

Communiqué de presse

28 juin 2010

PRESENTATION DU 4^{ème} « PROFIL FINANCIER DU CAC 40 »

Les entreprises du CAC 40 ont renforcé leur bilan malgré la crise

Paris, le 28 juin 2010 – Ricol Lasteyrie publie pour la quatrième année consécutive le Profil financier du CAC 40, fondé sur l'analyse des états financiers 2009 publiés au printemps 2010. L'un des principaux objectifs était de mesurer la résistance des grandes entreprises dans un environnement marqué par un recul de 2,5 % du PIB en France (-4,1 % dans la zone euro, selon Eurostat), soit la plus forte baisse depuis l'après-guerre. Or, dans ce contexte particulièrement difficile, les entreprises ont dans l'ensemble renforcé leur bilan, profitant notamment des plans de soutien à l'économie et du recours aux actionnaires.

Principales conclusions

Des Etats surendettés, des entreprises désendettées. C'est le paradoxe de ce 4^{ème} Profil financier du CAC 40. Le ratio dette nette sur fonds propres des sociétés du CAC 40 a reculé de 14 points à 44 % malgré la crise. Il s'agit du ratio le plus faible depuis la création du Profil. L'amélioration de la structure financière des sociétés du CAC 40 s'explique par un certain nombre d'augmentations de capital, des restructurations, un coup de frein aux acquisitions. Les incertitudes économiques rendent prudents les entreprises comme les ménages.

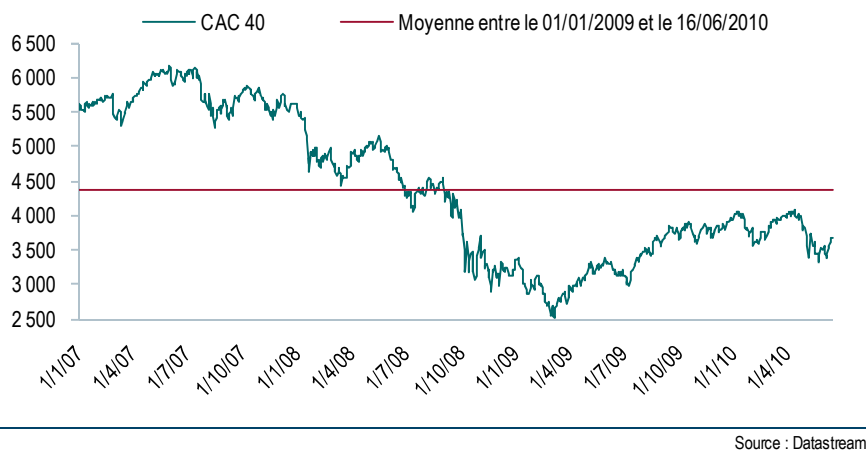
Les actionnaires, les salariés et l'Etat mis à contribution. Les actionnaires ont apporté 24 milliards d'euros aux entreprises du CAC 40 sous forme d'augmentations de capital. Parallèlement, ils ont reçu 36 milliards d'euros de dividendes au titre des bénéfices 2009. Etant donnée la baisse de des résultats, le pay-out ratio global du CAC 40 atteint 78 %. L'impôt sur les sociétés chute de 28 % tandis que la masse salariale affiche une baisse de 1,1%.

En bourse, un retour vers la normale ? Seules six entreprises valaient significativement moins en bourse que leurs fonds propres au 31 décembre 2009 contre dix-huit l'année précédente. Elles appartiennent aux secteurs Automobile et Banque & Assurances, particulièrement touchés par la crise. Globalement, on a assisté à une réconciliation progressive entre les valeurs boursières et les valeurs comptables.

