



Ricol, Lasteyrie & Associés

Le profil financier du CAC 40

Présentation 25.10.2007



Le profil financier du CAC 40

- La valeur des entreprises en bourse correspond-elle à leur valeur au bilan ? Les normes comptables IFRS ont-elles permis de rapprocher ces deux valeurs ? D'où provient l'écart ? Quelle est la part des actifs immatériels dans les bilans du CAC 40 ? Ces derniers sont-ils identifiés et correctement évalués ?
- Pour répondre à ces questions et à d'autres, Ricol Lasteyrie & Associés a élaboré le premier « Profil financier du CAC 40 », à partir de l'analyse des états financiers 2006 (publiés au printemps 2007) de l'ensemble des sociétés composant l'indice phare de la bourse de Paris. Cette analyse, riche d'enseignements, sera poursuivie selon une périodicité semestrielle afin d'observer les modes de gestion du bilan au gré des évolutions de la conjoncture.



Le profil financier du CAC 40 : objectifs

- **Comparer la valorisation boursière des sociétés du CAC 40 et leur valeur au bilan**
 - ➔ Convergence ou divergence de ces valeurs depuis l'instauration des normes IFRS ?
 - ➔ Existence d'une convergence sectorielle ?
 - ➔ Analyse dans la durée.

- **Analyser le montant et la nature des actifs incorporels, y compris le goodwill**
 - ➔ Quelle est la part des incorporels dans l'actif du bilan ?
 - ➔ Sont-ils correctement identifiés ?
 - ➔ Analyse de la part du goodwill au sein des incorporels.

- **Analyser la dette et le financement**
 - ➔ Quel est le levier financier des sociétés du CAC 40 ?
 - ➔ Quelle est leur politique de distribution ?
 - ➔ Comment sont financés les incorporels : dette ? capitaux propres ?
 - ➔ Les sociétés consacrent-elles davantage de fonds à la rémunération des actionnaires ou des bailleurs de fonds ?

Le panel des sociétés étudiées

Biens et services aux consommateurs

Accor
Carrefour
Groupe Danone
L'Oréal
LVMH
Pernod-Ricard
PPR
Sanofi-Aventis

Banques et Assurances

AGF
Axa
BNP Paribas
Crédit Agricole SA
Dexia
Société Générale

Energie, matières premières et services aux collectivités

EDF
Gaz de France
Suez
Total
Veolia Environnement

Technologie, telecom et médias

Alcatel-Lucent
Cap Gemini
France Telecom
Lagardère
Thomson
Vivendi

Industrie et BTP

Air Liquide
Alstom
Arcelor (Arcelor Mittal)
Bouygues
EADS
Essilor International
Lafarge
Michelin
Peugeot
Renault
Saint Gobain
Schneider Electric
Vallourec
Vinci

Toutes les sociétés clôturent leurs comptes au 31 décembre à l'exception de Pernod Ricard et Alstom qui ont un exercice décalé :

- Pernod Ricard: 30/06/2006
- Alstom: 31/03/2007



Méthodologie

- L'analyse que nous présentons a été réalisée sur la base des états financiers 2006, publiés au printemps 2007. Il s'agit donc des arrêtés de comptes au 31 décembre 2006.
- Le profil financier du CAC 40 analyse les comptes des sociétés composant l'indice au 31 décembre 2006 (depuis lors, AGF et Thomson sont sorties du CAC 40, remplacées par Air France-KLM et Unibail). Par conséquent, les données concernant les exercices antérieurs sont relatives aux sociétés appartenant à l'indice CAC 40 au 31 décembre 2006.
- Nous procéderons au suivi de l'évolution de ce baromètre selon une périodicité semestrielle.

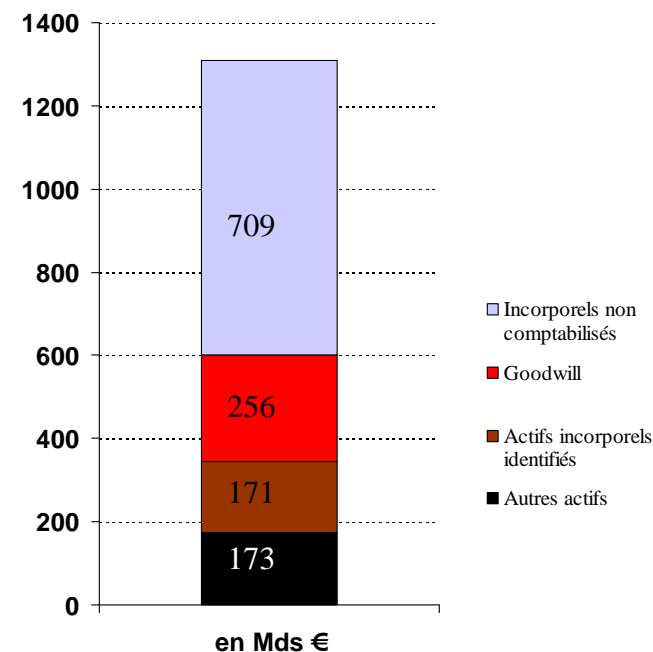
Ce qu'il faut retenir

● Valorisation boursière versus valorisation comptable

- ➔ La capitalisation boursière totale du CAC 40 s'établit à 1 309 Mds € au 31 décembre 2006, la valeur comptable de l'indice à 600 Mds €. En moyenne non pondérée (moyenne des ratios Price to Book des sociétés), la capitalisation boursière de l'indice représente 2,6 fois la valeur comptable.
- ➔ L'écart a augmenté entre 2005 et 2006 : la capitalisation boursière a progressé de 23% en un an contre seulement 14,7% pour les capitaux propres.

● Analyse des actifs immatériels

- ➔ Les actifs incorporels, y compris le goodwill, représentent 427 Mds € au sein des bilans du CAC 40, soit 32,6% de la valeur boursière totale.
- ➔ Le goodwill représente 60% du total des actifs incorporels.





Ce qu'il faut retenir

● Endettement et financement (hors banques et assurances)

- ➔ La moyenne des ratios Dette nette sur Fonds propres des entreprises du CAC 40 s'élève à 52%
- ➔ Le ratio Dette nette sur Capitalisation boursière s'élève à 20%

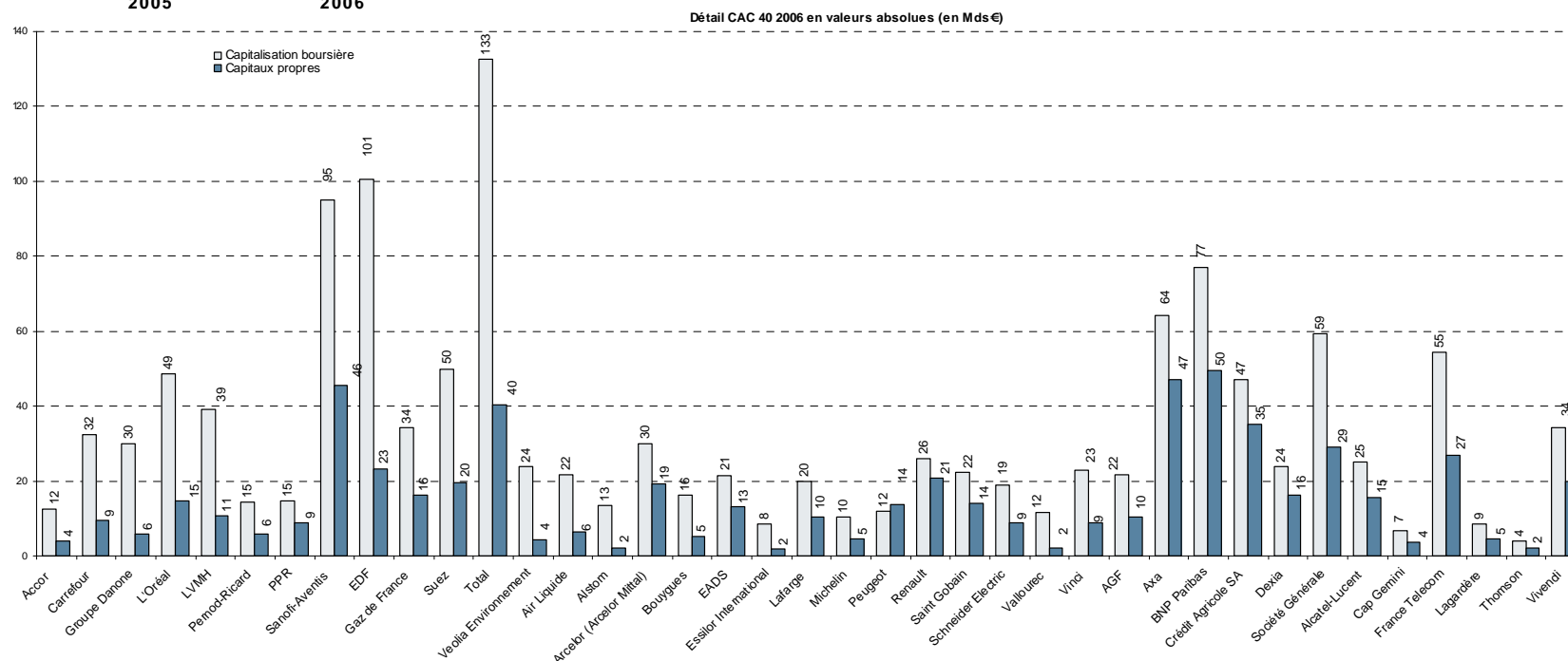
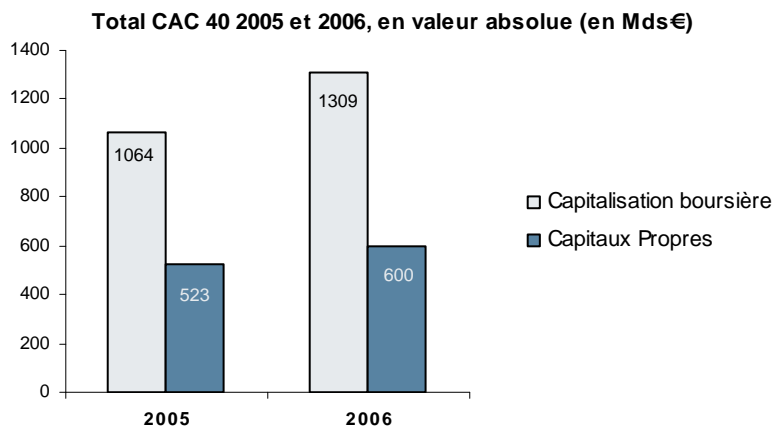
● Pay out

