

Profil financier du CAC 40

Présentation du 23 juin 2009

Avertissement/préambule

- Les informations présentées dans le « Profil financier du CAC 40 » sont issues des rapports annuels des sociétés du CAC 40, ou calculées à partir des chiffres publiés par ces sociétés.
- Nous remercions le lecteur du « Profil financier du CAC 40 » de bien vouloir noter que notre présentation ne comporte aucune appréciation ni opinion sur les informations présentées. En particulier, si certains chiffres ou ratios relatifs à une entreprise donnée apparaissent en première lecture négatifs, ils peuvent en réalité être parfaitement justifiés par la stratégie ou la situation particulière de la société concernée et n'impliquer aucune conséquence défavorable à court, moyen ou long terme.
- C'est la raison pour laquelle le cabinet Ricol Lasteyrie ne saurait être tenu responsable des interprétations qui pourraient le cas échéant être faites sur la base des chiffres communiqués dans le « Profil financier du CAC 40 ».



Sommaire

<u>Présentation générale « Profil CAC 40 »</u>	4
<u>La valorisation boursière</u>	8
<u>Analyse des incorporels</u>	14
<u>Analyse des revenus et des dépenses</u>	19
<u>Endettement et financement</u>	24



Présentation générale « Profil CAC 40 »

<u>Les principales conclusions</u>	<u>5</u>
<u>Méthodologie</u>	<u>6</u>
<u>Panel des sociétés étudiées</u>	<u>7</u>

Les principales conclusions

- **Valeur des entreprises.** Pour nombre d'entreprises du CAC 40, il est difficile de réconcilier la valeur de marché (le cours de bourse) et la valeur intrinsèque des sociétés telle qu'elle ressort des comptes.
- **Confiance.** Les entreprises ont peu déprécié leurs actifs, signe qu'elles restent confiantes dans leur capacité à renouer assez rapidement avec un meilleur niveau d'activité.
- **Structure des bilans.**
 - La crise n'a pas influé de manière sensible sur la valeur des actifs immatériels.
 - L'endettement s'est fortement accru, tant en valeur absolue que de manière relative, en raison de la baisse des valeurs boursières. Ceci explique les nombreux refinancements observés ces derniers mois.
- **Partage de la « valeur ajoutée »** (selon définition donnée en page 20). Dans la répartition de la valeur ajoutée, les salariés ont préservé leur situation en 2008 au contraire de l'Etat et des actionnaires.
- **Résultats nets.** Les résultats nets ont globalement diminué de 40% entre 2007 et 2008.

Méthodologie

- L'analyse que nous présentons a été réalisée sur la base des états financiers 2008, publiés au printemps 2009. Il s'agit donc des arrêtés de comptes au 31 décembre 2008, à l'exception des groupes Alstom, Air-France KLM et Pernod Ricard qui ont un exercice décalé :
 - Pernod Ricard : 30/06/2008
 - Air-France KLM : 31/03/2009
 - Alstom : 31/03/2009
- Le CAC 40 a connu les changements de périmètre suivants depuis notre dernière étude :
 - Suez et GDF ont fusionné pour donner GDF-Suez
 - Suez est remplacée par Suez environnement
- Cette année, nous avons intégré à notre étude la société ST Microelectronics dont le lieu de cotation principal est Amsterdam et dont les comptes sont publiés en US GAAP.

Panel des sociétés étudiées

- Biens et services aux consommateurs
 - Air-France
 - L'Oréal
 - Groupe Danone
 - Carrefour
 - Accor
 - Sanofi-Aventis
 - LVMH
 - Pernod-Ricard
 - PPR

- Banques et assurances et autres institutionnels
 - AXA
 - BNP-Paribas
 - Crédit Agricole SA
 - Dexia
 - Société Générale
 - Unibail-Rodamco

- Technologie, Telecom et media:
 - Vivendi
 - Lagardère
 - France Telecom
 - Cap Gemini
 - Alcatel-Lucent
 - ST Microelectronics

- Energie et matières premières
 - EDF
 - GDF-SUEZ
 - Suez Environnement
 - Total
 - Veolia Environnement

- Industrie et BTP
 - Air-Liquide
 - Alstom
 - Arcelor-Mittal
 - Bouygues
 - EADS
 - Essilor International
 - Lafarge
 - Michelin
 - Peugeot
 - Renault
 - Saint Gobain
 - Schneider Electric
 - Vallourec
 - Vinci



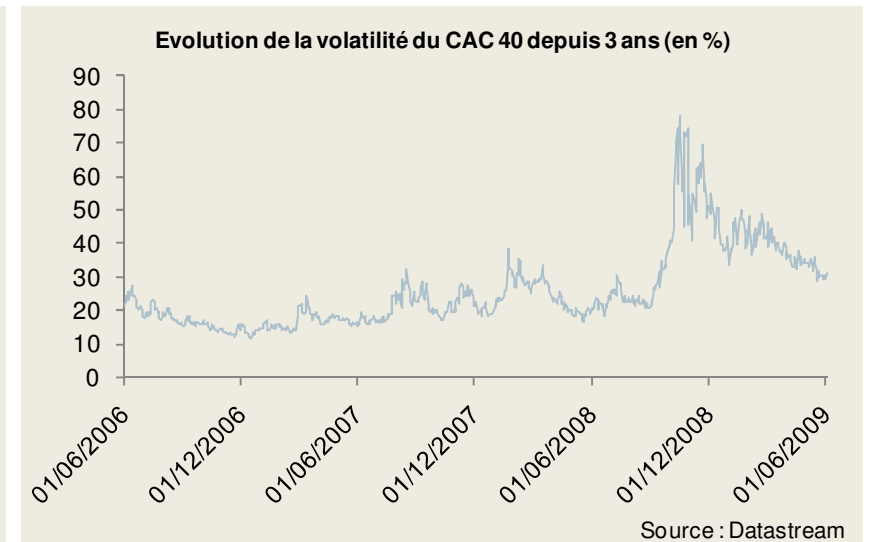
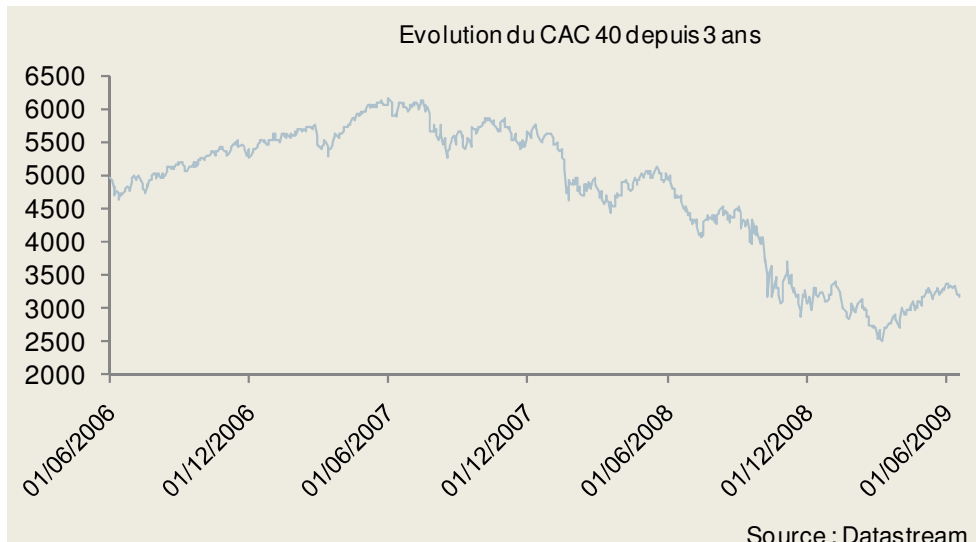
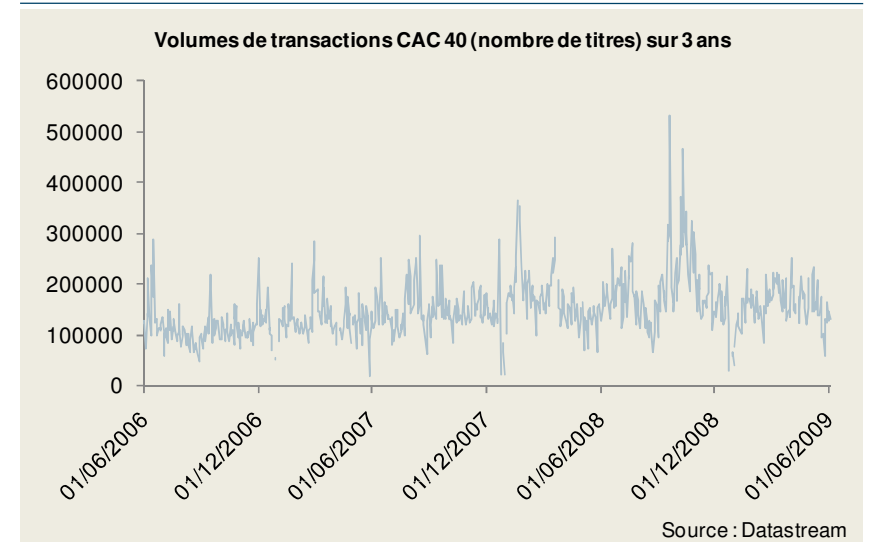
La valorisation boursière