Contexte boursier

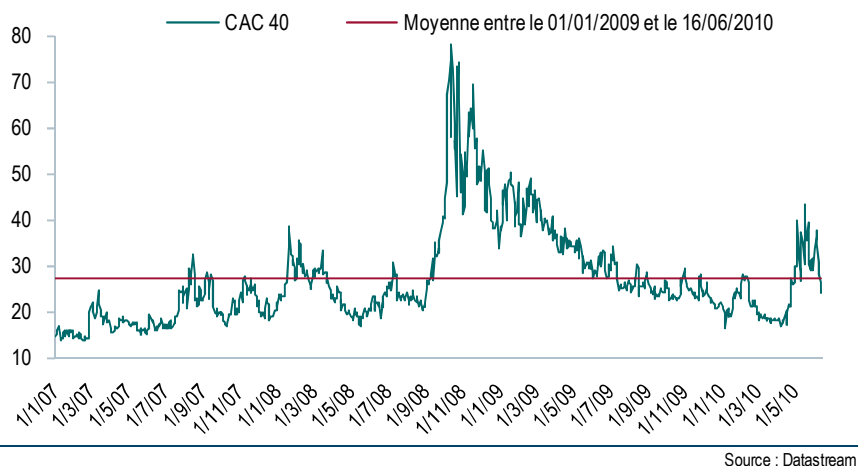
Le CAC 40, qui valait 3218 points au 31 décembre 2008, a plongé au 1^{er} trimestre 2009 à moins de 2 500 points avant de terminer l'année à près de 4 000 points (3 936 points le 31 décembre 2009).

Evolution du CAC 40 depuis le 1er janvier 2007



La volatilité est progressivement revenue à la normale courant 2009 avant d'augmenter à nouveau au printemps 2010.

Evolution de la volatilité du CAC 40 depuis le 1er janvier 2007



1 – Les entreprises ont renforcé leur structure financière malgré la crise la plus grave depuis 1945

Dans un contexte économique marqué par la récession et une baisse de 2,5 % du PIB en France et de 4,1 % dans la zone euro, et malgré une baisse de 18,7% de leurs résultats, les entreprises du CAC 40 ont sensiblement renforcé leur bilan. Ainsi, le ratio dette nette sur fonds propres recule de près de 15 points à 44 % retrouvant ses niveaux d'avant-crise. Tous les secteurs d'activité sont concernés.

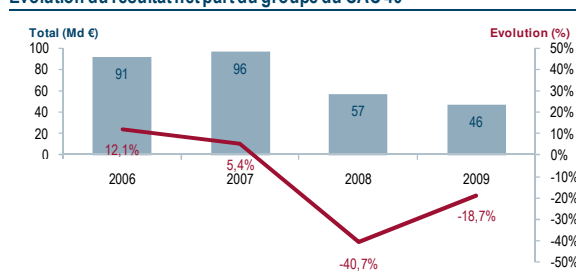
- La baisse du PIB en France (et à l'étranger) s'est traduite pour les entreprises du CAC 40 par un recul de près de 10 % de leur chiffre d'affaires en 2009.
- Les résultats nets des sociétés du CAC 40 ont reculé de 18,7 % en 2009 après un recul de 40,7 % en 2008.

Evolution du CA du CAC 40



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

Evolution du résultat net part du groupe du CAC 40

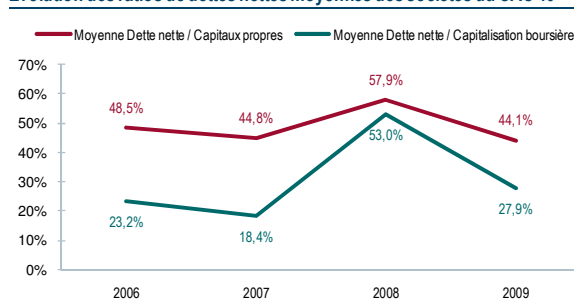


Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

Réduction de l'endettement des sociétés du CAC 40

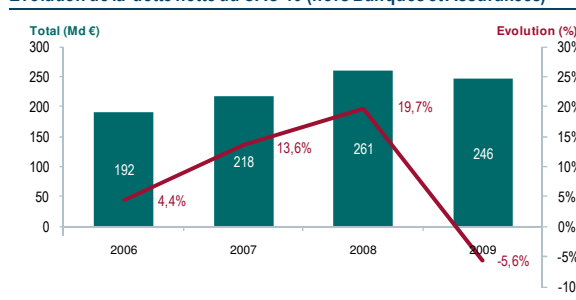
- Alors que les ratios d'endettement des sociétés du CAC 40 s'étaient fortement dégradés en 2008, ils ont retrouvé leur niveau d'avant-crise en 2009 malgré un contexte économique plus défavorable.

