	2,9
Augmentation de capital	-	-	-	0,3	1,5	5,1	-	-
Dividendes versés	-	-	-	-	-	-	-0,1	-1,3
Variation de l'endettement	1,0	1,5	1,8	-0,9	-2,4	-9,9	-9,7	-1,6




2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Capitaux propres	10,3	7,4	6,4	7,0	10,9	21,2	30,3	39,6
Dettes bancaires et financières à long/moyen terme	17,2	19,4	23,0	25,4	25,1	19,7	20,7	16,4
+Dettes bancaires et financières à court terme	16,0	15,3	13,7	11,9	9,2	5,6	8,6	10,4
- Valeurs mobilières de placement	0,7	0,6	0,9	1,7	1,4	2,4	16,3	14,4
- Disponibilités	1,1	1,2	1,1	1,8	1,5	1,4	1,2	2,2
= Endettement bancaire et financier net	31,4	32,9	34,7	33,8	31,4	21,5	11,8	10,2
Actif économique	41,7	40,3	41,1	40,8	42,3	42,7	42,1	49,8
Immobilisations corporelles	19,1	22,8	24,9	26,5	29,6	33,7	40,0	45,3
+ Autres immobilisations	10,1	8,2	7,0	7,7	8,4	7,5	8,4	8,8
= Immobilisations	29,2	31,0	31,9	34,2	38,0	41,2	48,4	54,1
Stocks	17,1	18,2	19,3	17,9	17,4	17,8	17,5	19,8
+ Clients	9,7	9,9	8,9	10,4	9,5	9,2	10,2	10,9
- Fournisseurs	10,7	11,8	13,9	15,8	16,2	18,6	21,2	24,3
= BFR d'exploitation	16,1	16,3	14,3	12,5	10,7	8,4	6,5	6,4
Créances hors exploitation	3,7	1,9	4,0	4,4	4,3	5,1	4,3	5,9
-Dettes hors exploitation	7,3	8,9	9,1	10,3	10,7	12,0	17,1	16,6
= BFR hors exploitation	-3,6	-7,0	-5,1	-5,9	-6,4	-6,9	-12,8	-10,7
BFR Total	12,5	9,3	9,2	6,6	4,3	1,5	-6,3	-4,3
Actif économique	41,7	40,3	41,1	40,8	42,3	42,7	42,1	49,8

2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation



	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Chiffre d'affaires	79,1	87,8	94,3	100,3	105	118,2	138,5	153,6
BFR d'exploitation	16,1	16,3	14,3	12,5	10,7	8,4	6,5	6,4
BFR d'exploitation de CA en jours	74j	68j	55j	45j	37j	26j	17j	15j
Stock en jours de CA	79j	76j	75j	65j	60j	55j	46j	47j
Clients en jours de CA	45j	41j	34j	38j	33j	28j	27j	26j
Fournisseurs en jours de CA	49j	49j	54j	57j	56j	57j	56j	58j

2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Résultat net	-2,0	-2,9	-1,0	0,3	2,4	5,2	9,2	10,6
Dotations aux amortissements	3,1	3	4,2	3,9	4,8	5,8	6,8	8
= Capacité d'autofinancement	1,1	0,1	3,2	4,2	7,2	11,0	16,0	18,6
Variation du besoin en fonds de roulement	-1,9	3,2	0,1	2,6	2,3	2,8	7,8	-2,0
= Flux d'exploitation (1)	-0,8	3,3	3,3	6,8	9,5	13,8	23,8	16,6
Désinvestissements	4,0	-	-	-	-	-	-	-
-Investissements	-4,2	-4,8	-5,1	-6,2	-8,6	-9,0	-14,0	-13,7
= Flux d'investissement (2)	-0,2	-4,8	-5,1	-6,2	-8,6	-9,0	-14,0	-13,7
Flux de très. disponibles après frais fi. (1 + 2)	-1,0	-1,5	-1,8	0,6	0,9	4,8	9,7	2,9
Augmentation de capital	-	-	-	0,3	1,5	5,1	-	-
Dividendes versés	-	-	-	-	-	-	-0,1	-1,3
Variation de l'endettement	1,0	1,5	1,8	-0,9	-2,4	-9,9	-9,7	-1,6



2 - Un retour en arrière dans les années 80

B80, familiale, française, cotée, dans les biens de consommation



	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Marge économique (RE/CA)	-1,1%	2,8%	3,2%	5,1%	6,8%	9,7%	11,5%	11,5%
x (1-taux IS)	100%	100%	100%	50%	63%	60%	62%	62%
x Taux de rotation de l'actif économique (CA/AE)	1,9	2,2	2,3	2,5	2,5	2,8	3,3	3,1
= rentabilité de l'actif économique après IS	-2,2%	6,2%	7,3%	6,3%	10,6%	16,3%	23,3%	22,0%
Rentabilité actif économique après IS - coût net de la dette	-12,0%	-5,0%	-4,2%	-0,4%	4,0%	8,1%	18,1%	18,4%
x levier financier (D/C)	3,0	4,4	5,4	4,8	2,9	1,0	0,4	0,3
= Effet de levier	-36,7%	-22,4%	-22,9%	-2,0%	11,4%	8,2%	7,0%	4,7%
Impact des éléments non récurrents	19,4%	-23,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rentabilité des capitaux propres	-19,4%	-39,2%	-15,6%	4,3%	22,0%	24,5%	30,4%	26,8%
Taux d'inflation	12,0%	9,4%	7,7%	5,8%	2,5%	3,3%	2,7%	3,6%

Merci de votre attention

quiry@hec.fr