<u>Caractéristiques du CAC 40</u>	<u>9</u>
<u>Comparaison entre les capitaux propres et la capitalisation boursière des sociétés du CAC 40</u>	<u>10</u>
<u>ROE versus P/B</u>	<u>12</u>
<u>Le PER du CAC 40</u>	<u>13</u>

Caractéristiques du CAC 40

- L'année 2008 a été caractérisée par une forte chute des cours de bourse et par un niveau de volatilité jamais atteint depuis la création du profil financier du CAC 40. Il reste en revanche très liquide

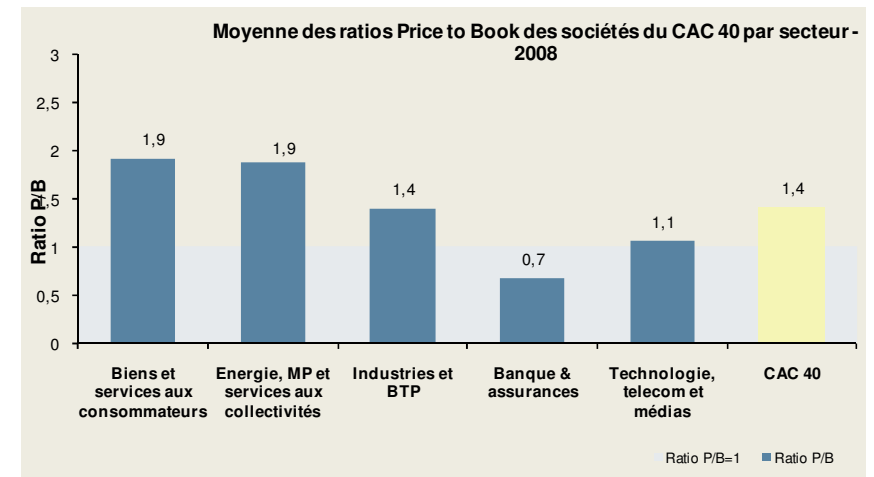
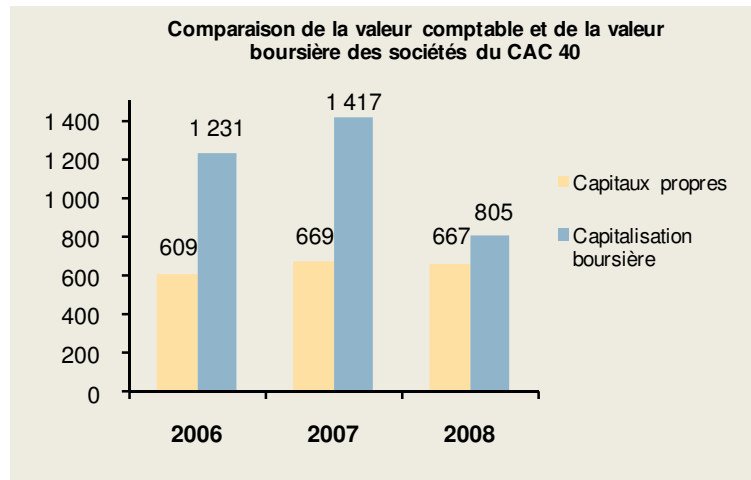
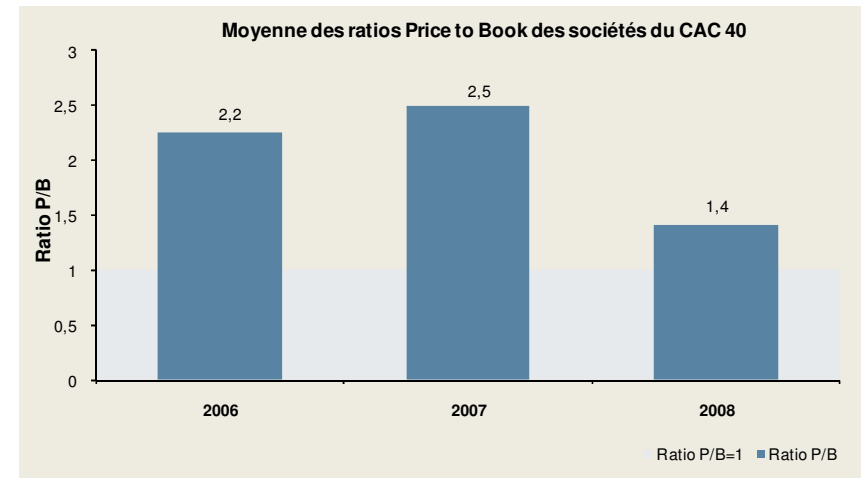
Date	Valeur de l'indice (en points)	Capitalisation boursière (en Md€)
29/12/2006	5 542	1 227
29/06/2007	6 055	1 456
31/12/2007	5 614	1 417
30/06/2008	4 435	1 121
31/12/2008	3 218	805
19/06/2009	3 221	835