Evolution des ratios de dettes nettes moyennes des sociétés du CAC 40



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

Evolution de la dette nette du CAC 40 (hors Banques et Assurances)



Source : Ricol Lasteyrie d'après les rapports annuels des sociétés

Comment expliquer cette amélioration paradoxale ?

Après une forte dégradation des structures de bilan constatée fin 2008, les entreprises ont réussi à redresser la situation malgré le coup de frein brutal de 2009 (avec un PIB en baisse de -2,5 %).

- **Les actionnaires ont été mis à contribution.** Près d'un quart des sociétés du CAC 40 ont fait appel au marché pour renforcer leurs fonds propres parmi lesquelles : Danone (3 milliards d'euros), Axa (2,7 milliards), Arcelor Mittal (2,2 milliards), Saint-Gobain (1,9 milliard), Lafarge (1,5 milliard), Pernod-Ricard (1 milliard).

Dans le secteur financier, BNP Paribas et la Société Générale ont respectivement levé 4,3 et 4,2 milliards d'euros au 4^{ème} trimestre 2009, afin de rembourser les actions de préférence souscrites par l'Etat français.

Au total, les actionnaires ont apporté 24 milliards d'euros aux entreprises du CAC 40 en 2009 (chiffre qui inclut également les opérations de moindre envergure que celles citées ci-dessus).

- **Les plans de relance ont soutenu les acteurs économiques.** Selon les chiffres du gouvernement français publiés le 3 février 2010, **31 milliards d'euros** avaient été injectés dans l'économie dans le cadre du plan de relance. Ces mesures incluent :

- Plus de **15 milliards** versés aux entreprises au titre des mesures fiscales
- **3,6 milliards** d'investissements répartis sur 1 500 chantiers pilotés par l'Etat
- **2,5 milliards** investis par les entreprises publiques
- **600 000** primes à la casse

Par ailleurs, on peut ajouter **6,3 milliards d'euros** de prêts consentis à la filière automobile en 2009. Ces mesures ne concernent pas uniquement les entreprises du CAC 40 mais ces dernières en ont profité comme elles ont profité des plans de relance décidés par les autres pays où elles sont implantées. L'impact a été particulièrement sensible au niveau de la trésorerie.

Les entreprises constatent une baisse de 9,8% de leur chiffre d'affaires et de 18,7% de leur résultat. Le soutien massif des Etats à l'économie a ainsi permis d'éviter le pire. Cela se traduit par une forte dégradation des comptes publics.

- Le déficit public de la France a atteint 7,9 % du PIB en 2009, soit un niveau record de 138 milliards d'euros (au niveau de la zone euro, le déficit est de 6,3 % du PIB).
- Tous les impôts enregistrent une baisse de leur montant net :
- Impôt sur le revenu : - 5,0 Md€ (-10 %),
 - Impôt sur les sociétés : -28,3 Md€ (- 57 %),
 - TVA : -11,4 Md€ (- 9 %),
 - TIPP : -1,2 Md€ (- 7%),
 - Autres recettes : -4,9 Md€ (- 27 %).

