

PRATIQUER
LA FINANCE

**EN 12 CAS
D'ENTREPRISES**

Laurent Pierandrei

PRATIQUER
LA FINANCE

**EN 12 CAS
D'ENTREPRISES**

AXA, AIRBUS, BNP PARIBAS...

DUNOD

À Nina, pour son soutien indéfectible durant de toutes ces années.

Direction artistique : Élisabeth Hébert

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du

Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, 2020

11, rue Paul Bert, 92240 Malakoff
www.dunod.com

ISBN 978-2-10-080990-5

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2^o et 3^o a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

SOMMAIRE

Avant-propos	IX
Cas 1 – Veolia Comment apprécier la rentabilité financière d'un groupe dans sa globalité, par rapport à sa stratégie ?	1
Cas 2 – LVMH Comment évaluer de manière pertinente les marques, les filiales et la holding d'un groupe coté en Bourse ?	23
Cas 3 – BNP Paribas Tester la solvabilité et la liquidité d'un établissement bancaire.	40
Cas 4 – Airbus Tester la rentabilité d'un projet d'investissement.	60
Cas 5 – Gemalto Comment mesurer la performance du chiffre d'affaires et améliorer la rentabilité financière de l'entreprise ?	79

Cas 6 – Société Générale	
Comment optimiser la gestion du crédit dans le bilan de la banque en contrôlant le risque ?	93
Cas 7 – Crédit Agricole	
Comment appréhender la gestion du risque opérationnel et du risque de marché ?	115
Cas 8 – Danone	
Comment réaliser une fusion à l'intérieur d'un groupe ?	135
Cas 9 – Renault	
Comment les normes IFRS impactent-elles les actifs, la liquidité et la valeur de l'entreprise ?	148
Cas 10 – Sanofi	
Comment gérer les différents risques auxquels le groupe est exposé ?	170
Cas 11 – Bouygues	
Comment maintenir la rentabilité et variabiliser le taux d'intérêt d'une dette à long terme ?	197
Cas 12 – AXA	
Comment minimiser les impacts négatifs des risques spécifiques d'un assureur ?	218
Bibliographie	247
Index	249

	Analyse financière	Comptabilité financière	Couverture des risques	Échange et rachat d'actions	Évaluation	Fusion	Gestion du cash	Gestion de la dette	Ingénierie financière	Intruments financiers	Investissement & financement	LBO	Politique du dividende	Stratégie financière	Titrisation
1. Veolia	● ● ●														
2. LVMH					● ●				● ●					● ●	
3. BNP Paribas	● ● ●							● ● ●	● ●	● ●		● ●			
4. EADS		●	● ●							● ●	● ●				
5. Gemalto	● ●			● ●						● ●			● ●	● ●	
6. Société Générale			● ●				●		●	● ●					● ● ●
7. Crédit Agricole			● ●					● ●		●					
8. Danone	●	● ●			●	● ● ●			● ●				●	● ●	
9. Renault	● ●	● ●			●		● ●	●						● ●	
10. Sanofi			● ●				● ●			● ●					
11. Bouygues			● ●					●	●	● ●	● ● ●		●	●	
12. Axa		●	● ●		●			●		● ●				●	

AVANT-PROPOS

1 Qu'est-ce que la *corporate finance* ?

Partout dans le monde, l'argent, et plus généralement la finance, a pris une place de plus en plus importante dans nos vies et nos sociétés. En procédant à une généalogie de la finance, trois caractéristiques fondamentales semblent expliquer cette irréductible ascension : l'invention de la monnaie comme réserve de valeur, le contrôle de l'information comptable et financière, et la conceptualisation mathématique de la notion de risque.

Aristote décrit ce rôle abstrait que joue la monnaie en lui conférant trois fonctions utilitaires : unité de compte, intermédiaire des échanges et réserve de valeur. Des progrès technologiques alliés à la croissance économique vont faire évoluer plus loin ces fonctions de base. La monnaie électronique et ses paiements sécurisés sur Internet ont totalement dématérialisé l'argent (fiduciarisation et virtualisation) et démultiplié les moyens et modalités d'échange et de transfert entre agents économiques. L'accumulation de richesses et l'expansion du patrimoine financier mondial ont transformé la monnaie en un bien propre (au-dessus des autres dans l'échelle des valeurs). Déconnecté de l'économie réelle, il est demandé pour seul motif de spéculation ou comme rempart contre le risque d'insolvabilité et d'illiquidité. De plus, l'attente de revenus futurs, estimés par l'actualisation et la capitalisation, confère une valeur temps à l'argent épargné.