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

Observations

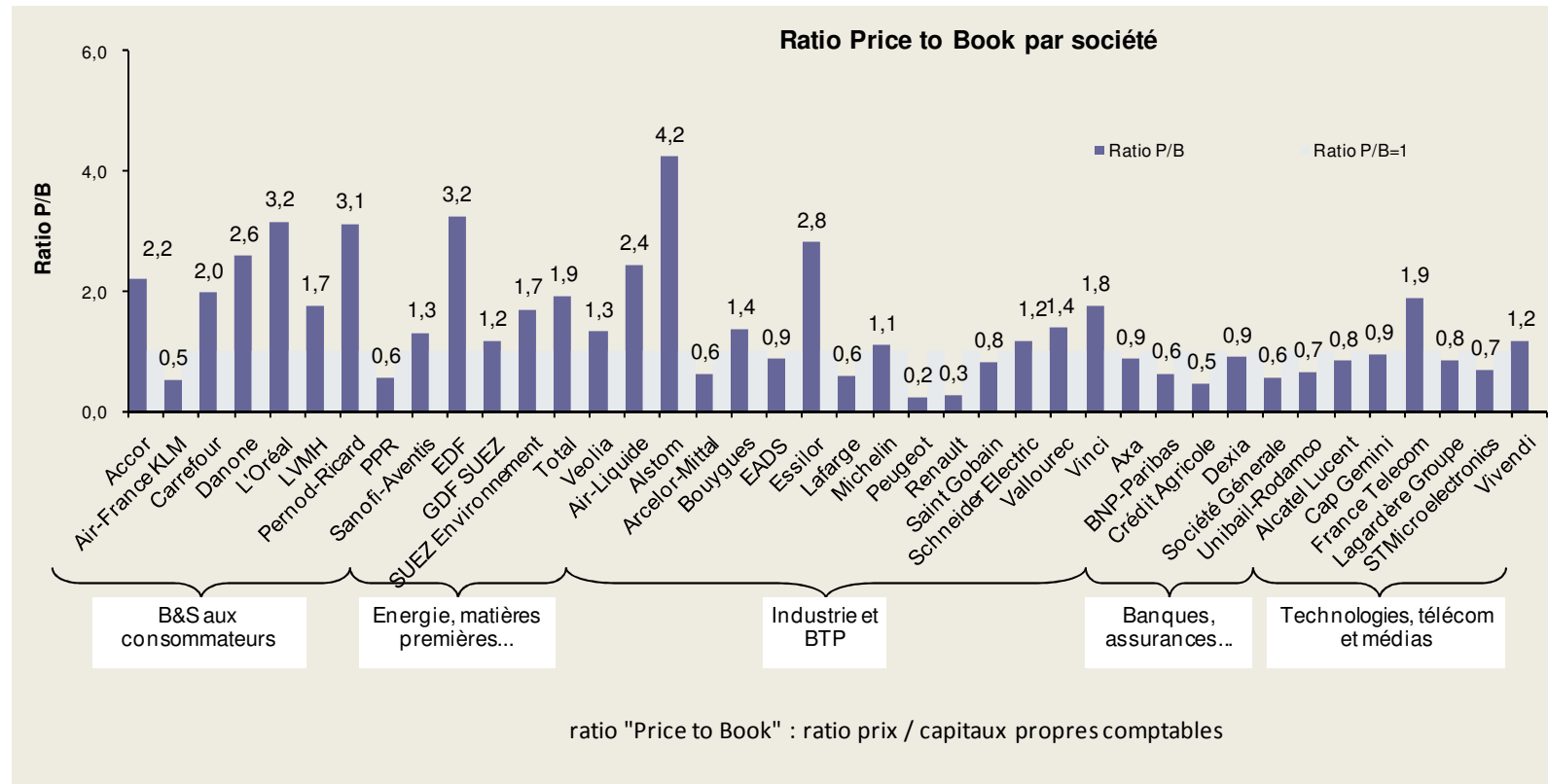
- Le Price to Book ratio (P/B) est le rapport entre la valeur de marché et le montant des fonds propres, c'est-à-dire la valeur comptable d'une société.
- Lorsque celui-ci est inférieur à 1, cela signifie que la valeur de marché est inférieure à la valeur comptable de la société, ce qui, en temps normal, est rare.
- L'analyse de la capitalisation boursière des entreprises du CAC 40 au regard de leurs fonds propres reflète le profond pessimisme qui a saisi les marchés en 2008. On note en effet une forte chute de la moyenne des ratios *price to book* passée de 2,5 fin 2007 à 1,4 fin 2008.



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

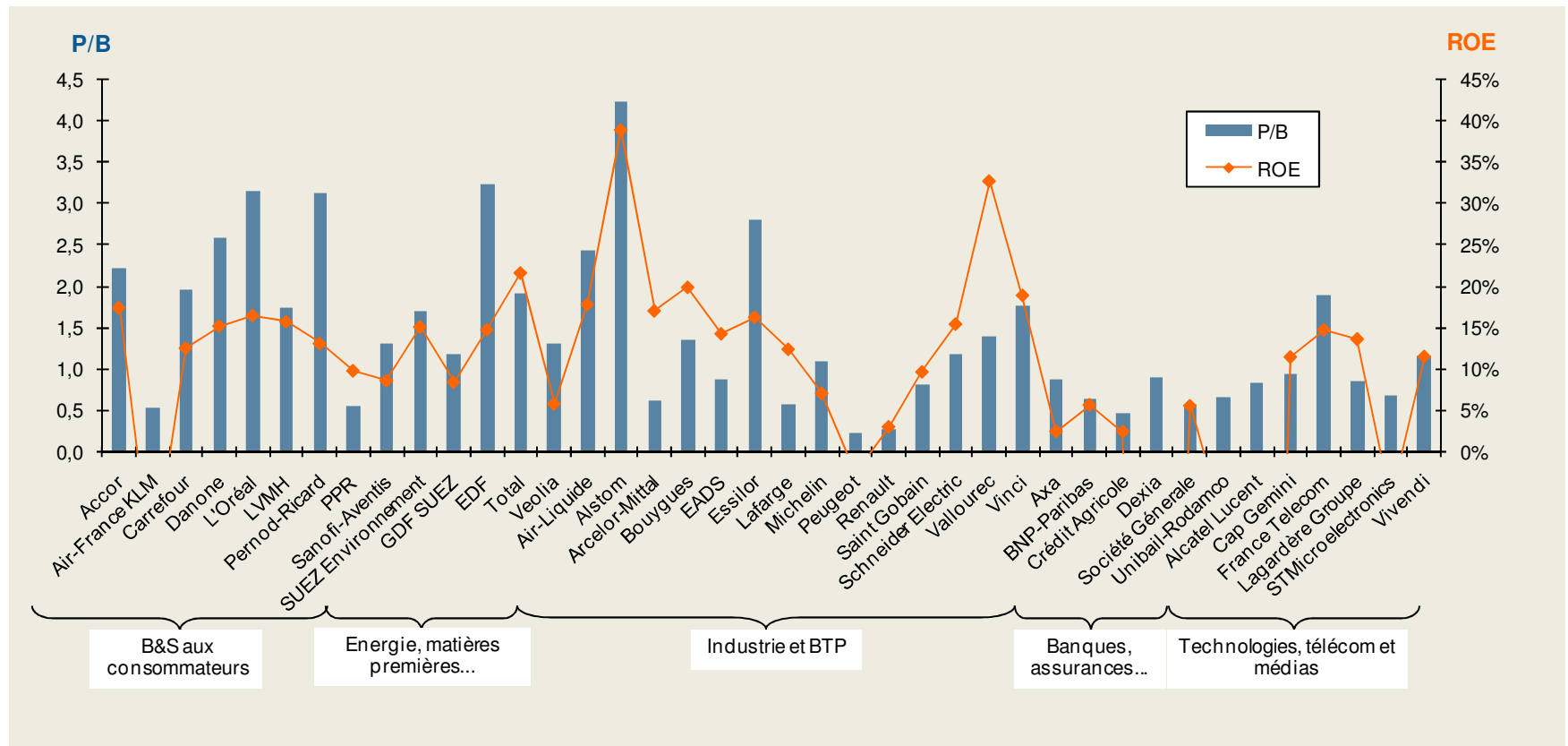
Analyse

- Il est difficile de réconcilier la valeur de marché et la valeur intrinsèque des sociétés telle qu'elle ressort des comptes. Au 31 décembre 2008, près de la moitié des entreprises du CAC 40 (dix-huit précisément) avaient une valorisation boursière inférieure à leurs fonds propres, contre trois seulement un an plus tôt. En valorisant de nombreuses entreprises à un montant inférieur à leur valeur comptable, les investisseurs expriment leurs craintes de voir une dégradation des résultats sur une longue période.
- Le P/B des banques, qui tend historiquement vers 1 (l'essentiel des actifs étant comptabilisés en valeur de marché) est aujourd'hui nettement inférieur à 1. Aucune banque ne vaut en bourse plus que ses fonds propres. L'assouplissement des normes de comptabilisation de certains actifs, suite à la crise financière, a permis aux banques de maintenir leurs capitaux propres.