- ➔ En valeur absolue, les dividendes ont progressé de plus de 5% entre 2005 et 2006 (dividendes versés en 2006 et 2007 respectivement)
- ➔ A titre de comparaison, les résultats nets (en part du groupe) des entreprises ont progressé de près de 12% entre 2005 et 2006
- ➔ Le pay-out ratio du CAC 40 est de 40% (en moyenne pondérée)
- ➔ La grande majorité des entreprises a consacré davantage de fonds en 2006 à la rémunération des actionnaires qu'à celle des prêteurs

La valorisation boursière

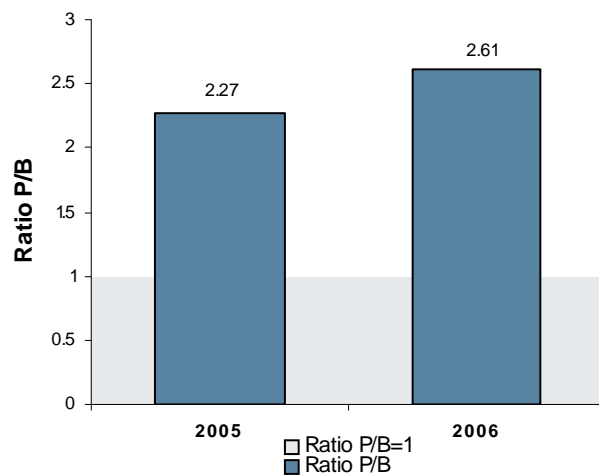
- Comparaison entre les capitaux propres et la capitalisation boursière des sociétés du CAC 40
- Evolution dans le temps du Price to Book ratio

Comparaison entre les capitaux propres et la capitalisation boursière des sociétés du CAC 40

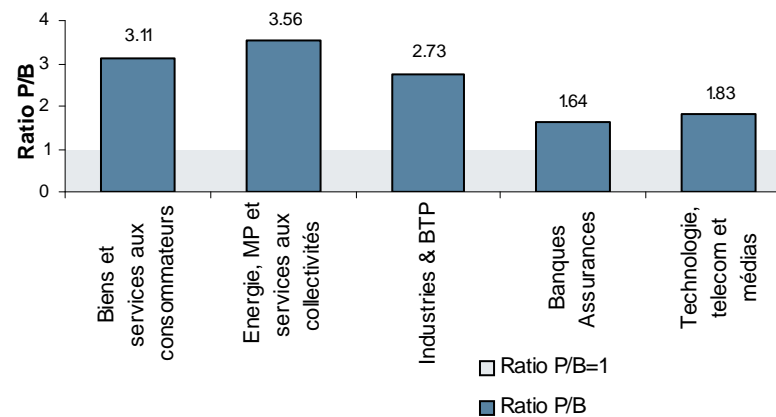


Comparaison entre les capitaux propres et la capitalisation boursière des sociétés du CAC 40

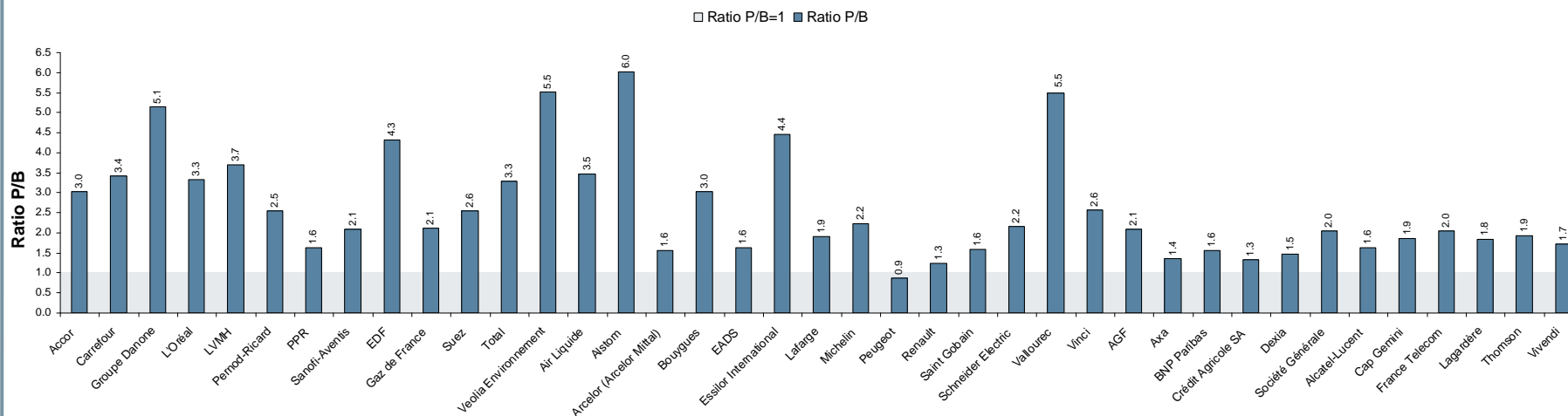
Moyenne CAC 40 2005 et 2006 (non pondérée)



Moyennes sectorielles 2006 (non pondérées)



Détail CAC 40 2006





Comparaison entre les capitaux propres et la capitalisation boursière : analyse

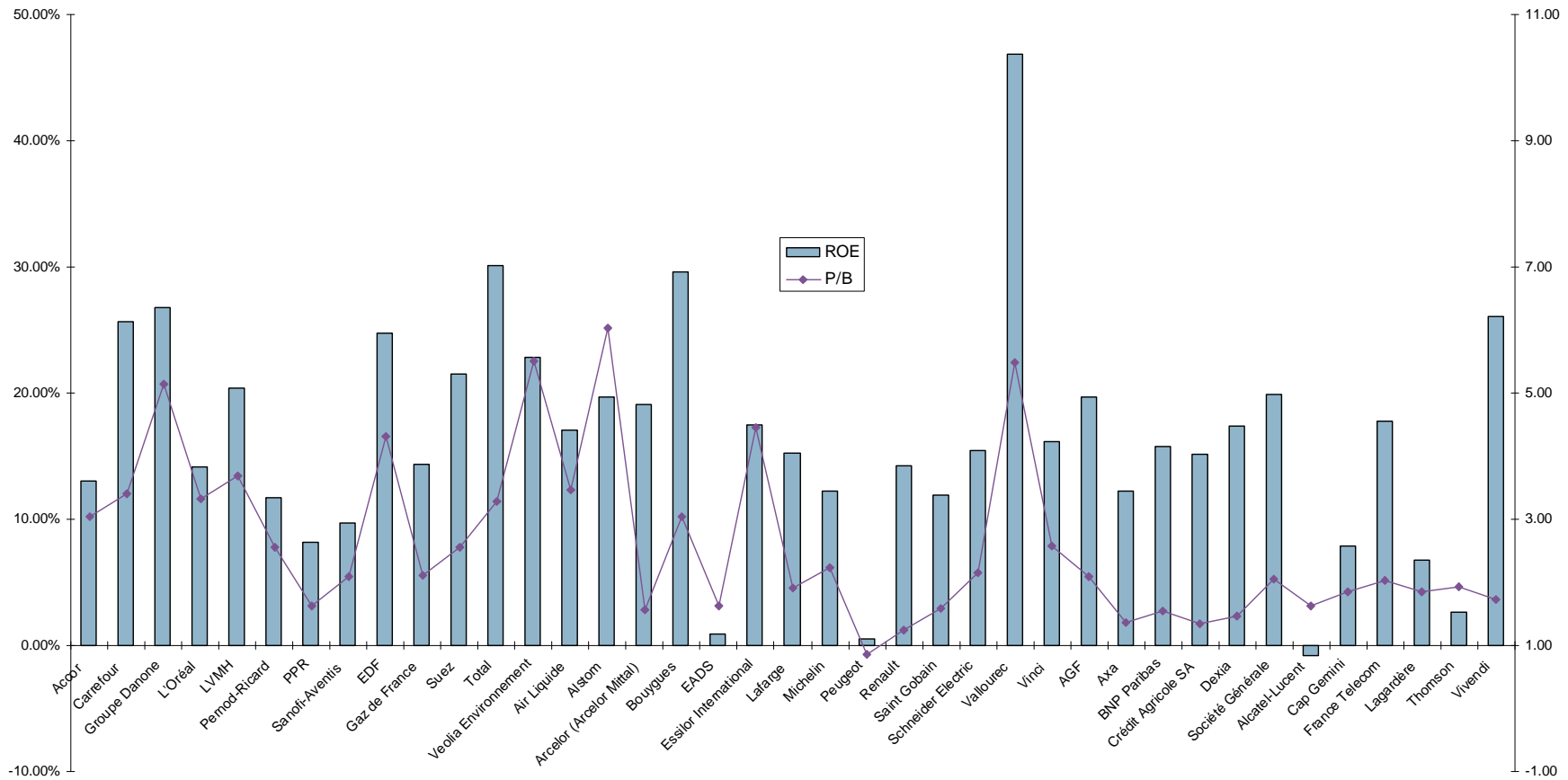
- **L'écart entre les capitalisations boursières et le montant des fonds propres s'est accru entre 2005 et 2006.**
- **L'instauration des normes IFRS n'a pas entraîné un alignement des capitalisations boursières sur les valeurs comptables.**