L'histoire économique est indissociable de la volonté de contrôler une information comptable fiable et homogène. Parce qu'il classe et évalue les

transactions dans un format conventionnel, le comptable produit une information pertinente qui est à la base de toutes les analyses et décisions financières. Cette information vérifiée, documentée et certifiée est réputée de qualité.

L'apport des différentes disciplines liées à la science du risque a été fécond pour le domaine de la finance, tant sur le plan mathématique (pour la formalisation du risque) et économique (en termes de rapport coût-bénéfice et de choix) que psychologique (perception du risque et biais cognitifs). Avec la généralisation des principes de risque neutre et d'arbitrage risque/rentabilité, la finance reste indissociablement liée au concept de gestion du risque.

La finance d'entreprise (corporate finance) va ainsi bâtir sa théorie sur la notion de valeur confrontée au temps, au risque et à la qualité de l'information.

Comment répartir des ressources limitées entre différents projets en compétition ? Ceux-ci créent-ils ou détruisent-ils de la valeur pour l'entreprise ? L'investissement doit-il être réalisé par la dette ou le capital ? Sur des critères de rentabilité, solvabilité et liquidité, l'entreprise peut-elle être jugée saine financièrement de manière fiable, et à quels facteurs de risques est-elle exposée ? Comment l'entreprise optimise-t-elle ses flux de trésorerie et quelle part de bénéfices peut-elle prélever pour le versement des dividendes ?

Dans un environnement de compétition globale, l'entreprise doit grandir (croissance) tout en pérennisant son activité (continuité d'exploitation).

Elle est confrontée à une logique d'accroissement (profit, valeur, part de marché) et à une logique d'adaptation (offre de produits innovants en phase avec la demande, stratégies gagnantes et maîtrise des facteurs de risques). Elle se doit de réussir au risque de disparaître.

En utilisant les outils conceptuels des mathématiques financières, la comptabilité financière et l'ingénierie juridique, fiscale et financière, la discipline de corporate finance va élaborer des techniques et des modèles afin de relever les défis qui se posent à l'entreprise :

- allocation efficiente des actifs (investment policy) ;
- pertinence des décisions d'investissement (capital budgeting) ;
- recherche et amélioration des conditions de financement (source of capital) et gestion de la dette (debt management) ;
- arbitrage entre croissance organique et croissance externe (internal and sustainable growth, merger & acquisition) ;
- maximisation des profits et création de valeur actionnariale (shareholders' value) ;
- optimisation de la structure du bilan et prévention des risques de rentabilité, liquidité et solvabilité (financial analysing and risk management) ;
- gestion optimale de la trésorerie et couverture des risques (cash-flow management and hedging) et politique de rémunération (dividend policy) ;

- maîtrise du système d'information comptable et financière (financial and management accounting), contrôle des procédures et des normes dans les meilleurs délais et à moindre coût (internal control and reporting, accounting standards).

2 Les nouveaux enjeux de la corporate finance

La financiarisation des entreprises est indissociable de l'essor des marchés financiers qui sont eux-mêmes alimentés en grande partie par l'émission de titres corporate (actions, obligations, certificats de dépôts et billets de trésorerie).

Apparus dans l'Antiquité et réhabilités à la fin du Moyen Âge avec l'autorisation du prêt à intérêt, les marchés financiers vont se développer avec la mondialisation et le capitalisme financier du xix^e siècle jusqu'au krach de 1929. Ils vont connaître un nouvel essor dans les années 1970 avec les changes flottants et le financement des déficits budgétaires américains. S'ensuivra une croissance sans précédent due à la désintermédiation des années 1980, aux innovations techniques et l'abondance de liquidités des années 1990 et 2000. Cette période verra la répétition de crises bancaires, monétaires ou financières d'intensité variable, débouchant sur la crise des subprimes (2007-2008) puis celle des dettes souveraines qui vont ralentir durablement l'économie mondiale.