« La crise proprement dite et les mesures adoptées pour y faire face (...) expliqueront les trois quarts (62,6 Md€) de l'alourdissement du déficit de 2008 à 2009 (81,8 Md€) », souligne la Cour des Comptes dans « Résultats et Gestion budgétaire de l'Etat – Exercice 2009 ». **L'Etat, dans une politique keynésienne classique, a pris le relais des acteurs économiques dans l'effort face à la crise.**

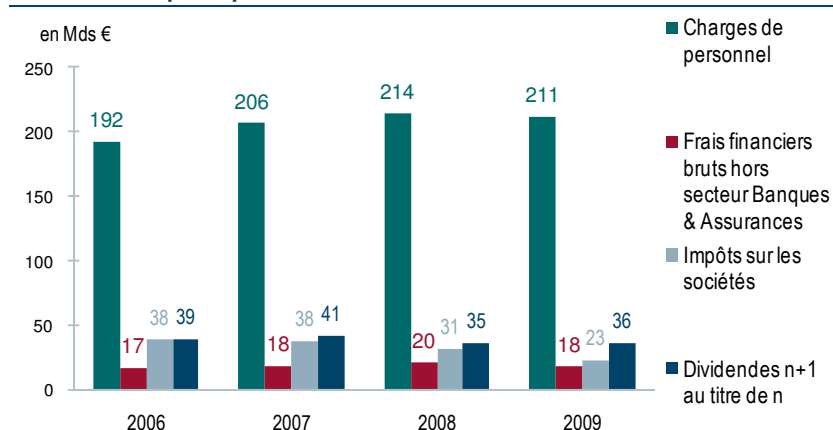
2 – Face à la crise : l'ensemble des parties prenantes ont été mis à contribution

L'analyse des principales dépenses des sociétés du CAC 40 révèle des évolutions contrastées en 2009. Les restructurations menées par les entreprises du CAC 40 ont pesé sur la masse salariale tandis que la baisse des profits a conduit à une réduction sensible de l'impôt sur les sociétés. Les dividendes versés au titre des résultats 2009 s'affichent, quant à eux, en légère hausse. Les actionnaires ont ainsi reçu 36 milliards d'euros au titre des bénéfices 2009, mais en même temps ils ont apporté 24 milliards d'euros sous la forme d'augmentations de capital.

➤ Les dépenses ont évolué de la façon suivante entre 2008 et 2009

- Charges de personnel : - 1,1 %
- Impôt sur les sociétés : - 27,7 %
- Frais financiers bruts : - 13,2 %
- Dividendes : + 1,4 %

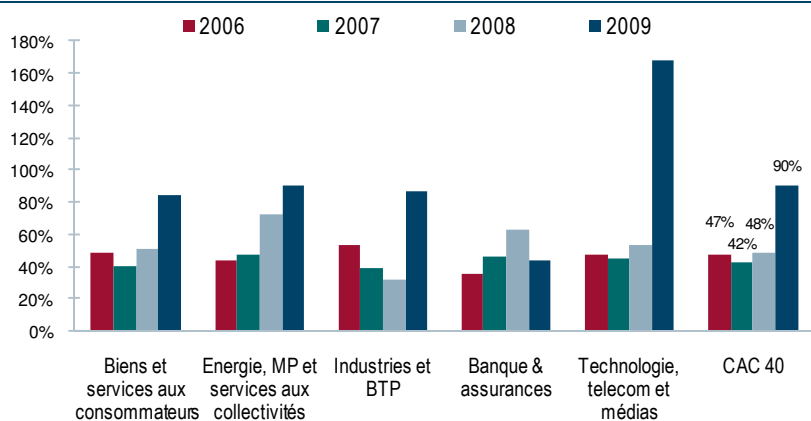
Evolution des principaux décaissements des sociétés du CAC 40



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

Pour compenser la baisse de la bourse depuis 2007, et garder le soutien de leurs actionnaires, les entreprises ont fait un effort sur les dividendes. Si, en valeur absolue, les dividendes versés par les sociétés du CAC 40 au titre des résultats 2009 sont globalement stables par rapport à l'année précédente, le pay-out ratio moyen est multiplié par plus de deux du fait de la chute de 19 % des bénéfices nets cumulés.