ROE versus P/B

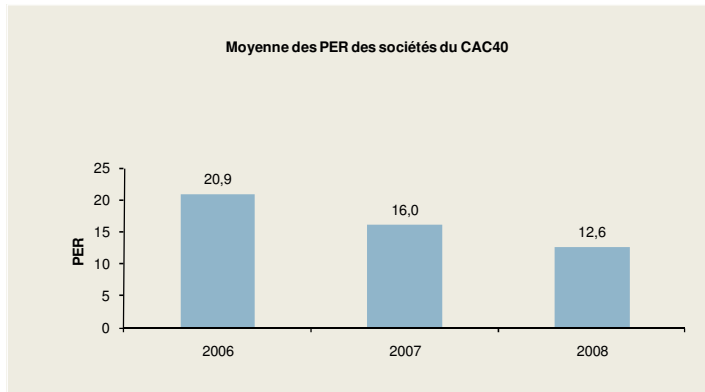
- On constate que les entreprises les plus rentables sont les mieux valorisées
- 6 sociétés ont cette année des ROE négatifs



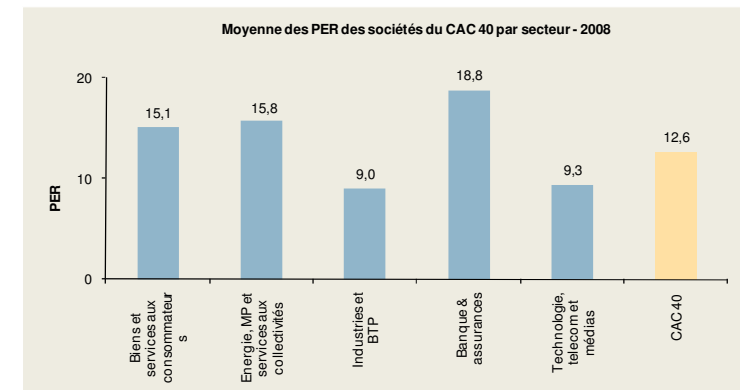
PER du CAC 40

Le PER moyen (price earning ratio : rapport de la capitalisation boursière sur les bénéfices) a fortement reculé. Au 31 décembre 2008, il ne s'élevait plus qu'à 12,6 contre 20,9 deux ans plus tôt, soit une baisse de près de 40%.

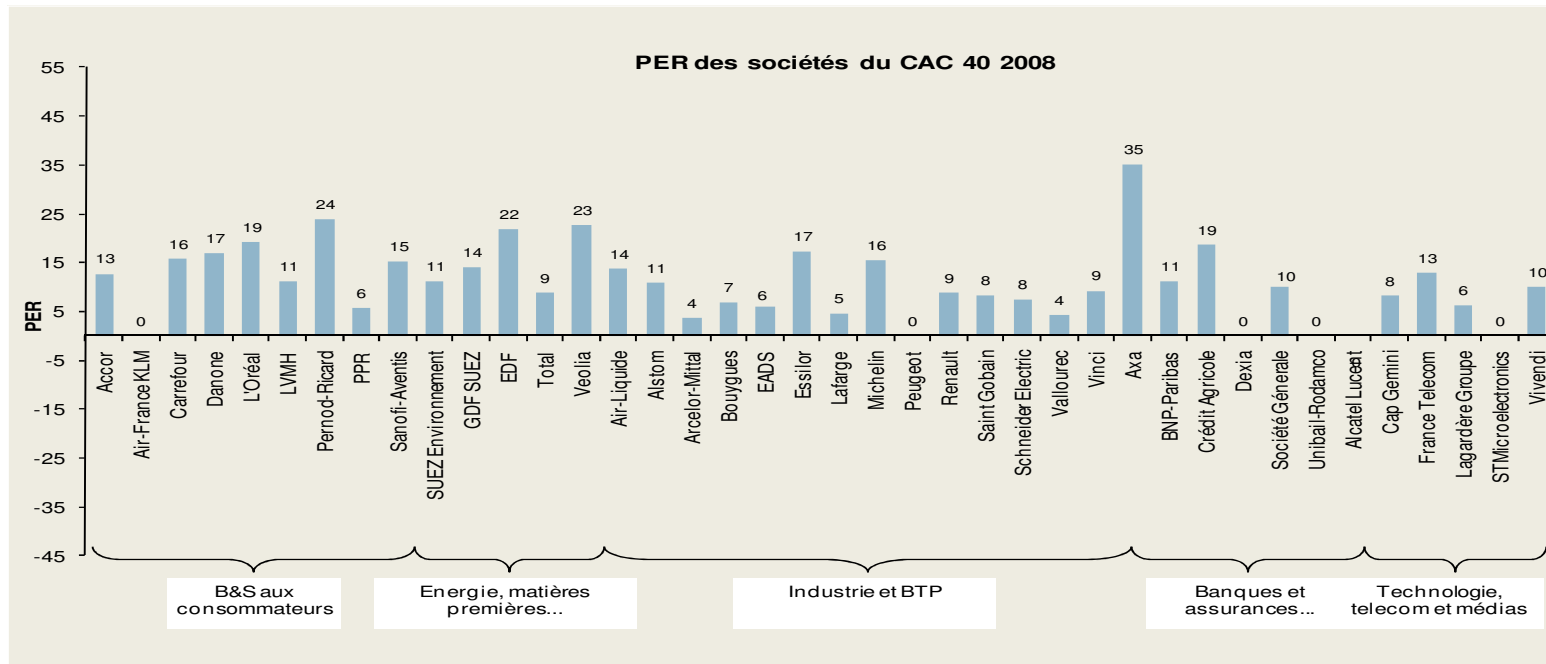
Moyenne des PER des sociétés du CAC 40



Moyenne des PER des sociétés du CAC 40 par secteur



PER des sociétés du CAC 40 2008



3

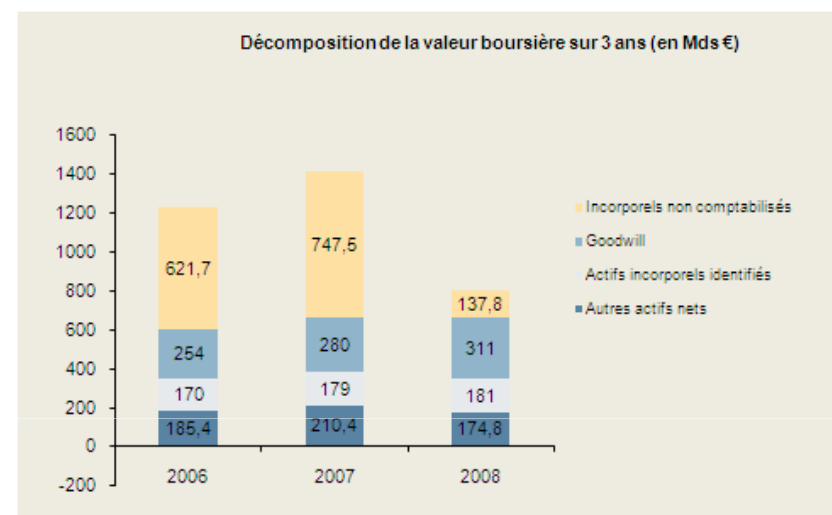
Analyse des incorporels

<u>Poids des incorporels (Gw inclus) dans la valorisation boursière au 31 décembre 2008</u>	<u>15</u>
<u>Comptabilisation des incorporels</u>	<u>18</u>

Poids des incorporels (GW inclus) dans la valorisation boursière au 31 décembre 2008

