

Correction du cas GEA (sur 26 points)

9 décembre 2017

1/ Procédez à une analyse financière de GEA.

4 points

GEA, spécialiste des systèmes informatisés de perception de péages sur autoroutes, est une entreprise de petite taille mais déjà internationale et, surtout, le leader incontesté sur son marché de niche (part de marché de 80% en France). Bien que cotée en Bourse, elle demeure sous le quasi-contrôle familial du fondateur Serge Zaslavoglou et de sa famille directe, tant en terme actionnarial (près de 40% du capital) que de pouvoir managérial.

La société étant cotée en bourse, on supposera ses comptes audités sans réserve.

Après une décennie précédente marquée par la croissance, les 3 dernières années, dont les comptes sont fournis dans le cas, montrent une inflexion claire du développement. Le chiffre d'affaires est en retrait de près de 30 % en 2015 et depuis lors stagne, voire décline, en se situant dans la zone des 50-55 M€. On peut imaginer que ses systèmes innovants ont permis à la société de gagner dans le passé une part de marché écrasante, très difficile à encore augmenter en France, pays qui demeure son marché de référence et qui est maintenant équipé.

Du fait sans doute d'une part de coûts fixes dans le total de ses charges (notamment les charges de personnel), le « ciseau » tend à se refermer. Les marges, tant au niveau de l'EBE (EBITDA en français) que du résultat d'exploitation (EBIT outre-Manche), perdent 10 points entre 2013 et 2016, observation faite, toutefois, que le point bas observé en 2016 demeure à un niveau important, et ce d'autant que le résultat d'exploitation est sensiblement égal à l'EBE (dotations aux amortissements négligeables). La marge d'exploitation de GEA est en 2016 moins outrageusement élevée qu'il y a 3 ans mais, avec un niveau de 16 %, GEA n'est pas à plaindre.

La faiblesse des niveaux des investissements industriels (capex) et des dotations aux amortissements, soit un peu plus d'un million € chacun seulement en cumulé sur les 4 ans sous revue, montrent que GEA investit peu et maintient à peine son outil (les dotations aux amortissements cumulées étant même légèrement supérieures aux investissements). En tant que concepteur de systèmes, GEA a une très faible intensité capitalistique, avec un actif économique de faible montant, parfois voisin de zéro voire négatif (années 2013 et 2015), et séquencé uniquement par les fortes amplitudes du BFR (tantôt positif, tantôt négatif) et alors que les immobilisations nettes sont négligeables. Cette variation inattendue du BFR (mais qui n'est qu'une photo en fin d'exercice) mériterait une analyse spécifique. On remarque simplement que les « pics » de BFR (montants positifs) observés en 2014 et 2016 semblent principalement dus à des dérives dans les conditions clientèles à la fin de ces deux exercices (respectivement 103j et 99j de CA). En cumul sur les 4 années sous revue, le BFR a généré environ 4 M€ de liquidités.

Les marges élevées, l'absence d'investissements significatifs et un BFR globalement générateur de trésorerie sur la période ont conduit, sans surprise, GEA à générer un montant très élevé de liquidités, avec des flux de trésorerie disponible après charges financières qui ont représenté en cumulé 40 M€ sur la période. Cette très forte génération de cash, d'ailleurs sans doute déjà perceptible les années antérieures, explique la position de trésorerie positive (dette nette négative) de 68 M€ à fin 2016, les dividendes versés (12 M€ sur la période) n'ayant que peu consommé les importants flux de trésorerie générés. Non seulement GEA n'est pas endettée, mais c'est tout l'inverse, elle s'est comportée comme une « machine à générer des liquidités » qu'elle a, pour l'essentiel, conservées en trésorerie, avec des montants pléthoriques observés à fin 2016 (le cash de GEA est sensiblement égal à ses capitaux propres comptables).

Avec un actif économique de montant généralement faible voire négatif, et qui fluctue au gré des variations ponctuelles de fin d'année du BFR, le taux de rentabilité économique (ROCE) fournit des

indications le plus souvent non significatives. La rentabilité des capitaux propres (ROE) baisse sur la période, pour passer en dessous de 9 % en 2016 contre près de 24 % en 2013. Le niveau de rentabilité des capitaux propres demeure néanmoins appréciable, dans un contexte où l'effet de levier joue de plus en plus négativement : la société a de plus en plus de trésorerie, et cette trésorerie ne rapporte quasiment rien (moins de 1% net) dans l'environnement de taux actuels, ce qui détériore mécaniquement la rentabilité des capitaux propres.