Evolution sectorielle du Pay out ratio hors Arcelor Mittal en 2009



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

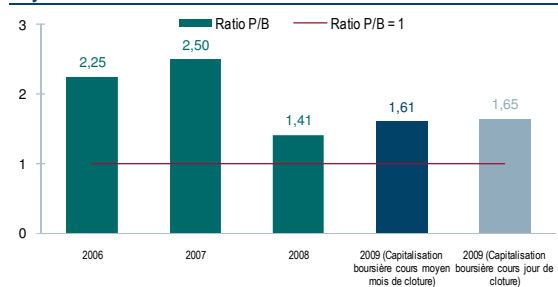
- Arcelor Mittal a été exclu des statistiques en raison d'un pay-out ratio de 992 % qui faussait les statistiques.
- Le secteur « Technologie, Télécom et Médias » a versé des dividendes en moyenne supérieurs aux bénéfices cumulés des sociétés de ces secteurs.
- Seul le secteur banque & assurances a réduit son pay-out ratio en 2009.
- Le pay-out ratio de 90 % correspond à la moyenne des pay-out des 40 sociétés de l'indice. Si on compare le montant total des dividendes, soit 36 milliards d'euros, au montant total des bénéfices du CAC 40, on obtient un ratio de 77,6 %.

3 - Cours de bourse et valeurs comptables : un retour progressif à la normale en 2009

Au 31 décembre 2009, 6 sociétés du CAC 40 avaient une valorisation boursière significativement inférieure à leurs fonds propres, contre dix-huit un an plus tôt. Nous observons donc une certaine réconciliation entre valeur de marché et valeur intrinsèque telle qu'elle ressort des comptes. Toutefois, la situation s'est à nouveau dégradée au printemps 2010.

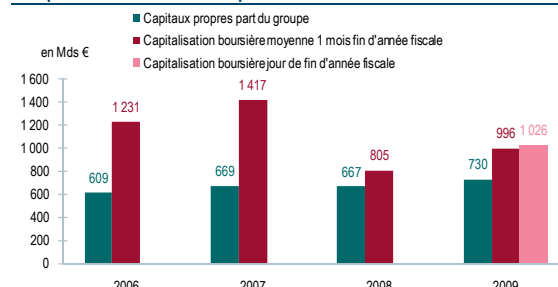
- Le ratio *price to book* (ratio de capitalisation boursière par rapport aux fonds propres) est reparti à la hausse en 2009, une évolution qui traduit le regain d'optimisme des investisseurs en cours d'année par rapport aux perspectives des entreprises. Il reste néanmoins sensiblement inférieur aux niveaux atteints avant la crise.

Moyenne des ratios Price to Book des sociétés du CAC 40



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

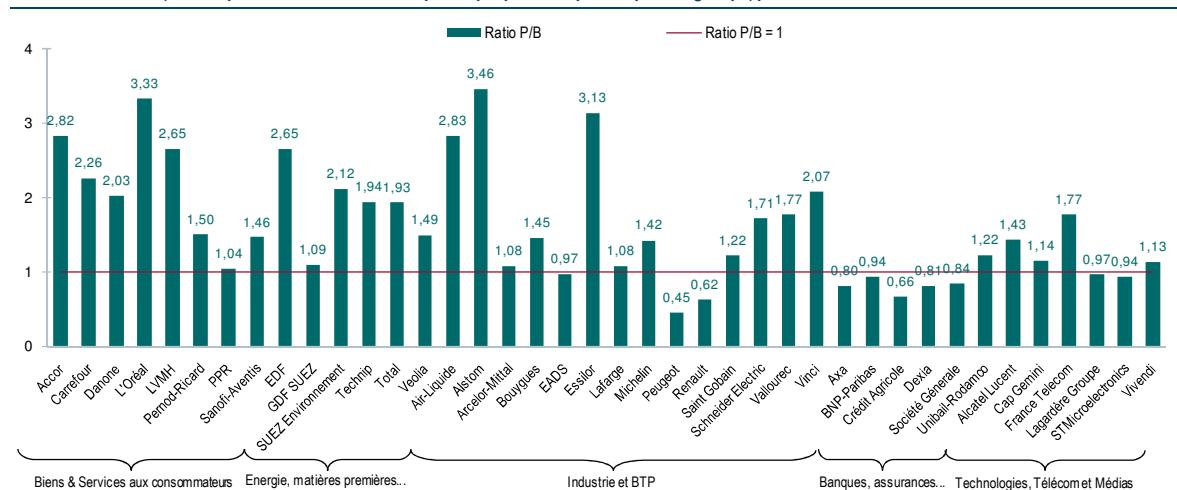
Comparaison des valeurs comptable et boursière des sociétés du CAC 40