Les marchés procèdent toujours à leur propre évaluation des sociétés. A cela plusieurs raisons :

- ➔ La valeur immatérielle est reflétée de manière incomplète dans les livres, notamment les marques et les frais de R&D :
 - Les marques créées en interne ne sont pas valorisées au bilan des entreprises (exemple de la marque Danone)
 - Les frais de développement sont activés à hauteur de leur coût de revient et non de leur valeur de marché (exemple Sanofi-Aventis).
- ➔ Le marché valorise les synergies éventuellement dégagées par les opérations de croissance externe.
- ➔ La capacité d'une entreprise à réaliser de la croissance endogène est traduite dans la capitalisation, mais pas dans les comptes.
- ➔ Les valeurs comptables traduisent une certaine prudence quant aux perspectives d'activité.

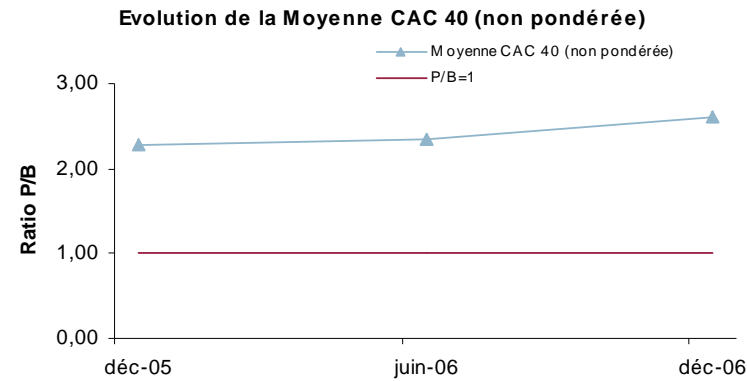
Comparaison entre les capitaux propres et la capitalisation boursière : analyse (suite)

- Les différences de ROE (Return On Equity) peuvent permettre d'expliquer dans certains cas les niveaux constatés de P/B. En effet, il semble que le marché valorise mieux les entreprises affichant un ROE plus important.

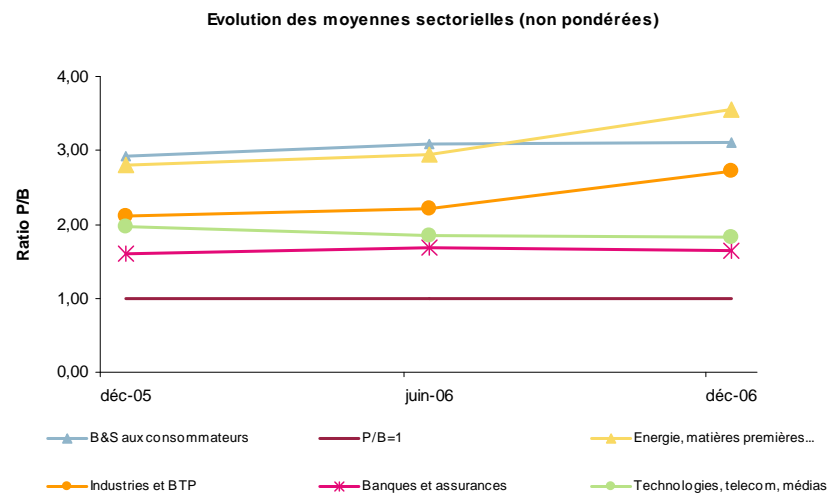


Evolution dans le temps de la convergence sectorielle des ratios Price to Book

Evolution dans le temps du ratio Price to Book



Evolution dans le temps du ratio Price to Book par secteur



- L'analyse de l'évolution des ratios sera plus pertinente lorsque nous disposerons d'un historique des données plus fourni. Nous relevons simplement aujourd'hui quelques tendances sectorielles

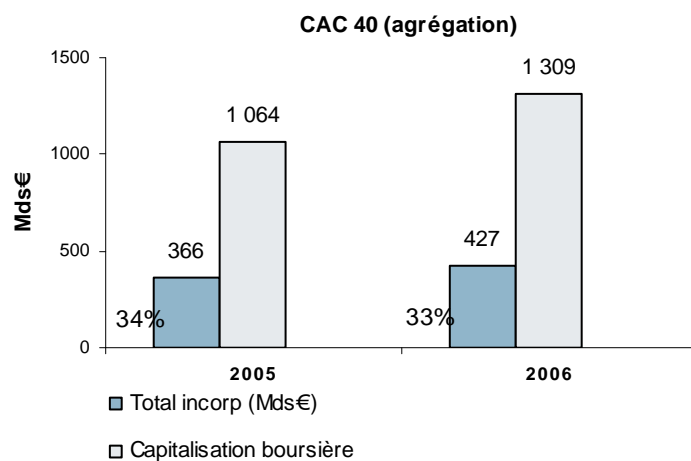


Actifs incorporels : typologie et financement

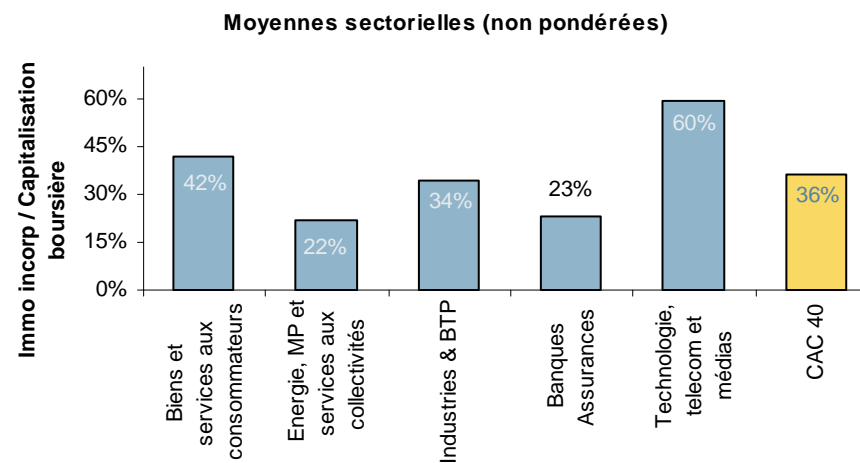
- **Poids des incorporels dans la valorisation boursière au 31 décembre 2006**
- **Composition des actifs incorporels**
- **Poids du goodwill dans le total des actifs incorporels**
- **Composition des actifs incorporels identifiés hors goodwill**
- **Poids des actifs immatériels par secteur d'activité**
- **Financement des incorporels : les acquisitions sont-elles financées par recours à l'endettement ?**

Poids des incorporels (Goodwill inclus) dans la capitalisation boursière au 31 décembre 2006