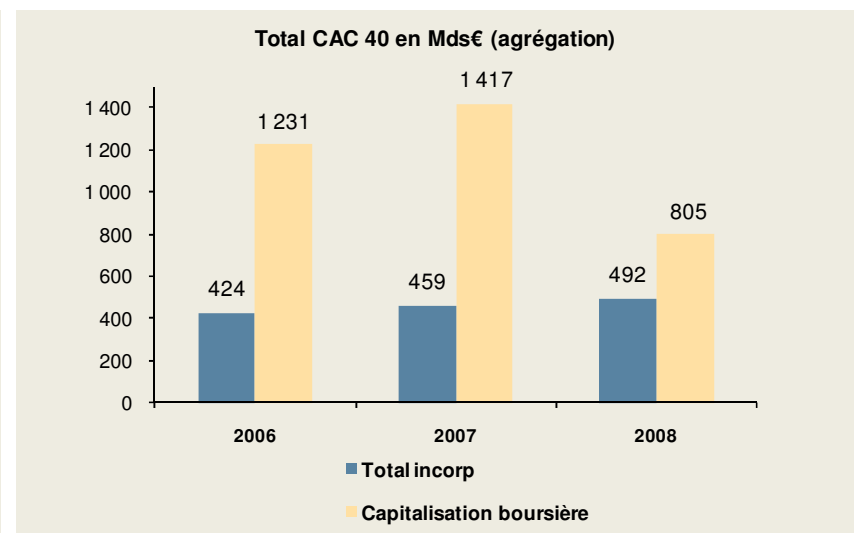
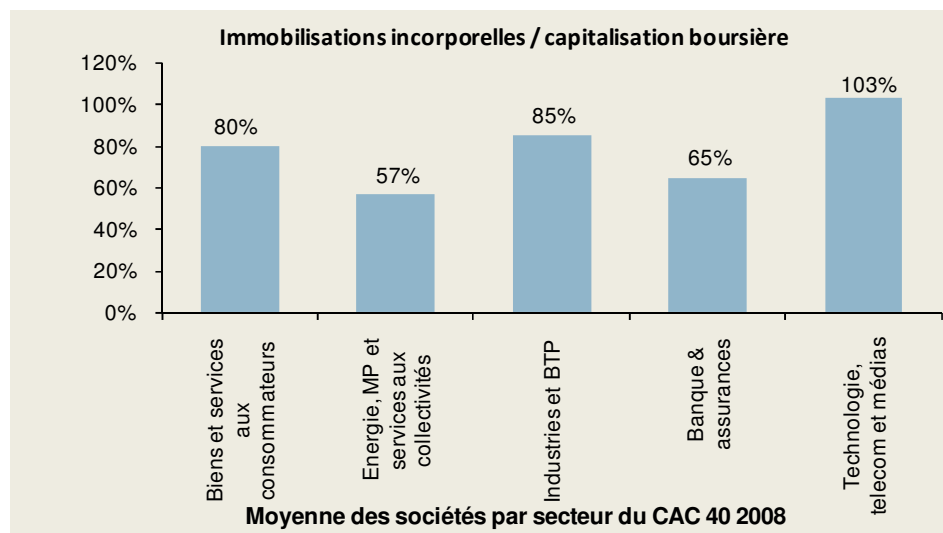
- La manière dont les marchés valorisent les actifs au bilan des sociétés du CAC 40, et notamment les actifs incorporels, est une autre façon de mesurer le pessimisme des investisseurs. A contrario, cette analyse révèle le relatif optimisme des entreprises.
 - Le graphe ci-contre montre l'évolution de la capitalisation boursière du CAC 40 depuis 2005. Les éléments en bleu décrivent les différentes catégories d'actifs comptabilisés au bilan des entreprises. La partie en ocre représente la « survaleur » que les marchés attribuent aux entreprises (autrement dit des actifs incorporels non comptabilisés).
 - Dans leur évaluation des sociétés du CAC 40, les marchés ont divisé par cinq les incorporels non comptabilisés en 2008. Cela signifie qu'ils sont réticents à payer une prime pour des entreprises qu'ils considèrent comme plus risquées
 - Dans le même temps, la valeur des actifs figurant au bilan des sociétés du CAC 40 est restée quasiment stable ; les actifs incorporels ont même augmenté. En effet, les entreprises ont procédé à très peu de dépréciations, signe qu'elles restent confiantes dans leur *business plan* et dans leur capacité à renouer assez rapidement avec un meilleur niveau d'activité.
 - Le goodwill reste, de loin, l'actif le plus important dans les bilans. Or, dans le cadre des normes IFRS, sa valeur doit être « testée » chaque année, ce qui peut donner lieu le cas échéant à une dépréciation. Le maintien, et même l'augmentation, du goodwill reflètent la confiance des entreprises. Une position qui souligne un certain divorce avec les investisseurs.
 - Il faudra néanmoins surveiller de près ce poste lors des prochains arrêtés de comptes car la confiance des entreprises dans la qualité de leurs actifs pourrait s'effriter si la crise devait perdurer.

Ce qui rentre dans la valorisation boursière du CAC 40



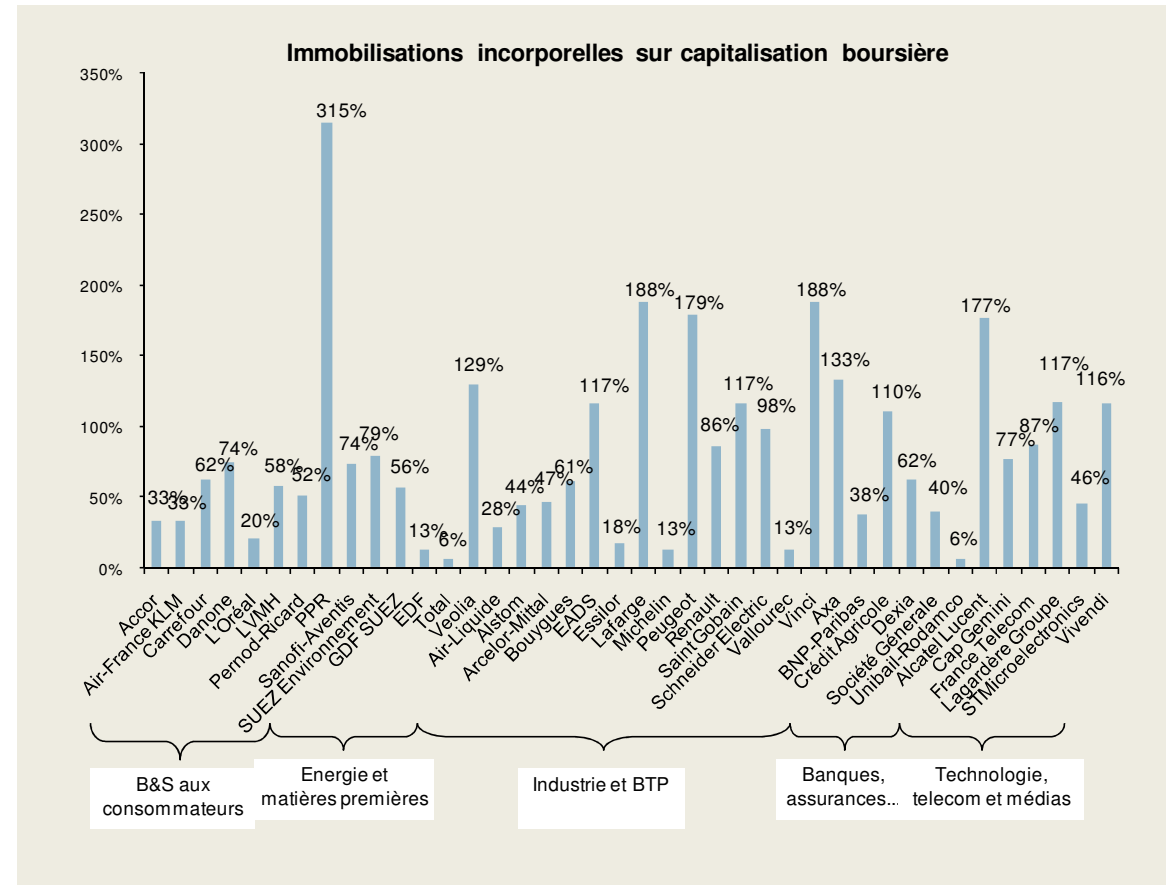
Poids des incorporels (Gw inclus) dans la valorisation boursière au 31 décembre 2008

- 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 frais de développement. Ainsi par exemple, la marque Michelin n'est pas évaluée dans les états financiers du groupe Michelin.