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

- Seuls les secteurs Automobile et Banque & Assurances avaient encore au 31 décembre 2009 une valorisation boursière significativement inférieure à leurs fonds propres, soit six entreprises du CAC 40. De même, l'aéronautique est plutôt mal valorisée.

Ratio Price to Book (ratio Capitalisation boursière / Capitaux propres comptables part du groupe) par sociétés du CAC 40



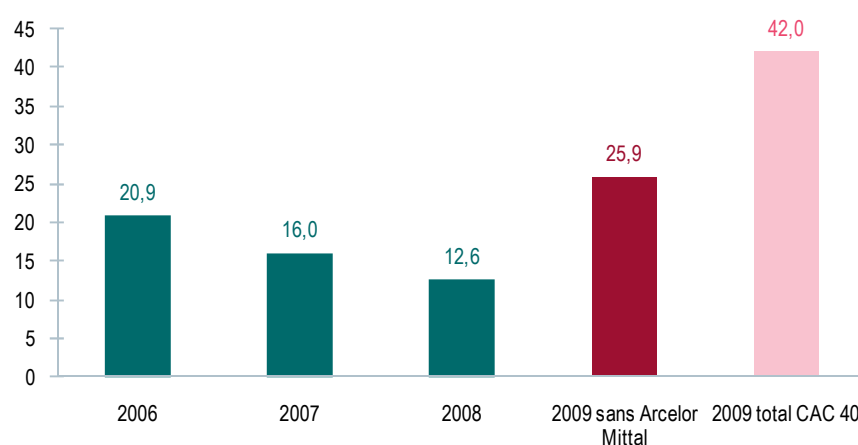
Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

- L'automobile, par nature extrêmement capitalistique (d'où des fonds propres élevés), continue à souffrir des perspectives médiocres du secteur.
- Le ratio price to book des banques, qui tend historiquement vers 1 (l'essentiel des actifs étant comptabilisés en valeur de marché), est aujourd'hui nettement inférieur à 1. C'est-à-dire qu'aucune banque ne vaut en bourse plus que ses fonds propres.

Un PER du CAC 40 difficile à interpréter

- La moyenne des PER (*price earning ratio* : rapport de la capitalisation boursière sur les bénéfices) a doublé entre fin 2008 et fin 2009, une évolution liée à la chute des bénéfices et la remontée des cours de bourse. Arcelor Mittal a été traité à part en raison d'un PER de 558 qui fausse les statistiques.