Analyse CAC 40



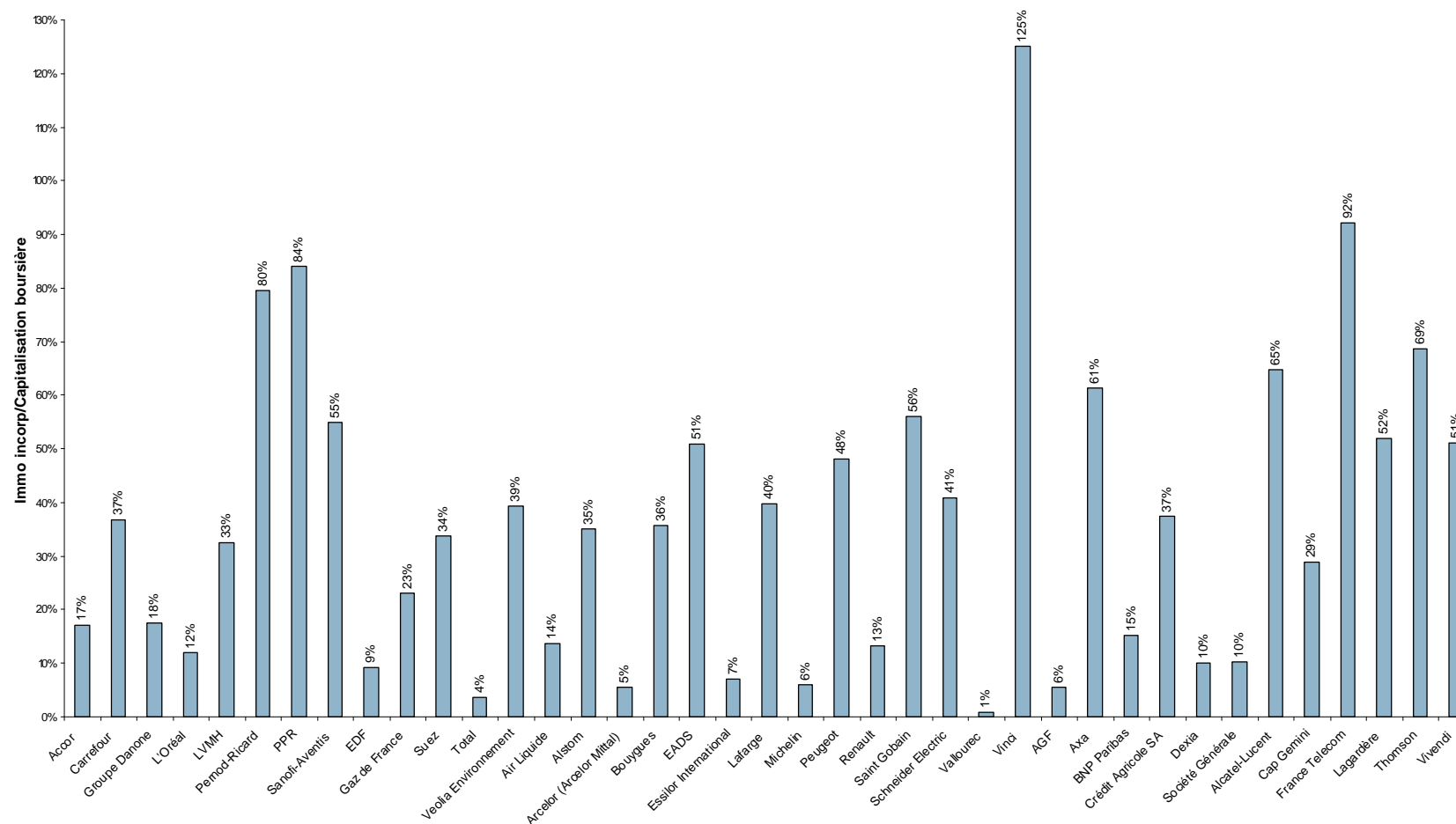
Analyse par secteur vs CAC 40



Poids des incorporels (Goodwill inclus) dans la capitalisation boursière au 31 décembre 2006

Analyse tous secteurs confondus

Détail CAC 40





Comptabilisation des incorporels

- **Pour être comptabilisé, un actif incorporel doit :**

- ➔ être identifiable,
- ➔ être contrôlé par l'entreprise,
- ➔ présenter une probabilité d'avantages économiques futurs au bénéfice de l'entreprise,
- ➔ pouvoir être évalué de façon fiable.

NB : le critère des avantages économiques futurs est présumé satisfait pour les actifs acquis par croissance externe

- **En principe, seuls les actifs incorporels acquis par l'entreprise sont immobilisables** (marques, brevets, droit au bail...). L'adoption des IFRS n'a pas modifié cette règle. Ils sont évalués à leur coût d'acquisition, amortis sur leur durée d'utilité, et éventuellement dépréciés en cas de perte de valeur.

- Les incorporels créés par l'entreprise n'apparaissent par conséquent pas au bilan des entreprises, à l'exception des coûts de développement. Ainsi par exemple, la marque Danone n'est pas évaluée dans les états financiers du groupe Danone.



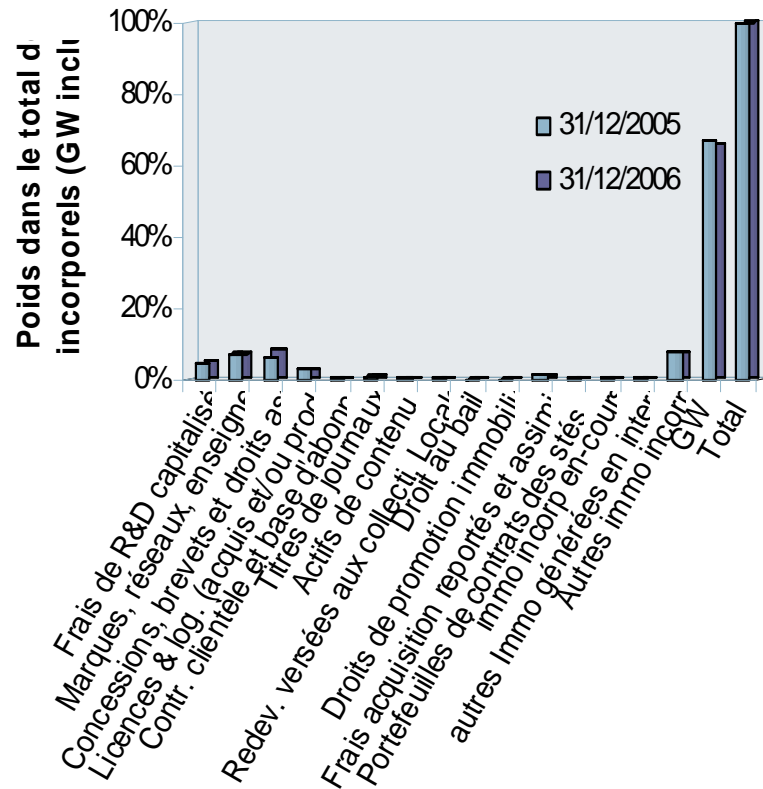
Comptabilisation des incorporels

- **Les frais de R&D engagés par l'entreprise peuvent être immobilisés** (là encore, l'adoption des IFRS n'a pas modifié cette règle). Toutefois, ils restent évalués à hauteur de leurs coûts de revient, qui sont inférieurs aux avantages économiques qu'ils sont susceptibles de générer (Cf Sanofi-Aventis).
- Enfin, certains actifs particuliers peuvent être comptabilisés en tant qu'actifs incorporels. Il en est ainsi de certains biens exploités sous forme de concession dans le secteur de l'énergie et des matières premières (cf Veolia Environnement).
- **Lors d'une acquisition, l'ensemble des incorporels identifiables doit en principe être immobilisé.** Le goodwill, ou « écart d'acquisition », correspond à la part des avantages économiques futurs attendus, qui n'ont pu être distinctement identifiés. Selon le référentiel français, il est amorti au fil du temps. Les normes IFRS ont mis fin à l'amortissement du goodwill. Il fait dorénavant l'objet d'un test de dépréciation périodique (au minimum annuel).
- Les incorporels issus d'une prise de participation minoritaire, y compris le goodwill, ne sont pas mis en évidence dans le cadre d'une mise en équivalence (Exemple : Renault/Nissan).

Composition des actifs incorporels (GW inclus) : analyse

CAC 40: globalement peu d'actifs identifiés....