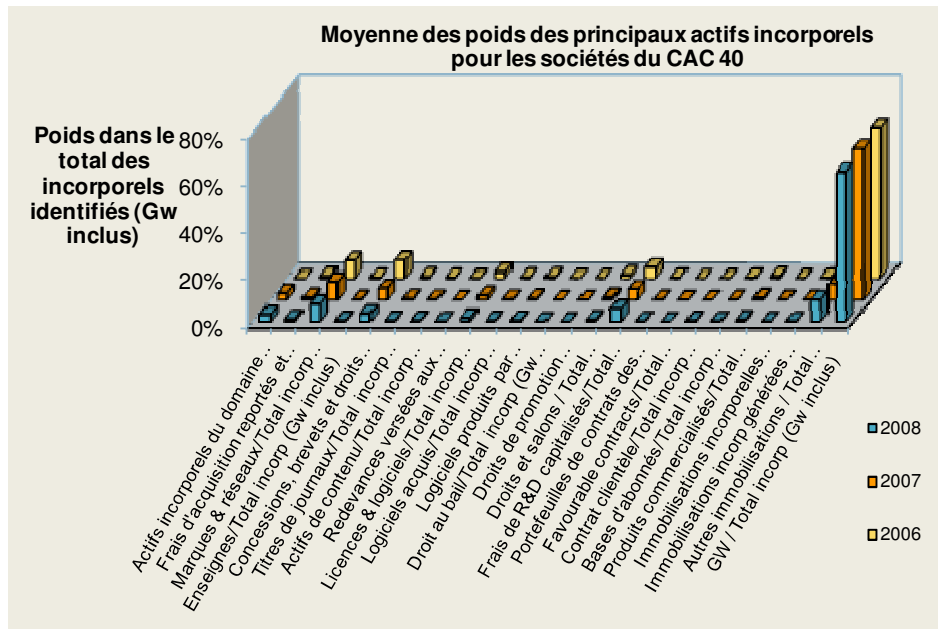
Poids des incorporels (Gw inclus) dans la valorisation boursière au 31 décembre 2008

- Certaines sociétés présentent un ratio particulièrement élevé (supérieur à 100%). Ceci peut s'expliquer par d'importantes acquisitions financées par dette, ou par la baisse de la capitalisation boursière
- Danone a acquis Numico au second semestre 2007, ce qui explique l'augmentation des immobilisations incorporelles
- L'importance des immobilisations incorporelles de France Telecom s'explique par les acquisitions effectuées depuis 1999, notamment Orange, Equant et TP Group
- Lagardère a renforcé sa présence sur Internet grâce à l'acquisition de Doctissimo
- L'Oréal a acquis en 2008 Yves Saint Laurent Beauté
- Lafarge s'est renforcé au Moyen Orient avec l'acquisition d'Orascom, un acteur majeur du secteur
- PPR possède essentiellement des marques, qui n'ont pas fait l'objet de dépréciation au 31/12/2008. Le cours de bourse de PPR a connu son plus bas niveau de l'année en décembre 2008.



Composition des incorporels (GW inclus)

Analyse



- Nous constatons les limites rencontrées par les entreprises pour identifier des actifs incorporels lorsqu'elles procèdent à des acquisitions.
- Ainsi, parmi toutes les immobilisations incorporelles, seuls les marques, les concessions-brevets, les licences et logiciels et les frais de R&D bénéficient d'une attention particulière. Nous pouvons observer que la situation a peu évolué entre 2006 et 2008.
- 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), peut conduire les entreprises à privilégier la comptabilisation d'un goodwill plutôt que d'une immobilisation incorporelle amortissable.

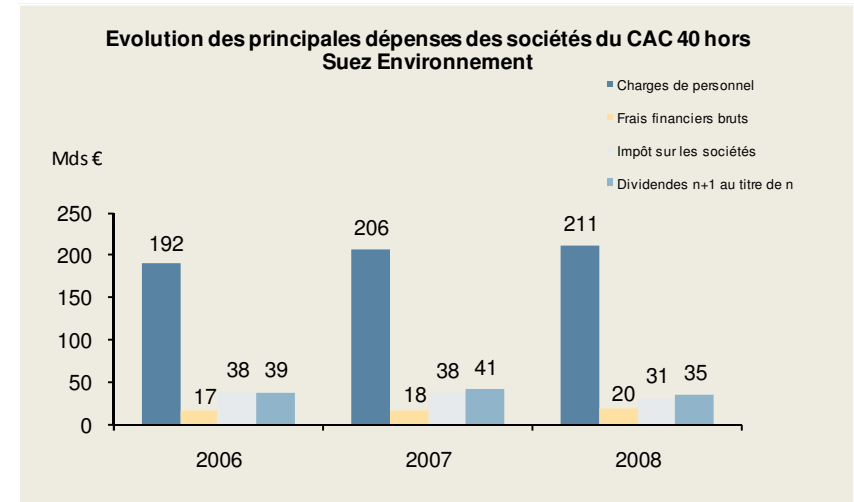
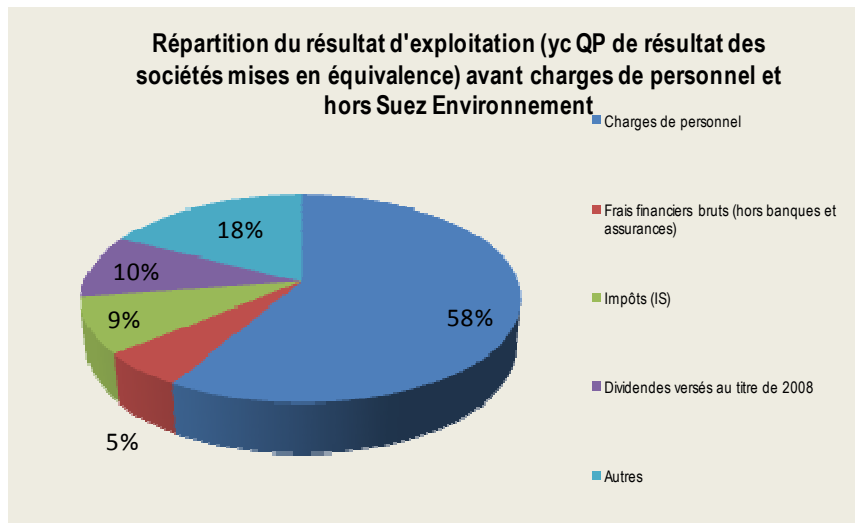
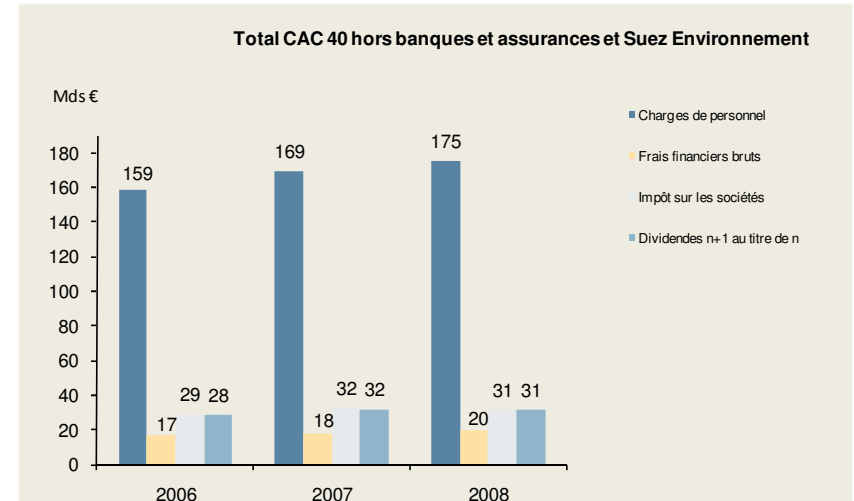
4

Analyse des revenus et des dépenses

<u>Evolution des principales dépenses du CAC 40</u>	<u>20</u>
<u>Pay-out des sociétés du CAC 40</u>	<u>21</u>
<u>Dividendes versés en 2009 au titre de 2008</u>	<u>22</u>
<u>Ventilation géographique du chiffre d'affaires</u>	<u>23</u>