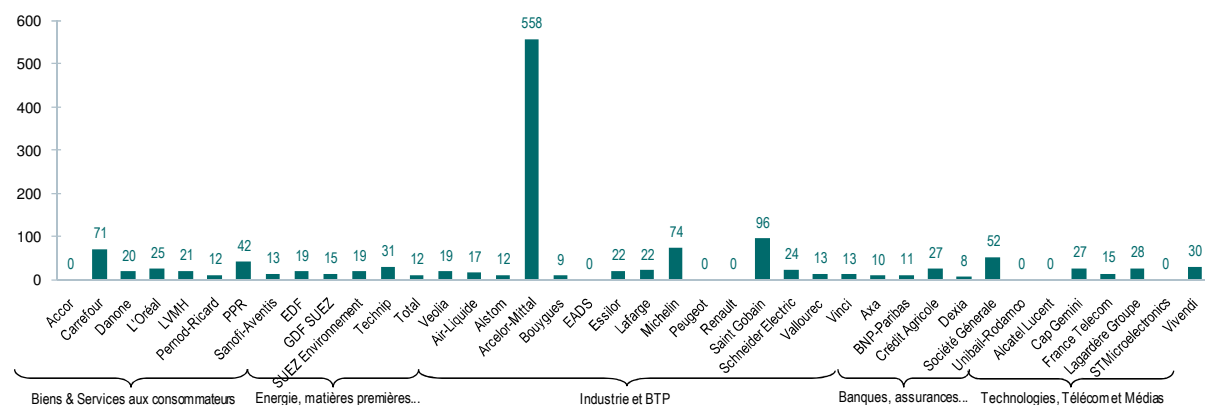
Moyenne des PER des sociétés du CAC 40



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

- Arcelor-Mittal a dégagé en 2009 un bénéfice net part du groupe de 80,7 millions d'euros contre 6,99 milliards un an plus tôt. Saint-Gobain a annoncé un résultat net part du groupe de 202 millions d'euros en 2009 après 1,68 milliard en 2008. Ces résultats expliquent que les deux entreprises affichent les PER les plus élevés du CAC 40.

PER des sociétés du CAC 40 en 2009

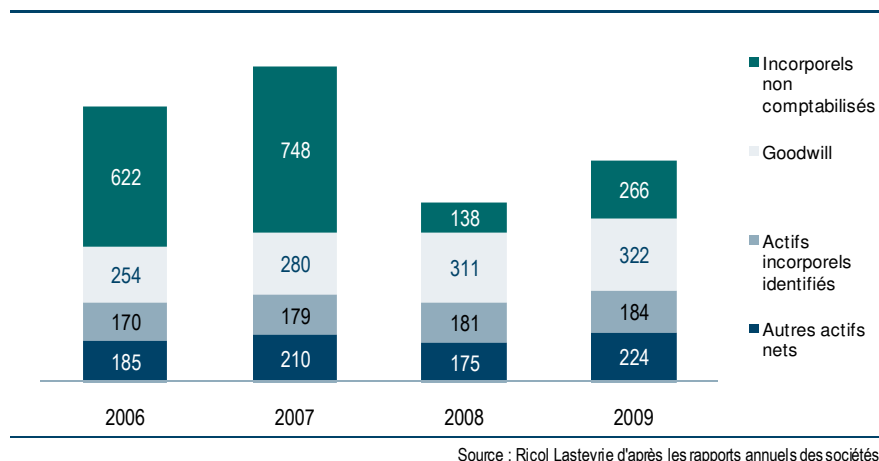


Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

4 – La valeur des actifs incorporels est au plus haut depuis quatre ans

La crise n'a eu que peu d'impact sur la valeur de l'actif des sociétés du CAC 40. Celui-ci est toujours constitué majoritairement (69,3 %) d'actifs incorporels. Contrairement à la précédente crise boursière (2001-2003), les entreprises ont très peu déprécié ces actifs, ce qui révèle leur optimisme quant à la reprise de l'activité. Toutefois, les incorporels restent toujours mal identifiés.

Décomposition de la valeur boursière sur 4 ans (en Mds €)



➤ La valorisation boursière des sociétés du CAC 40 se décompose comme suit :

- Actifs corporels et autres actifs nets des passifs : 22,5 %
- Actifs incorporels identifiés : 18,5 %
- Goodwill : 32,3 %
- Incorporels non comptabilisés : 26,7 %

➤ La valeur de l'actif se décompose comme suit :

- Actifs corporels et autres actifs nets des passifs: 30,7 %
- Actifs incorporels identifiés : 25,2 %
- Goodwill : 44,1 %