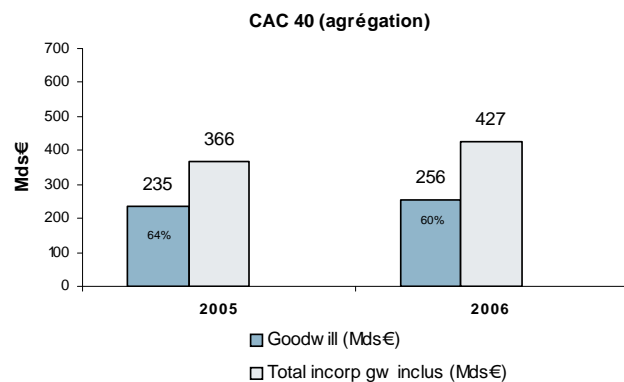
Moyenne CAC (non pondérée)



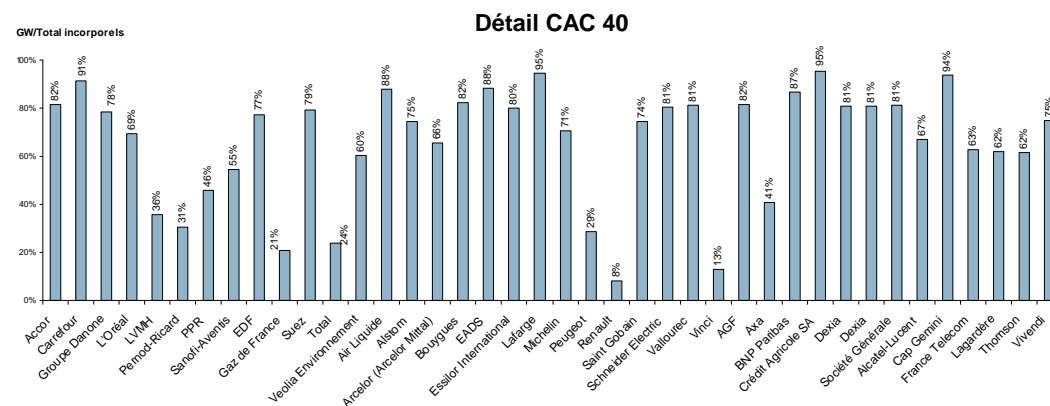
- Nous constatons les limites rencontrées par les entreprises pour immobiliser des actifs incorporels identifiables lorsqu'elles procèdent à des acquisitions.
- Plusieurs raisons à cela, notamment :
 - Les actifs incorporels sont plus complexes à identifier que les autres actifs, car ils s'appuient sur des considérations stratégiques de long terme.
 - Les méthodes d'évaluation par analogie sont plus difficilement applicables, dans la mesure où les données comparables sont généralement confidentielles (exemple: taux de redevance d'une marque).
 - La différence de traitement comptable entre les immobilisations incorporelles à durée d'utilité finie, d'une part, et le goodwill, d'autre part (respectivement amortissables et non amortissables), est de nature à offrir aux entreprises une opportunité d'arbitrage consistant à privilégier la comptabilisation d'un goodwill plutôt que d'une immobilisation incorporelle identifiée.

Poids du goodwill dans le total des actifs incorporels

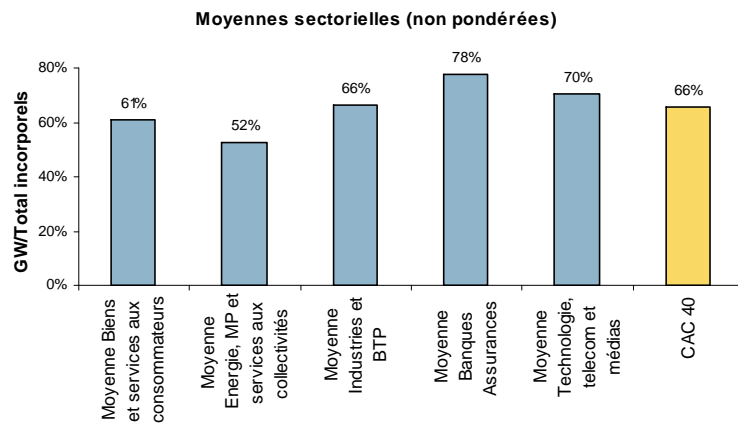
Agrégat CAC 40



Détail CAC 40

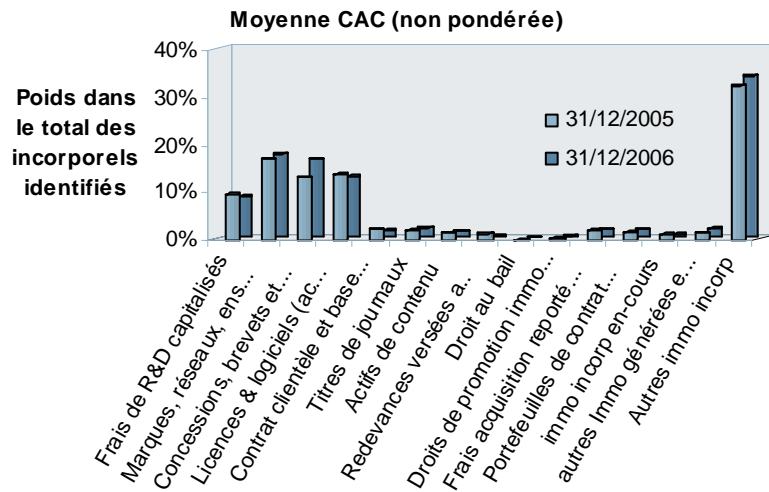


Analyse par secteur



Composition des actifs incorporels identifiés (ie hors goodwill)

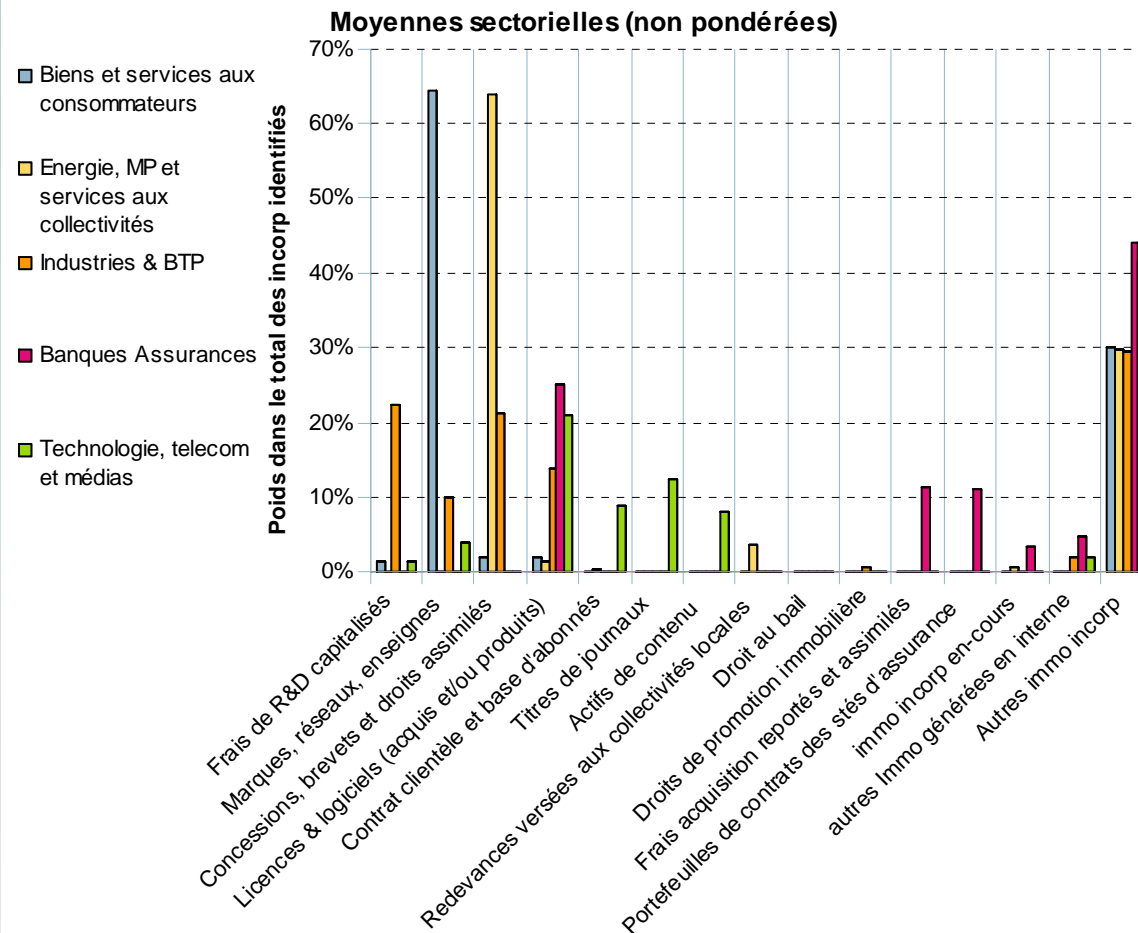
CAC 40 : globalement peu d'information....



- Les « autres immobilisations incorporelles » représentent une part importante des actifs immatériels identifiés.
- Elles comprennent :
 - des autres actifs, pour lesquels seule une information chiffrée globale est fournie,
 - des actifs clairement identifiés, mais que le découpage de notre étude n'a pas permis de classer dans une rubrique précise.
- Elles comprennent également des actifs déjà identifiés par la société dans une autre rubrique. C'est le cas notamment dans les sociétés suivantes :
 - Danone : les marques acquises dont la durée de vie est considérée comme limitée sont inscrites au bilan dans la rubrique « autres immobilisations incorporelles »,
 - Bouygues : les autres immobilisations incorporelles comprennent les droits audiovisuels de TF1.