Malgré leur instabilité incontrôlable, les marchés financiers restent indispensables à l'économie. Ils assurent en effet de nombreuses fonctions, dont notamment :

- le financement et la valorisation des entreprises et émetteurs publics ;
- l'ouverture et l'interconnexion des circuits internationaux aux États emprunteurs, banques, et investisseurs institutionnels ;
- la couverture des risques financiers (sur matières premières, change, taux d'intérêt et actions) ;
- la prospérité d'une activité créatrice de centaines de milliers d'emplois à forte valeur ajoutée ;
- la réallocation de rendements et risques sur l'épargne d'une population mondiale dont le patrimoine global et l'espérance de vie sont en expansion ;
- les conditions favorables de négociations (émission, échange, cotation) des titres avec l'assurance d'une liquidité abondante ;
- la synthèse de l'information produite par l'économie réelle.

Les marchés financiers ne peuvent fonctionner sans une confiance solide dans le système. Celle-ci repose sur un cadre légal strict, une hyperspécialisation des professionnels et des réseaux informatiques performants.

La fin du xx^e siècle a vu triompher la fonction finance dans les grandes entreprises du monde entier. Le phénomène, amorcé dans les années 1980, va

prendre différentes formes qui atteignent leurs points culminants dans les années 1990 :

- complexification des montages juridico-financiers à fort effet de levier, et planification internationale du transfert des profits dans les juridictions les moins contraignantes sur les plans juridique et fiscal ;
- innovation permanente des instruments financiers (actifs, passifs ou dérivés) et utilisation à des fins purement spéculatives des produits assurantiels et de couverture ;
- recours massif à la comptabilité créative et au détournement des règles de manière plus ou moins légale (pratiques allant du *window-dressing* à la fraude comptable) ;

déréglementation poussée par les lobbies de l'industrie et de la banque, servie par une idéologie nord-américaine et européenne ultralibérale ;

- accroissement des inégalités patrimoniales (explosion des rémunérations et stock-options, survalorisation des actifs financiers, etc.) et de l'asymétrie d'information exacerbée entre les acteurs économiques à de multiples niveaux ;
- course à la taille critique (mégafusions dans l'industrie et les services, *Too big too fail* dans les banques, mondialisation des stratégies des groupes, etc.) ;
- découplage entre l'industrie financière et l'économie réelle.

La finance étant amoral par essence, l'économie financière s'est alors éloignée de l'éthique. La dette atteignant des niveaux préoccupants, l'État-providence commença à se fissurer, tandis que l'hyperpuissance américaine voyait naître de nouvelles menaces susceptibles de remettre en cause son hégémonie tant sur le plan géopolitique (montée de l'islamisme radical) qu'économique (croissance durable des économies émergentes).

Le ^{xxi}e siècle s'ouvre alors sur un basculement du monde qui remettra en question les exubérances du monde de la finance. Et c'est aux États-Unis que se situera l'épicentre de ces crises : éclatement de la bulle Internet et scandales boursiers (2000-2003), attentat des tours du World Trade Center (2001), crise des *subprimes* et faillite de la banque *Lehman Brothers* (2007-2008), puis, à partir de 2009, crise de la dette en grande partie due au sauvetage des banques (*quantitative easing*) qui s'exporte en Union européenne pour déboucher sur la crise de l'euro.

La plupart des économies vont entrer en récession avec un chômage massif et un sous-investissement généralisé. La détente monétaire qui n'arrive pas à trouver une sortie de la crise amplifie l'instabilité financière, tandis que le creusement des déficits budgétaires, l'absence de politique d'investissement créatrice d'emplois et l'excès d'austérité fiscale étouffent les frémissements de la reprise.

Les tentatives de réglementations (souvent trop lentes et mal coordonnées) vont se multiplier sur plusieurs fronts : normatif (IFRS), prudentiel (Bâle, Solvency),

autocontrôle (SOX, LSF), régulateur et stabilisateur (Dodd-Frank Act, MSE et Union bancaire, lutte contre l'évasion fiscale, etc.). Elles ne parviennent cependant pas à rétablir un équilibre de confiance dans un système dont l'intégrité et la stabilité semblent être durablement compromises.

Dans ce contexte, les fondamentaux même de la finance d'entreprise ont été ébranlés. Et tandis que les techniques financière et la langue comptable sont devenues très sophistiquées, tandis que l'environnement reste profondément marqué par l'instabilité économique qui entretient une réglementation changeante, de nouveaux enjeux de l'analyse financière apparaissent : maîtrise accrue des risques, contrôle du *big data* et l'intégration poussée des systèmes d'information, positionnement par rapport à la RSE, pression pour maintenir, coûte que coûte, dans un contexte hyper-compétitif, croissance et création de valeur de manière plus positive, responsable et durable.