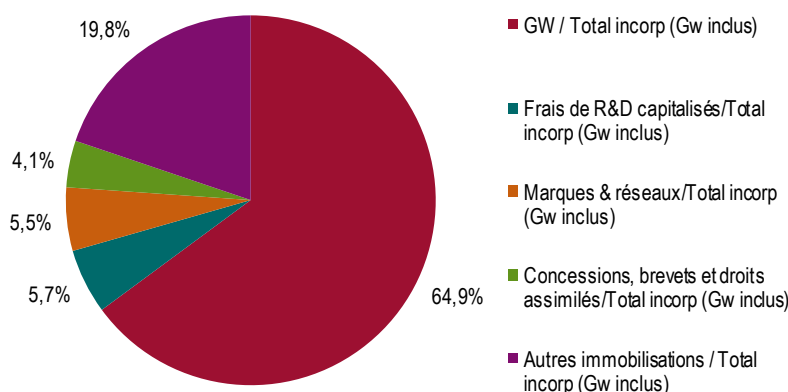
Les éléments incorporels représentent 69,3 % de l'actif dans le bilan des entreprises du CAC 40.

Les actifs incorporels des sociétés du CAC 40 restent dans l'ensemble mal identifié

L'analyse des actifs incorporels montre le poids extrêmement important du goodwill par rapport aux autres types d'actifs incorporels (marques, frais de R&D...). A cela plusieurs raisons :

- Les incorporels sont plus complexes à identifier que les autres actifs car ils s'appuient sur des considérations stratégiques de long terme.
- Les méthodes d'évaluation sont plus complexes.
- La différence de traitement comptable entre les immobilisations incorporelles à durée d'utilité finie, d'une part, et le goodwill, d'autre part, peut conduire les entreprises à privilégier la comptabilisation d'un goodwill. Ce dernier n'est en effet pas amortissable contrairement aux incorporelles à durée d'utilité finie.

Moyenne des poids des principaux actifs incorporels en 2009



Source : Ricol Lasteyrie - d'après les rapports annuels des sociétés

Citations

« Ce 4^{ème} Profil financier du CAC 40 révèle une bonne résistance des entreprises à la plus mauvaise année qu'ait connu l'économie française depuis cinquante ans. Dans un contexte de baisse du chiffre d'affaires et des bénéfices, les entreprises sont parvenues à améliorer leur structure financière. Ceci s'explique par leur réactivité face à la crise, le soutien des actionnaires mais aussi l'intervention massive des Etats à travers les plans de relance. L'Etat a en quelque sorte pris le relais des entreprises dans la tempête, explique Jean-Charles de Lasteyrie, Directeur Général de Ricol Lasteyrie. Il n'est pas étonnant dans ces conditions qu'en sortie de crise ce soient les Etats qui se retrouvent en difficulté sur le plan financier plutôt que les entreprises. »

« Au 31 décembre 2009, le CAC 40 affichait une certaine adéquation entre les cours de bourse et la valeur comptable des entreprises. Seules les entreprises des secteurs Automobile et Banque & Assurances valaient en bourse significativement moins que leurs fonds propres, soit six entreprises contre dix-huit à la même époque l'an dernier. Et cette situation pouvait s'expliquer par la conjoncture dans les secteurs concernés, souligne Sonia Bonnet-Bernard, Associée-Gérante de Ricol Lasteyrie. Cela étant, le point d'arrivée reste incertain comme en témoigne l'évolution contrastée des marchés sur le début 2010 »

« Après plus de deux années de crise et la chute des cours de bourse, les entreprises du CAC 40 ont fortement sollicité leurs actionnaires puisque ces derniers ont apporté 21 milliards d'euros sous la forme d'augmentations de capital. Les actionnaires ont donc joué leur rôle dans la tourmente. Ils en ont été récompensés par le maintien des dividendes au niveau de l'année précédente dans un contexte de recul des bénéfices. Pour ce faire, certaines entreprises ont même distribué des dividendes supérieurs à leurs bénéfices. Seul le secteur Banque & Assurances a limité la distribution à ses actionnaires après avoir été le principal bénéficiaire des plans de soutien à l'économie. » Pierre Astolfi, Associé de Ricol Lasteyrie.

Contact presse

D&D Communication

Nicolas Daniels : 01.47.57.26.82 / 06.63.66.59.22, n.daniels@dd-comm.com