Composition des actifs incorporels identifiés (ie hors goodwill)

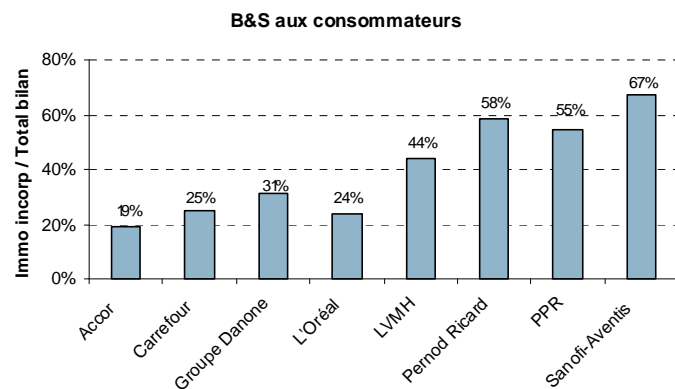
Une information disparate selon les secteurs



- Le secteur “Biens et services aux consommateurs” se distingue par l’identification des marques et réseaux.
- Le secteur “Industrie et BTP” identifie principalement les frais de développement, les licences, logiciels et droits assimilés.
- Le secteur “Energie, matières premières et services aux collectivités” identifie principalement des concessions et brevets.
- Le secteur des “Banques et assurances” affiche peu d’incorporels ; parmi les incorporels identifiés : principalement des licences et logiciels
- Le secteur des “Technologies, télécom et médias” identifie essentiellement des licences et logiciels, des titres de journaux, des contrats clients et des actifs de contenus.

Poids des actifs immatériels (goodwill inclus) par secteur d'activité

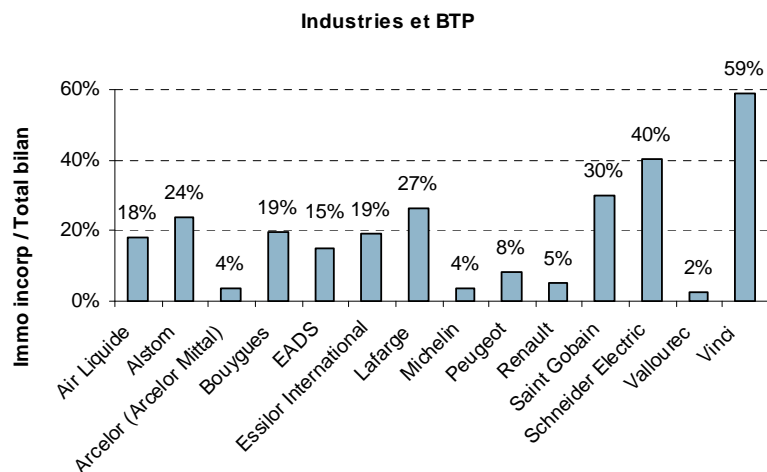
Biens et services aux consommateurs



- Dans le secteur “Biens et services aux consommateurs”, Sanofi affiche toujours un goodwill très important suite à l’acquisition d’Aventis ainsi que des montants significatifs d’actifs incorporels (principalement des droits relatifs à des produits sous marque Aventis).

- Pernod-Ricard, dans le même secteur, a reconnu des marques pour des montants significatifs suite à l’acquisition d’Allied Domecq en 2006 et affiche une part de goodwill plus faible.

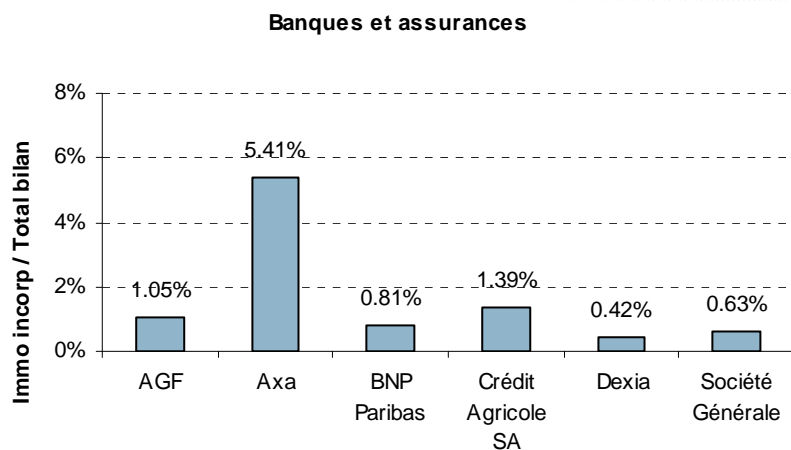
Industrie et BTP



- Vinci comptabilise les immobilisations incorporelles du domaine concédé de Cofiroute et de la société des ASF, société acquise au cours de l’exercice 2006.

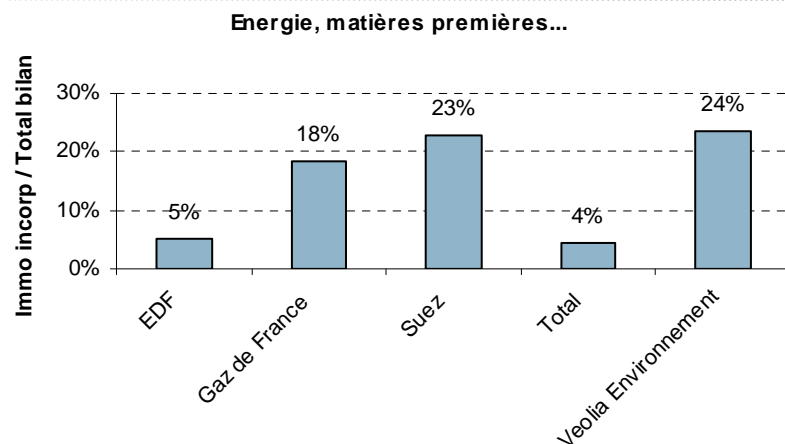
Poids des actifs immatériels (goodwill inclus) par secteur d'activité

Banques et assurances



- Le bilan des sociétés du secteur des “Banques et assurances” se caractérise par le poids très significatif des actifs financiers, prêts, créances et placements. Les incorporels apparaissent ainsi proportionnellement dilués.
- AXA se démarque des autres sociétés du fait de l'acquisition en 2006 de plusieurs sociétés, dont le Groupe Winterthur, présent dans plusieurs pays et possédant une importante clientèle.

Energie, matières premières et services aux collectivités

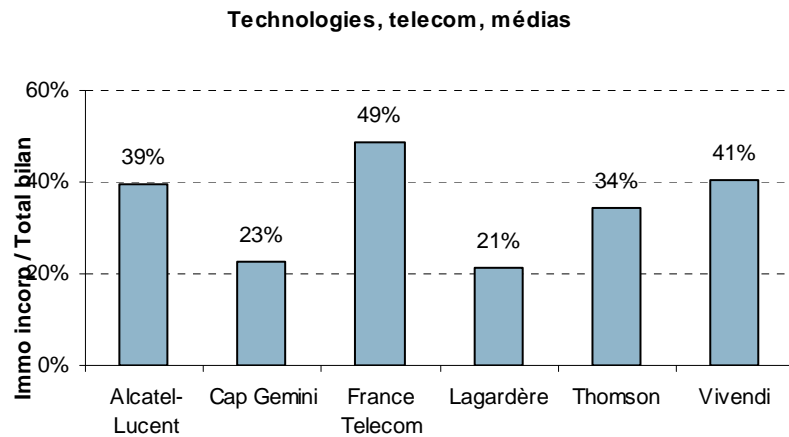


- Il est à noter que GDF, Suez et Veolia appliquent par anticipation l'interprétation IFRIC 12 relative à la comptabilisation des concessions, ce qui accroît la part des incorporels identifiés.



Poids des actifs immatériels (goodwill inclus) par secteur d'activité

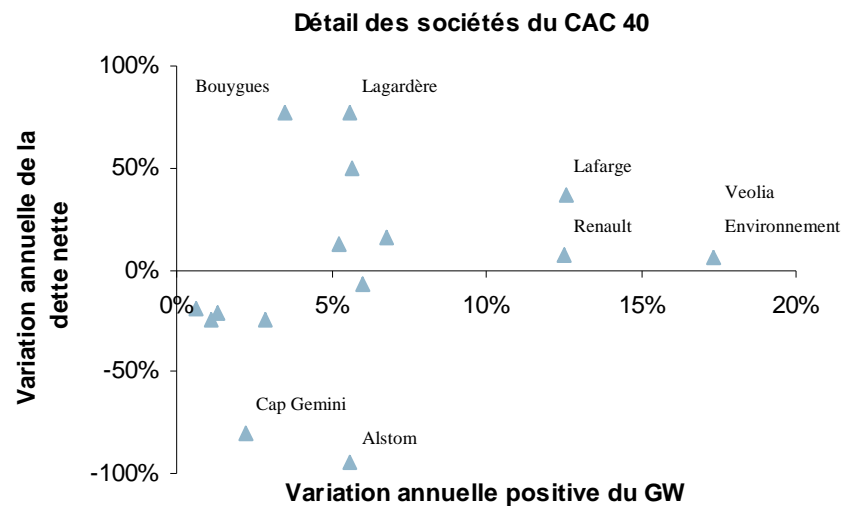
Technologie, telecom et médias



- Alcatel, France Telecom et Vivendi comptabilisent d'importants goodwill en raison de leurs nombreuses acquisitions passées.
- France Telecom identifie par ailleurs :
 - Un montant substantiel de licences de télécommunications (8% de son bilan)
 - La marque Orange, qui à elle seule représente 4% de son bilan

Financement des incorporels : les acquisitions sont-elles financées par recours à l'endettement ?