La finance d'entreprise engage alors une réflexion stratégique et organisationnelle qui fait bouger les repères : la fonction administration et contrôle se déplace vers une fonction plus stratégique et plus responsable qui doit s'inscrire dans une éthique et la conformité aux règles de droit, tandis que les techniques financières et les processus débouchent sur des opérations porteuses de plus de valeur, mieux ancrées dans les fondamentaux et productrices d'une information plus qualitative et plus intelligente.

Face aux mutations d'une économie devenue plus mondiale, plus digitale et plus instable, les directions financières doivent s'adapter à maîtriser davantage la dimension réglementaire et normative, à renforcer les compétences, tant au niveau global que local, ancrées sur une culture de la rentabilité et du cash et à améliorer la qualité de l'information pour une meilleure prévention des risques et prise de décision.

Passant de la conduite de grands projets ERP dans lesquels la réduction des tâches à faible valeur ajoutée et la sécurisation des procédures étaient la priorité à la gestion de projets transversaux très connectés aux opérations (services partagés, *lean management*, délocalisation de fonctions, transformation digitale), l'organisation même de la fonction finance est devenue plus internationale et plus technologique.

3 Méthodologie de l'ouvrage

Dans la vie quotidienne, nous résolvons la plupart des problèmes en ayant recours à notre expérience. Des solutions qui ont été efficaces dans des situations semblables nous reviennent en mémoire pour être adaptées à la situation actuelle... contribuant ainsi à renforcer notre expérience. La démarche par étude de cas relève de la même logique.

L'objet de l'étude de cas est d'abord de rendre compte du réel. Qu'il soit le résultat d'expériences vécues, d'observations prises sur le terrain ou la narration d'événements fictifs inspirés de faits réels documentés, le cas expose une situation-problème ancrée dans la réalité, afin de stimuler des solutions concrètes. Le cas devient ainsi un instrument de formulation de propositions pour l'action. En faisant une analogie avec les heures passées sur un simulateur de vol par l'apprenti pilote, l'entraînement répété aux études de cas prépare de manière efficace et durable l'apprenant à l'exercice d'une profession. En effet, ce travail va contribuer à former des schémas de pensée et ancrer des automatismes pour résoudre des problèmes qui seront mobilisés lorsque le jeune professionnel sera confronté à des situations réelles inédites.

Sur le plan pédagogique, l'étude de cas est ainsi un moyen efficace d'apprendre.

En évoquant ces éléments de vécu et la complexité des situations réelles, le cas enrichit l'expérience propre et confronte le jugement à l'analyse de relations compliquées construites sur des données de terrain. Ce jugement critique ainsi mobilisé va s'exercer à l'analyse des faits ou à la conceptualisation, à la formulation d'un diagnostic ou à la prise de décision en arrêtant un choix sur une solution optimale. Il s'opère alors un recadrage des faits en référence à un répertoire de savoirs (connaissances ou expériences passées) puis une mise en perspective de ceux-ci dans une planification d'actions futures. Le cas permet une compréhension plus large et une meilleure appropriation du sujet d'étude.

L'ouvrage rassemble 12 études de cas inspirés d'entreprises dans des domaines d'activités variés : agroalimentaire (Danone), assurance (Axa), banque (BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale), construction (Bouygues), énergie et environnement (Veolia), industrie (Airbus, Renault), informatique (Gemalto), luxe (LVMH), et pharmacie (Sanofi).

Les cas sont construits sur une problématique financière à laquelle est confrontée l'entreprise : diagnostic et évaluation, investissement et financement, ingénierie financière et optimisation de la valeur, gestion de trésorerie et des risques, stratégie financière et politique du dividende.

Par souci didactique, chaque cas expose de manière synthétique un problème original sur un thème spécifique de *corporate Finance*.

L'entreprise est présentée avec sa problématique. Des annexes fournissent des informations complémentaires et une série de questions est posée afin d'assister le lecteur dans la rédaction de sa réponse à la problématique donnée. Enfin, à titre indicatif, un corrigé détaillé est proposé, formulant les réponses dans l'ordre des questions posées.