En conclusion, GEA apparaît comme une PME dont l'activité semble arriver à maturité et qui a tous les attributs de la « vache à lait » : croissance en berne et baisse des marges, mais forte génération de cash et accumulation d'une trésorerie pléthorique.

2/ Procédez à une analyse boursière de GEA.

2 points

Avec une capitalisation boursière de 100 M€ environ, le « flottant » de 37% représente donc moins de 40 M€, soit un faible montant qui se traduit forcément par une liquidité réduite du titre GEA. On poursuivra l'analyse boursière en gardant néanmoins en tête le caveat important que le cours de bourse ne constitue pas forcément un indicateur fiable de la valeur dans ce contexte de liquidité réduite.

Après une forte croissance jusqu'à fin 2013 environ, le cours de bourse est entré dans une phase de stabilisation depuis 3 ans en se maintenant dans une bande comprise entre 70 et 90 € environ.

Les multiples de résultat d'exploitation les plus récents, bien qu'en reprise par rapport aux niveaux extrêmement faibles du creux des années 2013-2015, demeurent modestes, avec un multiple d'EBE (X EBITDA) ou un multiple de REX (X EBIT) de 4 fois sur la base de la performance 2016. Ceci s'explique à l'évidence d'abord par la performance déclinante des années passées qui ne sont pas de nature à rassurer le marché sur les perspectives de croissance des résultats de GEA dans les années à venir¹.

Le PBR (« Price-To-Book) du titre est supérieur à 1, le marché évaluant ainsi les capitaux propres un peu au-delà de leur valeur comptable. Ceci traduit le fait que le marché exige, sur ce titre qui est en fait majoritairement du « cash », une rentabilité inférieure à celle obtenue des capitaux propres comptables (8,8 % en 2016).

Compte tenu de ce qui a été dit dans l'analyse financière, le taux de distribution des dividendes est étonnamment faible, avec seulement environ 1/3 du résultat retourné aux actionnaires, et donc avec

¹ Mais ; et les développements qui suivent sont pour approfondir votre culture financière et en dehors du périmètre de ce cours ; ce niveau peut aussi s'expliquer par l'abondance du cash. Mécaniquement, la valeur de l'actif économique peut se calculer comme la capitalisation boursière (102 M€) plus la dette nette (ici négative de 68 M€), soit 34 M€ (102 - 68). Dit autrement, l'investissement des actionnaires de 102 M€ est en fait constitué d'un actif économique évalué mécaniquement à 34 M€ et d'une pile de cash de 68 M€. Donc, investir dans l'action GEA c'est investir aux 2/3 dans une simple poche de liquidités qui ne rapporte quasiment rien...

Rien ne permet d'affirmer que le marché boursier évalue le cash à sa valeur faciale. Il est au contraire possible, voire très probable, qu'il prend en compte en fait une décote sur le cash dans un contexte où celui-ci est très/trop abondant et est en plus « enfermé » dans la société. Si c'est le cas, le multiple de la valeur de l'actif économique de X4 indiqué plus haut (avec une valeur de l'actif économique calculée par différence en retenant le cash à sa valeur faciale) est peut-être ainsi artificiellement minoré par rapport à la réalité. Et donc, au final, comment se convaincre que cet énorme matelas de cash ne pénalise pas en fait la valeur boursière du titre GEA ...??

un « rendement » relativement modeste de 2,5 % à peine dans la moyenne du marché boursier français. C'est à l'évidence clairement très inférieur à ce à quoi on aurait pu s'attendre pour un titre « vache à lait » de cette nature.

Au total, un titre boursier qui, d'une certaine manière, devrait s'apparenter à une « valeur de rendement », mais qui n'en a en fait pas les attributs (rendement faible). On peut se demander si sa valorisation n'est pas non seulement due à la faiblesse des perspectives de rentabilité futures, mais également à une structure financière assez caricaturale (2/3 de la valeur constituée de simples liquidités) et à un flottant limité.