Présentation tous secteurs confondus au 31 décembre 2006



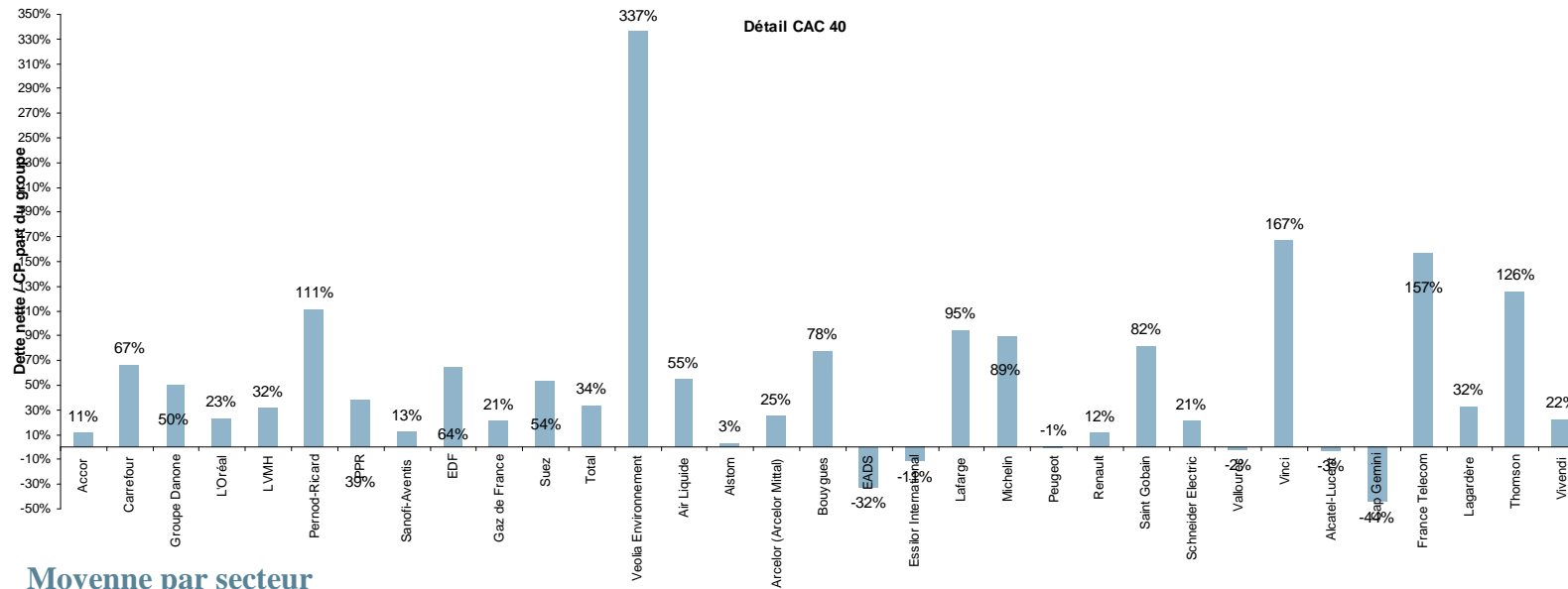
- Cette étude ne met pas en évidence de lien systématique entre l'endettement et les acquisitions des sociétés. Ainsi :
 - ➔ Veolia Environnement a réalisé des acquisitions et contenu son endettement en procédant à une ouverture de capital en juin 2006.
 - ➔ Bouygues s'endette sur l'exercice, alors que son goodwill évolue peu. La participation de Bouygues dans Alstom représente 25,1% fin 2006 ; elle est mise en équivalence sans identification du goodwill, conformément à IAS 28.
 - ➔ Lafarge possède, depuis mai 2006, 100% de Lafarge North America Inc et a financé cette opération par recours à l'endettement (36% - 2,8 Mds€).
 - ➔ Renault, qui n'a pas réalisé d'acquisitions majeures, affiche un goodwill faible (moins de 0,5% du total bilan).
- Certaines sociétés dont Vinci et Alcatel-Lucent se situent hors du graphique en raison du poids des acquisitions réalisées en 2006 qui ont donné lieu à des variations de goodwill très significatives (respectivement +353% et +191%).

Endettement et financement

- **Quel est le levier financier des sociétés au 31 décembre 2006 ?**
- **Evolution dans le temps du levier financier des sociétés ?**
- **Quel est le pay-out des sociétés au 31 décembre 2005 ?**
- **Quelle part de leur résultat les sociétés consacrent-elles à la rémunération des actionnaires en valeur absolue ?**
- **Quelle part de leur résultat les sociétés consacrent-elles à la rémunération des actionnaires versus frais financiers ?**

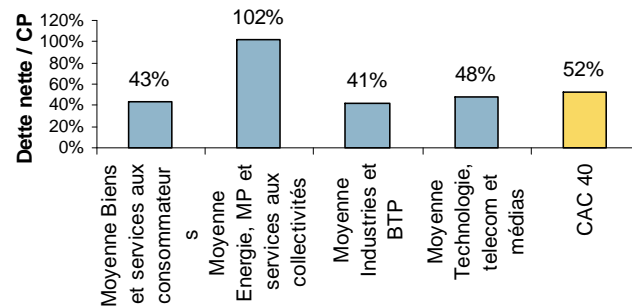
Quel est le levier financier des sociétés du CAC 40 au 31 décembre 2006 ?

CAC 40, hors entreprises des secteurs banque et assurance : dette nette / capitaux propres



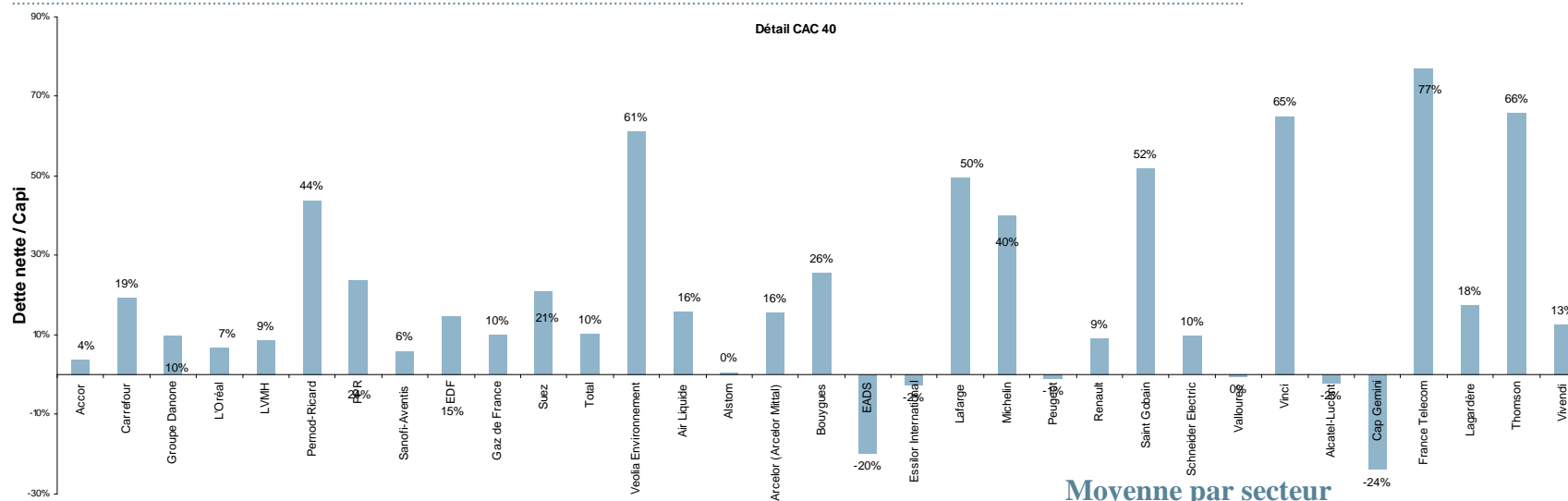
Moyenne par secteur

Moyennes sectorielles (non pondérées)



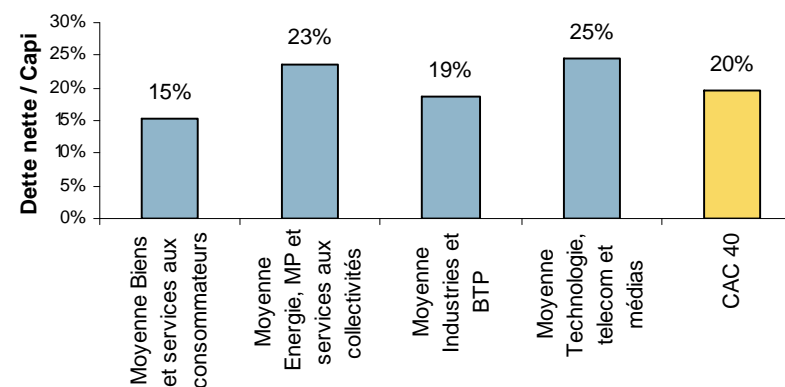
Quel est le levier financier des sociétés du CAC 40 au 31 décembre 2006 ?