Le cas n'est ni une enquête, ni un compte-rendu, ni une recherche historique, mais l'objet d'une étude visant à acquérir une pratique. Le point de conclusion

de la démarche n'est donc pas de rapporter fidèlement et au plus juste une expérience vécue, mais de construire une expérience de pensée dans laquelle des éléments réels se mettent au service de l'imaginaire. Afin d'appréhender le réel sans se perdre dans sa complexité, chaque cas est traité de manière virtuelle, c'est-à-dire en filtrant les données publiées par l'entreprise qui rendent compte d'activités et d'opérations passées, puis en les complétant, pour les besoins du cas, par des données fabriquées par l'auteur.

L'ensemble est ainsi fortement cohérent et synthétique : seules les données strictement nécessaires à l'application de méthodes de résolution de cas sont fournies au lecteur, tandis que les différentes sources sont indiquées en annexe.

L'ensemble est également d'une grande clarté et très utile, dans la mesure où toute l'information de qualité est disponible – que celle-ci soit inspirée par des données collectées, extrapolées ou imaginées – dans le seul but de faciliter la compréhension du problème et d'y apporter une solution.

De plus, la confidentialité est assurée : seules les données publiées (et vérifiables) dans la communication externe de l'entreprise sont utilisées comme source d'information produite par l'entreprise.

Enfin l'ouvrage reste entièrement une création de l'auteur, qui en assume pleinement la propriété intellectuelle et la liberté d'expression. Les données et les opérations exposées sont en partie réelles et en partie imaginées. Les solutions préconisées par l'auteur ne sauraient donc être exactement ramenées à des activités et des événements passés ou en cours au sein de l'entreprise, ni témoigner d'une réalité ou d'un jugement de celle-ci sur ces faits.

En vous remerciant par avance de lire ce livre et en vous en souhaitant une bonne lecture.

Conseils pour la résolution d'une étude de cas

La rédaction d'une étude de cas obéit à certaines règles de compréhension d'un problème et d'organisation de la pensée.

L'étude de cas a en commun avec la dissertation sa construction sur la base d'une problématique. Mais si la dissertation développe avant tout un argumentaire en vue d'élargir le débat, l'étude de cas s'attaque directement au problème afin de dégager des solutions orientées vers l'action. L'analyse du cas doit être construite avec méthode et de manière structurée, c'est-à-dire être claire et compréhensible, mais aussi critique et ouverte.

En finance d'entreprise, l'étude de cas se construit sur la synthèse d'informations :

- de nature hétérogène (données historiques vs données prévisionnelles, données individuelles versus données consolidées, variables vs paramètres, etc.) ;
- de formes diverses (chiffres, tableaux, graphiques, comptes rendus, etc.) ;
- de sources multiples (stratégie, activités commerciales, droit, comptabilité, marchés financiers, etc.).

Certaines données sont directement extraites des annexes, tandis que d'autres doivent être produites au moyen de calculs intermédiaires, ou être rapprochées ou mise en perspective de façon à fournir une indication complémentaire.

La résolution de l'étude de cas répond à une démarche rigoureuse. Il n'existe pas de solution unique. Au final, le résultat doit être cohérent, pertinent et convaincant. Ce sont les seuls critères d'excellence.

La première étape consiste à définir et à analyser le problème. Ceci est permis par la première lecture rapide, puis par la relecture attentive du sujet, qui opère un repérage des données. Pour cela, l'information doit être maîtrisée par l'acquisition solide de compétences de base : recherche de l'information essentielle, identification des sources appropriées et compréhension rapide des éléments produits, tri/classification et traitement pertinent et efficace de l'information, analyse du contenu, recoupement et mise en relation des différents éléments. Durant cette phase, de nombreuses connaissances (acquises ou à approfondir) sont mobilisées. De même, il est procédé à un inventaire des concepts, formules de calculs et outils méthodologiques qui seront utiles à la résolution du cas.

La seconde étape est le traitement du problème qui marie structuration générale du problème et analyse pertinente et détaillée des faits ; en s'appuyant sur un raisonnement logique et construit, une évaluation quantitative et une appréciation qualitative des faits, des solutions originales sont avancées. Comme le but recherché est de convaincre, chaque décision se doit d'être justifiée.

La dernière étape se termine par la formulation de recommandations stratégique et opérationnelle, suivie d'un questionnement ouvert invitant les destinataires de l'étude à réagir aux conclusions et à apporter leurs vues et opinions sur les éléments soulevés dans l'exposé.

CAS 1

VEOLIA

Présentation du cas

Problématique

Comment apprécier la rentabilité financière d'un groupe – dans sa globalité, par rapport à sa stratégie et entre les différentes activités qui le composent – et comment évaluer sa santé financière en la comparant à celles d'entreprises concurrentes sur son secteur ?