3/ Retrouver le calcul du multiple du résultat d'exploitation 2016 qui vous est donné en annexe 2. 0,5 point

Valeur de l'actif économique
= Valeur des capitaux propres + Valeur de la dette financière nette
= capitalisation boursière + valeur comptable de la dette financière nette
= 102 + - 68
= 34 M€

Remarque : on fait ici l'hypothèse que la valeur de la dette financière nette est égale à sa valeur comptable. Par ailleurs, comme vu en 1, la dette financière nette est négative, car elle correspond à une situation de trésorerie nette positive

Multiple du résultat d'exploitation 2016 = Valeur de l'AE / Rex 2016 = 34 / 8,0 = 4,3x

4/ Quelle est l'anticipation implicite des investisseurs derrière ce niveau de multiple du résultat d'exploitation, sachant que celui que l'on peut observer pour l'ensemble de la bourse de Paris est de l'ordre de 10 ? 0,5 point

Le niveau particulièrement faible du multiple de GEA s'explique, a priori, principalement par des anticipations de croissance négative sur le Rex de GEA dans les prochaines années (cf. évolution historique analysée en 1) et par les risques induits par cette érosion des marges.

5/ Quel est le pourcentage de la capitalisation boursière de GEA qui est expliqué par la trésorerie nette du groupe ? 0,5 point

La trésorerie nette du groupe s'élève à 68 M€ et représente 67 % environ de la capitalisation boursière (102 M€), un niveau particulièrement élevé : la valeur résiduelle de l'actif économique de GEA ne correspond qu'à 1/3 de la richesse d'un actionnaire de GEA.

6/ Quels sont les facteurs liés à l'activité de GEA et le facteur lié à des décisions financières qui expliquent le niveau de trésorerie nette de GEA ? 1,5 point

L'activité de GEA est fortement génératrice de flux de trésorerie (profil de « vache à lait » qui a atteint sa maturité et est entrée en décroissance) malgré des variations annuelles significatives liées à la variation du BFR : elle a généré plus de 40 M€ de flux de trésorerie cumulés sur 2013-2016. Comme les investissements sont marginaux sur la même période (à peine plus d'1 M€ cumulé) du fait de l'absence de développements significatifs, l'entreprise a dégagé des excédents significatifs de trésorerie qui n'ont été employés que partiellement à travers le versement de dividendes (12 M€ cumulés). Comme il est fort probable que l'entreprise n'était déjà pas endettée début 2013, ces excédents de trésorerie ont donc principalement servi à renforcer la trésorerie déjà importante de GEA.

On peut en particulier être surpris par le faible taux de distribution aux actionnaires de GEA (29 % en 2013 – 39 % en 2016, avec une surprenante baisse du dividende par action en 2014, réduit de 3,35 € à 2,1 €). Les caractéristiques de la société (fort excédent de trésorerie, absence d'opportunité d'investissement, etc.) en font, en effet, une candidate idéale à une politique de distribution à ses actionnaires plus généreuse (taux de distribution, rachat d'actions, etc.) sans que l'entreprise en soit pénalisée en quoi que ce soit.

7/ Qu'est-ce qui explique que le multiple du résultat d'exploitation 2016 de GEA soit si différent du PER 2016 ? **1 point**

Si le multiple du résultat d'exploitation de GEA est particulièrement faible, ce n'est pas le cas du PER (16x). Cela s'explique par la rentabilité de la trésorerie de GEA qui est un élément déterminant du PER et non du multiple de résultat d'exploitation. Dans le contexte actuel de taux d'intérêt très faibles, la trésorerie de GEA rapporte très peu et contribue donc peu au résultat net (983 de produits financiers en 2016 sur un résultat avant impôt de 7 978), alors que la trésorerie contribue à hauteur des deux-tiers à la valeur des capitaux propres. D'où un PER élevé, puisque les investisseurs valorisent la trésorerie nette qui fait les 2/3 des actifs alors qu'elle ne rapporte quasiment rien. Quant au multiple du résultat d'exploitation, il s'applique seulement à un tiers des actifs de GEA (l'actif économique, hors la trésorerie) et est faible compte tenu des perspectives de l'activité.