CAC 40, hors entreprises des secteurs banque et assurance : dette nette / capitalisation boursière



Moyenne par secteur

Moyennes sectorielles (non pondérées)

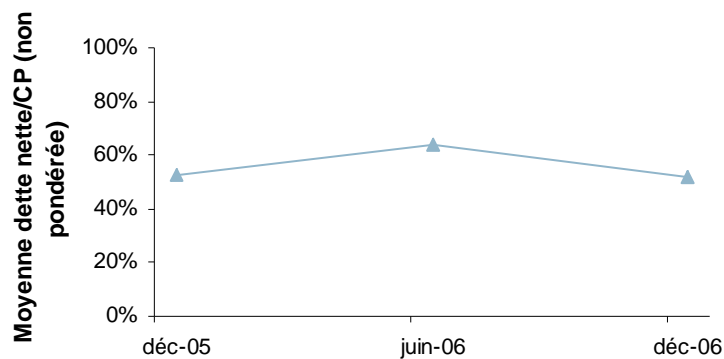


- Vinci affiche un levier élevé suite à l'acquisition d'ASF en 2006. De même, la structure financière de Veolia présente un fort effet de levier.
- Depuis quelques années Essilor présente une dette nette négative, c'est-à-dire une « trésorerie nette ».
- France Telecom, tout en se désendettant fortement, affiche un fort levier financier.

Evolution dans le temps du levier financier des sociétés du CAC 40

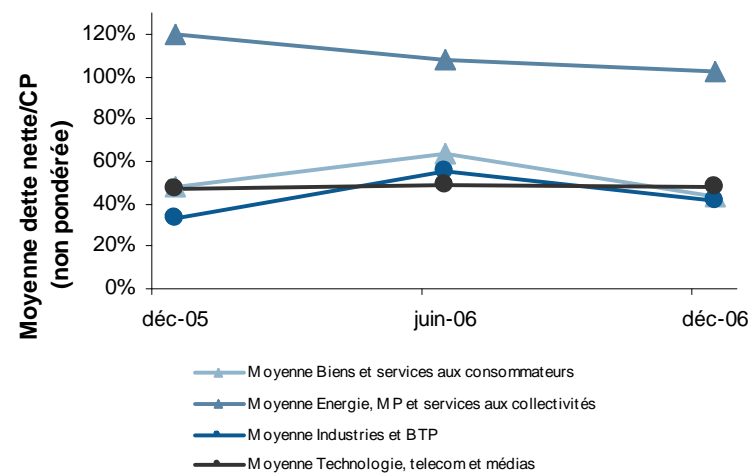
Moyenne CAC 40, hors entreprises des secteurs banque et assurance

Moyenne CAC 40 (non pondérée)



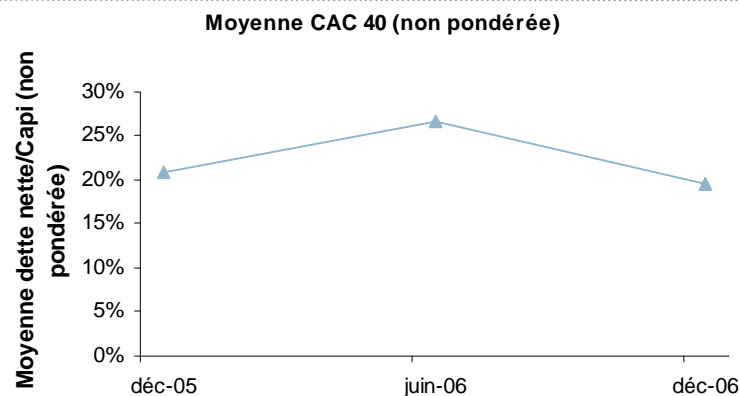
Moyennes sectorielles

Moyennes sectorielles (non pondérées)



Evolution dans le temps du levier financier des sociétés du CAC 40

Moyenne CAC 40, hors entreprises des secteurs banque et assurance



- Si certains secteurs ont davantage recours à l'endettement que d'autres, on remarque, à l'allure générale de la courbe, que la structure financière des sociétés reste relativement stable sur les deux derniers exercices.

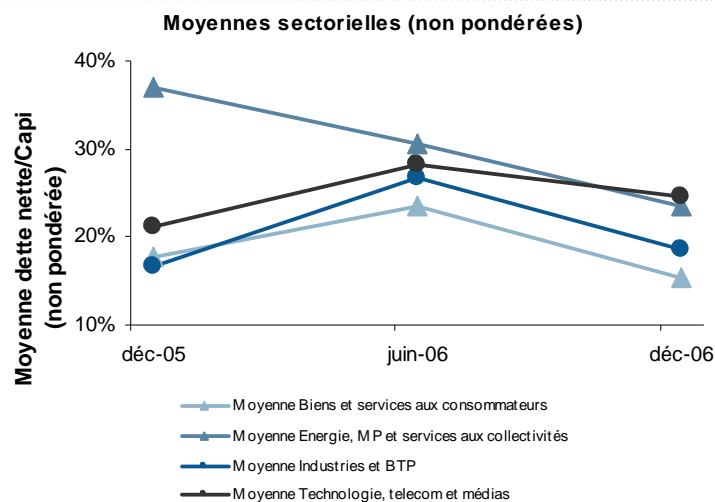
Le levier a légèrement augmenté en milieu d'exercice pour terminer en dessous de son point de départ.

Fin 2005 : 21%

Milieu 2006 : 27%

Fin 2006 : 20%

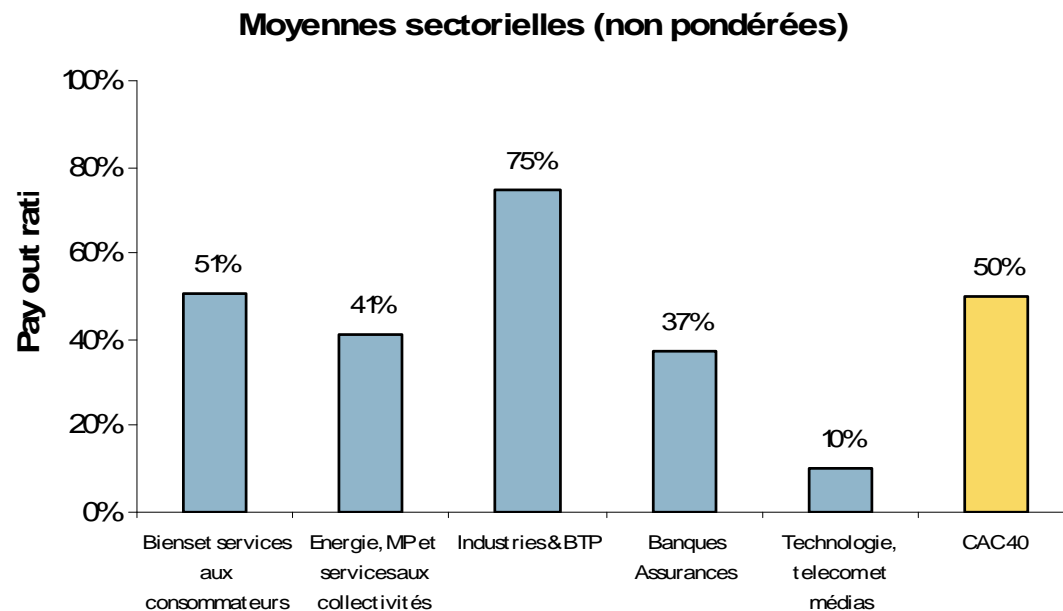
Moyennes sectorielles





Quel est le pay-out des sociétés du CAC 40 ? (dividende versé en 2007 au titre de 2006)

Moyenne sectorielle



Les sociétés du CAC 40 ont globalement distribué un montant de 39,6 Milliards d'euros en 2007 au titre des résultats 2006.

Rapporté aux résultats nets totaux réalisés par l'indice CAC 40, le pay out ressort à 40%.
Ce ratio est stable depuis 2 ans.



Quelle part de leur résultat les sociétés consacrent-elles à la rémunération des actionnaires versus frais financiers ?

Globalement la part consacrée aux dividendes est plus importante que la part consacrée aux frais financiers (hors banques et assurances)