Synthèse

Veolia est un leader européen sur le marché des services liés à l'environnement (eau, déchets, énergie, etc.). Fortement endetté et très dépendant de la conjoncture économique (état des finances publiques, bonne santé de l'industrie, prix de l'énergie), le groupe cherche à se recentrer sur ses métiers les plus rentables de manière à poursuivre sa croissance mondiale en maintenant son équilibre financier. Ce cas explore différentes méthodes d'appréciation de la rentabilité du groupe et élargit l'analyse financière en diagnostiquant la liquidité et l'endettement du groupe.



Objectifs d'apprentissage

Cette étude de cas traite des notions de rentabilité et de santé financière d'un groupe présent sur les cinq continents dans différents métiers liés à l'environnement. La rentabilité est d'abord abordée sous l'angle statique en analysant, sur des comptes consolidés puis des données sectorielles, la rentabilité financière à travers les composants qui traduisent les politiques commerciales, d'investissement, de financement et de distribution pratiquées par le groupe. Elle est ensuite complétée par des notions de liquidité et de solvabilité afin d'apprécier, par une analyse discriminante, la qualité de ses ratios « mesurée » sur un échantillon de concurrents.

Outils utilisés

- Analyse des états financiers consolidés
- BFR, CAF, EBIT, EBITDA
- Ratios de rentabilité : ROA, ROE, ROCE, IGR, SGR
- Analyse financière : ratios de liquidité, de solvabilité et d'endettement
- Analyse discriminante et méthode des scores
- Coefficients de corrélation et de détermination, régression multiple
- Calcul matriciel

1 Veolia : trois métiers au service de l'environnement

En ayant construit ses compétences autour du traitement de l'eau, des déchets et de la fourniture de chaleur, Veolia est devenue un leader mondial (présent sur 5 continents) dans le métier des services à l'environnement ; le groupe dessert dans le monde 101 millions de personnes en eau potable et 71 millions en assainissement, traite 54,4 millions de tonnes de déchets, et des centaines de milliers de bâtiments industriels.

Veolia déploie ses services à travers trois divisions : Veolia Eau, Veolia Energie (Dalkia) et Veolia Propreté, pour une clientèle d'industriels, de collectivités et de particuliers. En 2012, le groupe poursuit son désengagement du secteur du transport.

L'accroissement de la population mondiale et de son urbanisation a rendu plus complexes les problèmes environnementaux des grandes villes et des zones industrielles, tandis que la dégradation des finances publiques renforce la pression sur les prix et la nécessité de contrôler les coûts.

Dans ce contexte, Veolia poursuit sa transformation en cherchant à :

- recentrer son activité tout en réduisant son endettement (désinvestissement, cession, recentrage géographique, limitation des implantations permanentes) ;
- simplifier son organisation tout en réduisant ses coûts (rationalisation par la standardisation et le contrôle, mutualisation des fonctions supports, achats,

MIS et marketing, recherche d'économie sur le long terme par la transformation).

Avec un financement important de la dette (16,7 Md€ pour un total de bilan de 44,6 Md€ et une CAF opérationnelle de 2,7 Md€), un volume de créances d'exploitation de plus de 10 Md€, et des efforts d'investissements bruts accrus (3,2 Md€ compensés par des cessions industrielles et financières de plus de 5 Md€), le groupe doit assurer un équilibre financier délicat. Grâce au recentrage, il a réussi cet exercice en 2012 en améliorant son BFR et son FCF.

L'eau

Première activité du groupe avec 12 Md€ de CA en 2012, ce secteur est organisé autour de trois axes :

- les activités municipales à forte intensité capitalistique (Allemagne, Chine, Europe centrale et France) pour lesquelles la gestion du service public est assurée par l'acquisition, la construction et la modernisation de l'infrastructure ;
- les activités municipales à faible intensité capitalistique (Australie, Japon, UK, USA) qui s'organisent autour de contrats de services à forte valeur ajoutée ou contenu technologique ;
- les activités pour clients industriels (exploitation, technologie, réseaux) soumis à des contraintes environnementales liées à l'eau (utilisation de gros volume, effluents valorisables).

Établies sur la base de contrats longs (10 à 20 ans, voire 50 ans, avec les municipalités, et 3 à 10 ans avec les industriels), les coopérations prennent plusieurs formes : partenariat public/privé, *build-operate-transfer*, concession, service d'étude, assistance technique, gestion des abonnés, etc. pour une gamme de service très étendue : gestion/exploitation/recyclage de l'eau, facturation et centres d'appel, solutions technologiques de la conception à l'installation.