8/ Si le coût du capital de GEA est de 8 % pensez-vous que le coût de ses capitaux propres soit supérieur, inférieur ou identique à 8 % ? Pourquoi ? **0,5 point**

Le coût des capitaux propres est ici inférieur au coût du capital de 8 % car le risque porté par les actionnaires est inférieur au risque global de l'activité puisqu'une partie du patrimoine des actionnaires est sécurisée par la trésorerie nette disponible qui normalement ne présente pas de risque. Une autre façon de voir cela serait de considérer la formule du CMPC (coût moyen pondéré du capital), $k_{CP} \times V_{CP}/(V_{CP}+V_D) + k_D \times (1 - IS) \times V_D/(V_{CP}+V_D)$ et de se rendre compte que si $V_D < 0$, alors le CMPC est nécessairement supérieur au coût des capitaux propres (puisque $V_{CP}/(V_{CP}+V_D) > 1$)

9/ Compte tenu de la rentabilité des placements de trésorerie obtenue par GEA, dont le taux vous est donné dans l'annexe 1, tableau des rentabilités, pensez-vous que celle-ci soit placée dans le contexte actuel de taux d'intérêt comme une trésorerie à vue ? Est-ce que cela porte à conséquence dans le cas de GEA ? L'annexe 5 pourra vous être utile. **1 point**

Selon les données de l'annexe 1, GEA obtient un rendement, sur le placement de sa trésorerie nette, inférieur ou égal à 1% sur la période (et 1% en 2016).

Au-regard de la courbe des taux présentée en annexe 5, nous pouvons en déduire que GEA ne place pas cette trésorerie nette comme une trésorerie à vue puisque les taux sont négatifs jusqu'à une maturité de 9 ans en septembre 2016 et jusqu'à une maturité de 4 ans en septembre 2015.

Pour obtenir un tel rendement, GEA a donc une politique de placement plus risquée en termes de signatures et/ou plus longue en termes de maturité (au moins 10 ans si placement en obligations d'Etat françaises).

Compte-tenu du niveau très élevé de cette trésorerie nette (cf. analyse de la Q1.), cette prise de risque supplémentaire (et *a priori* non débridée – rendement $\leq 1\%$) ne porte pas à conséquences dans le cas de GEA car celui-ci conserve un matelas de sécurité plus qu'abondant (le risque de liquidité est quasi nul) tout en recherchant un surcroît de performance pour essayer d'atténuer un effet de levier qui joue négativement ici (cf. Q1).

10/ Calculez la rentabilité marginale des capitaux propres de GEA pour 2014, 2015 et 2016. Qu'en pensez-vous ? Quelles sont les deux raisons qui expliquent ces niveaux ? **2 points**

La rentabilité marginale des capitaux propres mesure, comme son nom l'indique, le supplément de résultat net causé par un réinvestissement des résultats dans l'entreprise, puisque l'augmentation des capitaux propres comptables de GEA ne s'explique que par le réinvestissement de la partie du résultat net non versée sous forme de dividendes aux actionnaires.

Elle se calcule comme le rapport de la différence entre le résultat net N et le résultat net N-1 divisée par la différence entre le montant comptable des capitaux propres N et les capitaux propres N-1.

Calcul

	2014	2015	2016
Résultat net année N (K€)	8 132	7 769	6 889
Résultat net année (N-1) (K€)	13 415	8 132	7 769
Résultat net marginal (K€)	-5 283	-363	-880
Capitaux propres année N (K€)	62 903	68 164	72 546
Capitaux propres année (N-1) (K€)	58 774	62 903	68 164
Capitaux propres marginaux (K€)	4 129	5 261	4 382
Rentabilité marginale des capitaux propres	-128%	-7%	-20%

Commentaire

Depuis 3 ans, la rentabilité marginale des capitaux propres de GEA est négative, ce qui signifie que GEA réinvestit ses résultats, nets des dividendes versés, à perte ! En l'absence de relais de croissance, GEA ferait mieux de « rendre l'argent aux actionnaires », à charge pour eux d'investir dans des entreprises qui ont des projets de développement et sont à la recherche de capitaux propres dont elles ont besoin, plutôt que le thésauriser au bénéfice (i) d'un actif économique en décroissance et dont les marges s'érodent (cf. Q1.) et (ii) de placements financiers dégageant une rentabilité faible (moins de 1%).