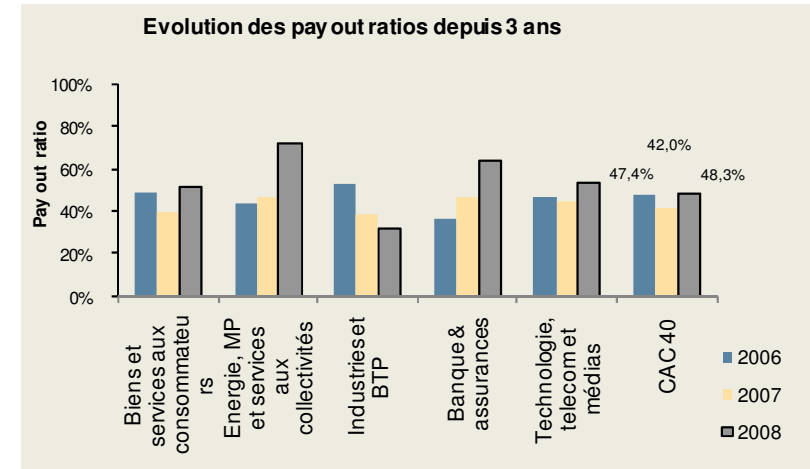
Evolution de la part relative des différentes parties prenantes du CAC 40

- Dans un contexte de baisse sensible des bénéfices des entreprises du CAC 40, les parts revenant à l'Etat sous forme d'impôt sur les sociétés et aux actionnaires sous forme de dividende ont diminué en 2008
 - Le résultat net cumulé des entreprises du CAC 40 a reculé en 2008 de 41%
 - La répartition du résultat d'exploitation avant charges de personnel a sensiblement évolué en 2008

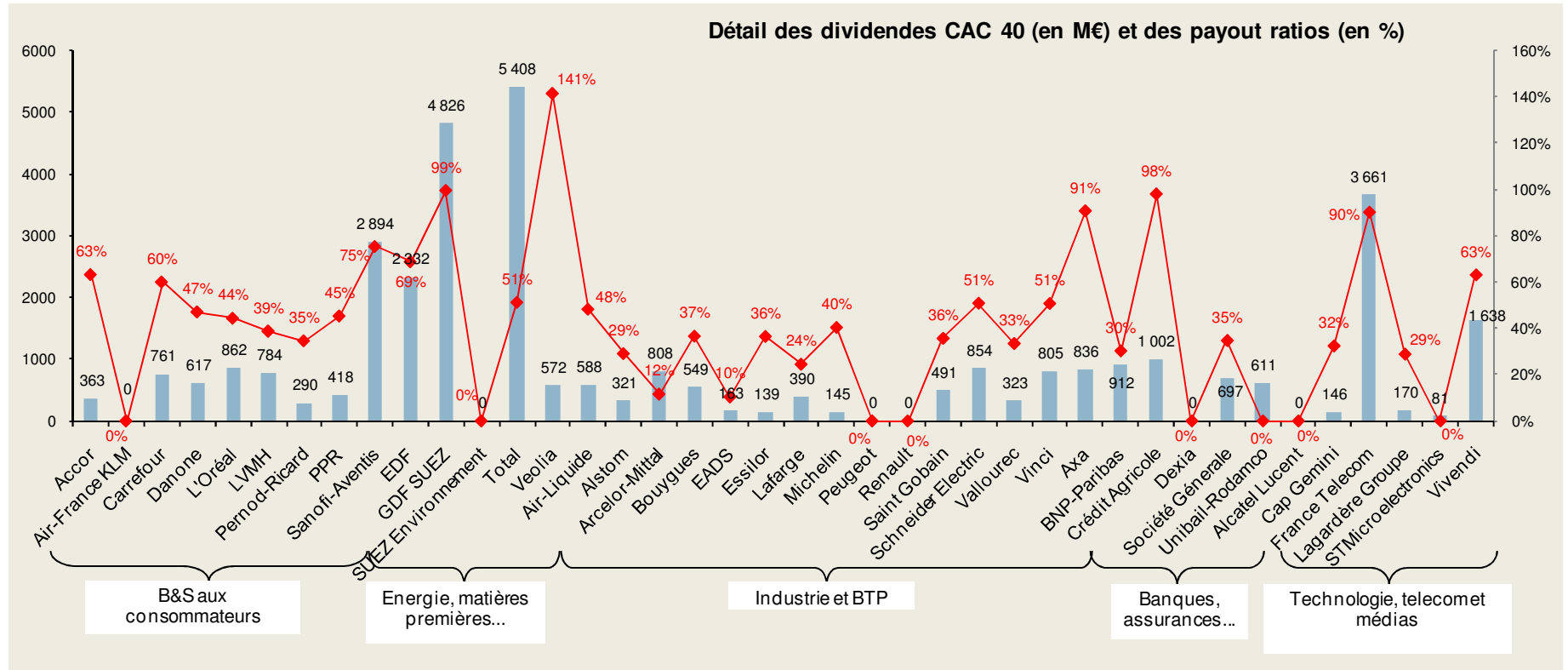


Pay-Out des sociétés du CAC 40

- Les sociétés du CAC 40 vont verser des dividendes à hauteur de 35,6 Mds € en 2009 au titre des résultats 2008, soit un pay-out ratio de 48% en moyenne, contre 42% en moyenne un an plus tôt.
- L'évolution de ce ratio depuis trois ans montre la volonté des entreprises de ne pas pénaliser leurs actionnaires en temps de crise alors même que la valeur de leurs actions a fortement chuté.



Dividendes versés en 2009 au titre de 2008

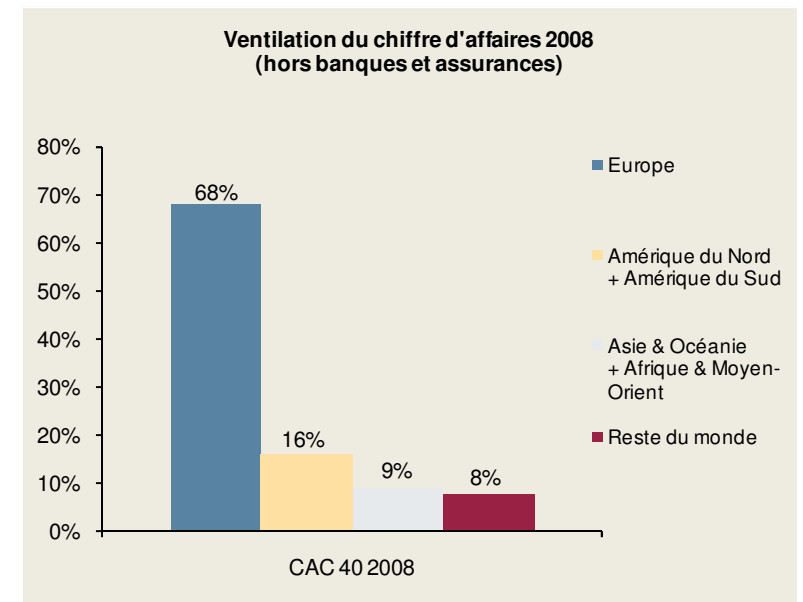
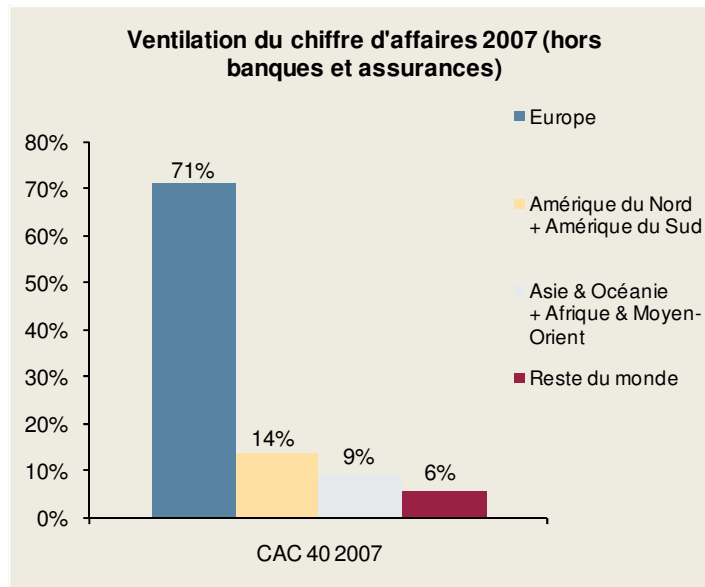


Ventilation géographique du chiffre d'affaires

Ventilation du Chiffre d'affaires des sociétés du CAC 40

En 2008, les sociétés du CAC 40 ont réalisé:

- 68% de leur chiffre d'affaires en Europe (contre 71% en 2007),
- 16% en Amérique du nord et du sud (contre 14% en 2007),
- 9% en Asie-Océanie-Afrique (inchangé),
- 7% n'est pas ou peu précisé (contre 6% en 2007).