Les facteurs clés du succès résident dans la maîtrise des volumes facturés (corrélés aux variations climatiques et à l'activité économique) et des capacités à respecter ses engagements en contrôlant les coûts et en partageant les risques.

La propreté

Deuxième activité du groupe avec 9 Md€ de CA en 2012 et 705 unités de traitement, ce secteur comprend la collecte, le recyclage et le traitement des déchets (liquides, solides, banals et spéciaux) pour le compte de (570 000) clients industriels et de collectivités locales (48 millions d'utilisateurs).

Cette activité se développe autour de trois processus :

- le service de propreté et de logistique ;
- le tri et le recyclage (valorisation matière) ;

- la valorisation agronomique (compostage) ou énergétique (production d'électricité ou de chaleur par le stockage ou l'incinération).

Les facteurs clés du succès résident dans la croissance contrôlée des opérations en forte demande (comme l'incinération et les déchets spéciaux) dont la hausse des tarifs et des volumes peuvent compenser la tendance à la baisse des prix des matières premières recyclées.

Les services énergétiques

Troisième activité du groupe avec 7,6 Md€ de CA en 2012, ce secteur se déploie dans trois domaines stratégiques sous l'enseigne Dalkia :

- les réseaux de chaleur et froid dans lesquels Veolia est devenu le leader européen : chauffage, eau chaude, sanitaire et air conditionné dans les bâtiments publics et privés comme les écoles, les hôpitaux, l'immobilier de bureau et d'habitation ;
- les utilités industrielles (sur 4 637 sites), qui concernent l'optimisation des utilités (vapeur, électricité, air comprimé), des usages d'énergie liés aux process et aux bâtiments ;
- les services énergétiques aux bâtiments (sur 131 600 installations dans le monde), allant de l'exploitation des systèmes (chauffage, eau et air) à l'optimisation de leur efficacité (réduction de consommation et d'émission de CO₂).

Les facteurs clés du succès résident dans la bonne gestion contractuelle séparant les risques et les responsabilités, ainsi que dans l'optimisation des coûts d'achat de combustibles et de la sécurisation des approvisionnements.

2 Évaluation de la santé financière de Veolia par la méthode des scores

Sur un échantillon de 10 entreprises du secteur « environnement et énergie », une analyse discriminante est conduite, en retenant la vulnérabilité comme variable qualitative (vulnérabilité révélée par la santé financière « saine = 1 » ou « défaillante = 0 »), celle-ci s'expliquant par 4 variables quantitatives construites sur l'analyse des ratios suivants :

- x_1 : *Short Term Liquidity* [(Receivables + cash)/ST Debt]
- x_2 : *Short Term Solvency* (Interest expense/Increase in Operating Cash-Flows)
- x_3 : *Return on Equity* (EBITDA/Equity)
- x_4 : *Gearing* [LT Debt/(Equity + LT Debt)]

Les entreprises ont été classées « saines » (note 1) ou « défaillantes » (note 0) en fonction de critère d'acceptation/refus de crédit bancaire.

La liquidité mesure la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements à court terme en mobilisant sous forme de cash disponible l'actif circulant rapidement réalisable.

La solvabilité est appréciée par la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements dans l'hypothèse d'une liquidation instantanée de ses actifs.

La rentabilité financière, exprimée par le ROE, mesure l'efficacité du résultat rapporté aux capitaux propres.

Tandis que le rapport de la dette sur l'endettement net est le levier financier, l'endettement à long terme sur les ressources durables traduit le *gearing*, c'est-à-dire le poids de la dette dans la capacité de financement externe et la propension de l'entreprise à s'endetter davantage.

Questions

En retenant l'année 2012 comme année de référence N, répondre aux questions suivantes, sur la base des annexes 1, 2 et 3 :

1. Analyser la rentabilité du groupe Veolia au 31/12/N
2. Comment l'entreprise Veolia pourrait-elle améliorer son SGR ?
3. Quelle est la branche d'activité la plus rentable au 31/12/N ?
4. Sur la base des annexes 4 et 5, construire la fonction score (fonction discriminante) sur l'échantillon des 10 entreprises, puis définir le niveau de l'entreprise Veolia et conclure sur sa santé financière.