11/ Calculez de combien s'est accrue la capitalisation boursière de GEA de 2013 à fin 2016 et mettez en rapport ce chiffre avec l'accroissement des capitaux propres comptables sur la même période. Qu'en pensez-vous ? **1,5 point**

Calcul

	2013	2016	2016/2013
Capitalisation boursière (M€)	96	102	6%
Capitaux propres (M€)	59	73	24%

Commentaire

Sur la période 2013-2016, la capitalisation boursière de GEA n'a crû que de 6 % alors que dans le même temps, ses capitaux propres augmentaient de 24 %. Cette évolution traduit la destruction de valeur sur la période pour les actionnaires de GEA, constatée à la question précédente (Q.10) : la rentabilité marginale des capitaux propres étant négative, le rythme d'évolution de la capitalisation boursière de GEA ne peut qu'être inférieur à celui de ses capitaux propres. Alors que les actionnaires ont réinvesti 14 M€ dans GEA (différence des capitaux propres comptables sur la période), ce réinvestissement ne s'est traduit que par une progression de 6 M€ (différence de la valeur des capitaux propres sur la période), soit environ moitié moins.

12/ Dans ces conditions, que pensez-vous de la politique de distribution de dividendes de

GEA ?

1 point

Qu'elle est très mauvaise pour le patrimoine de ses actionnaires car destructrice de valeur ! A défaut de trouver de nouveaux relais de croissance, GEA ferait mieux de « rendre l'argent aux actionnaires » en distribuant 100 % de son résultat et en versant un dividende exceptionnel pour purger la trésorerie qui excède un niveau adéquat et justifiable de sécurité.

13/ Quel serait l'impact d'un dividende exceptionnel de 70 M€, réduisant d'autant la trésorerie nette de GEA, sur :

a/ les capitaux propres comptables de GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

Une réduction du même montant des capitaux propres comptables *via* la diminution des réserves.

b/ le coût du capital de GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

Sans changement. Le coût du capital ne dépend que du risque de l'actif économique. Or, par cette opération, seule la structure financière de GEA serait impactée.

c/ le coût des capitaux propres de GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

Le coût des capitaux propres augmenterait car suite à cette opération, pour un profil de risque de l'actif économique inchangé, la structure financière de GEA serait plus risquée pour les actionnaires (disparition du matelas de sécurité constitué par la trésorerie nette).

d/ le montant comptable de l'actif économique de GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

Sans changement. Pour rappel : $AE = \text{Actifs immobilisés} + \text{BFR}$; ces deux postes restant inchangés après l'opération. (Remarque : on a aussi $AE = CP + \text{Dette nette}$; observons alors que l'opération serait un jeu à somme nulle – cf. Q13.a, la dette nette augmentant d'un montant correspondant exactement à celui de la baisse des capitaux propres).

e/ le risque de l'action GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

Le risque de l'action GEA serait plus important (cf. Q13.c).

f/ le risque du patrimoine d'un actionnaire détenant 1 % de GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

Sans changement. En effet la participation GEA d'un actionnaire se transformerait au sein de son patrimoine en un ensemble composé d'actions GEA plus risquées du fait d'une dette nette légèrement positive post versement du dividende, mais avec l'apparition concomitante de liquidités, sans risque, représentant sa quote-part des liquidités de GEA avant distribution du dividende.

g/ la solvabilité de GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

La solvabilité de GEA serait dégradée : en effet, la solvabilité dépend (i) de la valeur liquidative des actifs et (ii) de l'importance des dettes. L'opération aurait ici une incidence sur les deux points : disparition des actifs dont la valeur liquidative est évidente et accroissement du niveau des dettes nettes qui deviendraient positives.

h/ la liquidité de l'entreprise GEA. Pourquoi ? **0,5 point**

La liquidité de GEA serait dégradée : passage d'une situation de trésorerie nette massive à une situation de dettes nettes légèrement positives.

i/ la rentabilité économique de GEA. Pourquoi ?

0,5 point

Sans changement. Pour rappel : Rentabilité économique = Résultat d'exploitation x (1- taux d'IS) / AE ; le numérateur et le dénominateur restant inchangés après l'opération.

j/ la rentabilité des capitaux propres de GEA. Pourquoi ?

0,5 point

La rentabilité des capitaux propres augmenterait. Avant l'opération, la rentabilité des capitaux est tirée de la rentabilité très élevée de l'AE d'une part et de la rentabilité très faible du placement de la trésorerie nette d'autre part (avec un effet de levier négatif important). Après opération, la rentabilité des capitaux propres serait tirée toujours de la rentabilité très élevée de l'AE et bénéficierait en plus d'un léger effet de levier positif (dette nette légèrement positive).

14 / En quoi l'ISF, l'Impôt de Solidarité sur la Fortune, dont quelques caractéristiques vous sont données en annexe 4, peut-il expliquer le taux de distribution des dividendes de GEA ?