5

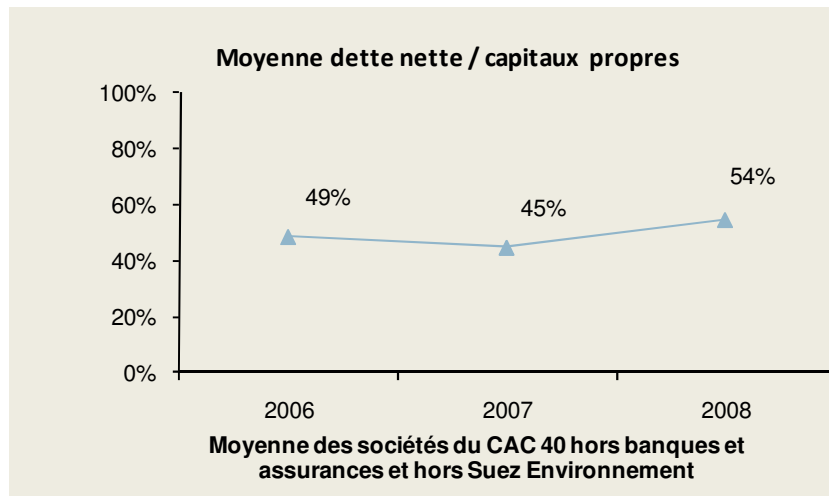
Endettement et financement

<u>Evolution dans le temps du levier financier (ratio dette nette / capitalisation boursière)</u>	25
<u>Le levier financier des sociétés au 31 décembre 2008</u>	26
<u>Evolution dans le temps du levier financier (ratio dette nette / capitaux propres)</u>	27

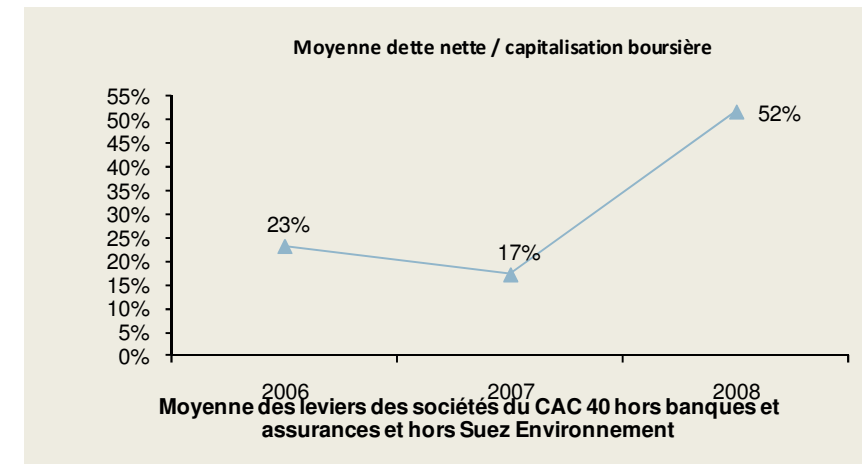
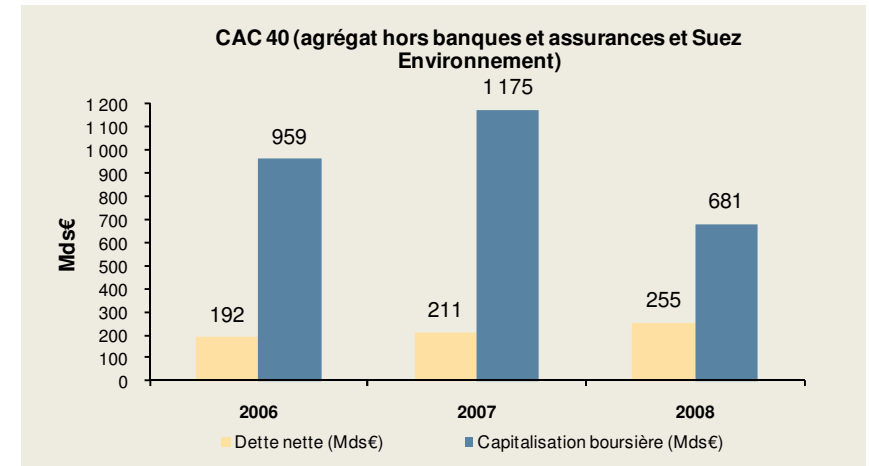
Evolution dans le temps du levier financier (ratio dette nette / capitalisation boursière)

- Au cours de l'exercice 2008, les sociétés du CAC 40 ont vu leur ratio Dette nette sur Capitalisation boursière augmenter de 35 points. Cette forte progression s'explique davantage par la correction importante des valeurs boursières que par la hausse de l'endettement des sociétés:
 - Capitalisation boursière totale du CAC 40 (hors Suez Environnement): - 44%
 - Endettement net total du CAC 40 (hors Suez Environnement): +17%
- Au cours de l'exercice 2008, les sociétés du CAC 40 ont vu leur ratio dette nette sur capitaux propres augmenter de 10 points, soit près de 20%.

Evolution du ratio dette nette / capitaux propres part du groupe

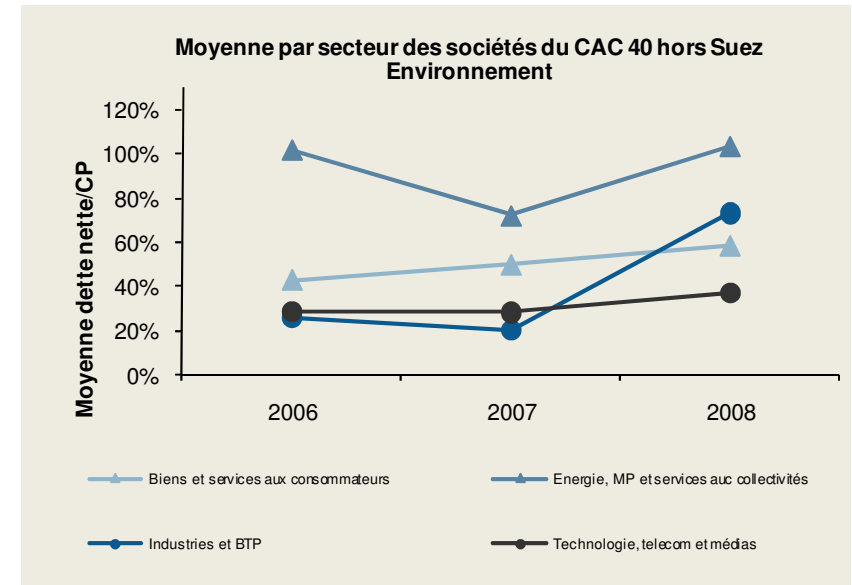


Evolution comparée de la dette nette et de la capitalisation boursière



Evolution dans le temps du levier financier (ratio dette nette / capitaux propres)

- L'augmentation de la dette se concentre principalement sur deux secteurs : « Industrie et BTP » et « Energie, Matières premières, services aux collectivités ».



2 avenue Hoche – 75008 Paris
Tel : 01 44 15 15 15
Fax : 01 44 15 25 50

Contacts :

Jean-Charles de Lasteyrie 01 44 15 25 15

Sonia Bonnet-Bernard 01 44 15 25 18

Pierre Astolfi 01 44 15 25 58

Marie-Noëlle Dumas 01 44 15 25 46