1 point

Dans la mesure où une participation dans une entreprise dans laquelle des personnes physiques exercent des fonctions de direction est exonérée d'ISF et qu'au contraire les liquidités que détiennent ces personnes physiques sont imposables à leur niveau, les dirigeants peuvent avoir fiscalement intérêt à ne pas verser de dividendes qui seraient imposés à l'ISF et à l'impôt sur le revenu et à laisser les disponibilités correspondantes dans l'entreprise où elles ne sont pas soumises à l'ISF. D'où le taux de distribution très faible de GEA par rapport aux flux de trésorerie disponibles générés par l'entreprise.

15 / En quoi le recentrage de l'ISF sur la taxation des seuls biens immobiliers voté ces jours-ci par le Parlement pourrait-il faire évoluer la structure financière de GEA ?

1 point

La transformation de l'ISF en un impôt sur la fortune immobilière (IFI) fait que les liquidités ne sont plus taxées à ce titre. Il n'y a donc plus d'intérêt fiscal à garder des liquidités pour des montants pléthoriques au sein de l'entreprise. Rationnellement, on devrait s'attendre à une hausse significative du taux de distribution / le versement d'un dividende exceptionnel / un rachat d'actions massif pour réduire cette trésorerie massive et oisive.

16 / Pensez-vous que l'évolution de la structure financière de GEA évoquée à la question 15 soit saine pour ses actionnaires ? Pour l'économie plus généralement ? Pourquoi ?

1 point

Oui, car la présence d'une trésorerie aussi massive et oisive a sûrement des effets négatifs sur la motivation des collaborateurs (à quoi cela sert-il de se décarcasser si le fruit des efforts conduit simplement à accroître cette masse de cash ?), cf. la théorie de l'agence.

Par ailleurs, si GEA avait versé des dividendes beaucoup plus importants, la famille Zaslavoglou aurait certes payé des impôts dessus, mais aurait pu utiliser ces liquidités nettes d'impôts pour acheter des actions GEA de sorte à conforter son contrôle (elle ne détient que 38 % du capital). Vu la progression de la valeur de l'action GEA (multipliée par 9 en 10 ans), son patrimoine serait bien plus conséquent qu'il ne l'ait aujourd'hui avec ces liquidités qui rapportent du 1 % au mieux. Comme quoi, il y a une morale. L'optimisation fiscale n'est pas toujours la meilleure solution.

Au niveau plus macro-économique, il s'agit d'un gaspillage de capitaux propres qui se trouvent investis dans des actifs sans risque alors que la vocation des capitaux propres est de financer le risque. En thésaurisant sans aucune utilité, GEA prive des entrepreneurs de capitaux propres qui leur seraient utiles pour financer de nouveaux projets contribuant à la croissance et au progrès. C'est donc un comportement anti-économique. C'est ce qui fait dire à Warren Buffett que « thésauriser, c'est comme garder le sexe pour ses vieux jours ».

17/ Que pensez-vous de la pertinence pour la famille Zaslavoglou de la cotation boursière de

GEA ?**1 point**

La cotation boursière permet à une entreprise de pouvoir se financer plus aisément en pouvant procéder, si besoin, à des augmentations de capital. Elle accroît aussi la réputation de l'entreprise auprès de ses parties prenantes, c'est un gage de sérieux. Enfin, elle permet aux actionnaires de pouvoir accéder à une liquidité s'ils souhaitent céder des actions.

Dans le cas de GEA qui n'a pas besoin de liquidités supplémentaires (!), pour une famille qui n'a visiblement pas besoin de liquidités (sinon sa politique de distribution de dividendes serait différente), la cotation en bourse n'apporte pas grand chose, sinon des contraintes et des coûts. La cotation boursière de GEA n'apparaît donc pas particulièrement pertinente.

18/ Quels pourraient être les conseils que vous pourriez donner à la famille Zaslavoglou ?**1 point**

Essayer de trouver des relais de croissance dans des métiers connexes.

Sortir de bourse en utilisant la trésorerie oisive de GEA pour racheter les minoritaires, par exemple avec une OPRA (offre publique de rachat d'actions) à laquelle la famille ne participerait pas.

Alternativement, si elle voulait garder la cotation boursière, verser un dividende exceptionnel pour purger la trésorerie oisive.

En tout état de cause, adopter un taux de distribution des dividendes proche de 100 %.