

# Profil financier du CAC 40

Un indice encore en équilibre

**14<sup>ème</sup> édition – Résultats 2019  
et premier semestre 2020**





**Nicolas Klapisz**

Associé, responsable du département *Valuation, Modeling & Economics* pour l'Europe de l'Ouest

Jun 2020 : nous étions prêts, comme chaque année à la même période, à publier notre nouvelle édition du *Profil financier du CAC 40*, panorama désormais attendu des performances des grandes sociétés de l'indice phare parisien.

C'était sans compter sur la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19 et ses conséquences économiques insoupçonnées. Dans un monde où les taux de croissance devenaient subitement négatifs, où les modèles économiques étaient au mieux fragilisés, au pire totalement bousculés et où tous nos anciens repères devenaient inopérants, à quoi bon publier un panorama rétrospectif sur les chiffres 2019, devenus caducs ? Il était urgent d'attendre...

Et c'est ce que nous avons fait. Pour la première fois depuis 14 ans, nous avons laissé passer l'été pour publier, en plus des données de fin d'année

qui ressemblaient plus à de l'histoire ancienne qu'à un panorama récent, les chiffres issus des rapports semestriels de juin 2020.

Cette attente a été riche d'enseignements. Certes, la baisse d'activité a été, avec un recul de 19 %, significative au cours du premier semestre 2020, et parfois violente dans certains secteurs. Certes, les marges se sont fortement érodées, le résultat opérationnel du premier semestre 2020 chutant de plus de 70 % par rapport à celui de 2019<sup>1</sup>. Certes, les versements de dividendes n'ont jamais été aussi faibles depuis la création de ce Profil en 2006.

1. Résultat opérationnel calculé hors banques, assurances et foncières.

Soit. Mais conclure ainsi serait vite oublier les formidables fondamentaux de ces grands groupes, que traduisent si bien trois chiffres de cette étude<sup>2</sup> :

## 79%

C'est le **poids du capital immatériel dans la capitalisation boursière totale des sociétés du CAC 40** au 30 juin 2020. Ces actifs incorporels (enregistrés dans les comptes ou valorisés par le marché), ce sont les marques, les technologies et les clients qui font la renommée de nos entreprises tricolores.

## 75%

C'est le **poids de l'activité internationale dans le chiffre d'affaires cumulé des sociétés du CAC 40** en 2019<sup>3</sup> : avec la plus grosse part de leur activité hors de France et près de la moitié hors d'Europe, nos entreprises, grâce à ces actifs et des équipes de qualité, rayonnent bien au-delà de nos frontières.

## 39%

Enfin, c'est le ratio [**Dette financière nette / Capitaux propres part du groupe**] médian à la fin du premier semestre 2020 qui, s'il augmente bien évidemment du fait de la situation économique, reste en deçà des chiffres observés lors de la précédente crise financière et permet aux entreprises du CAC 40, espérons-le, de participer aux mouvements de consolidation qui se profilent.

Le CAC était « résilient et conquérant » écrivions-nous en 2018, saura-t-il rester en équilibre cette année ? A suivre...

Bonne lecture !

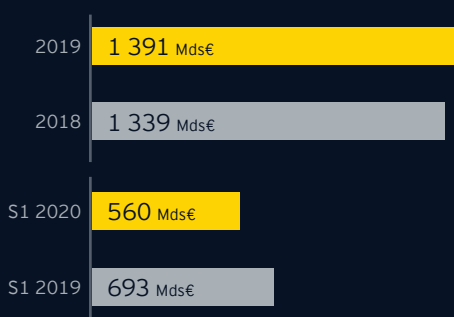
2. Chiffres calculés au 30 juin 2020.

3. Information publiée par 29 sociétés, non publiée par 6 et non étudiée pour 5 banques, assurances et foncières.



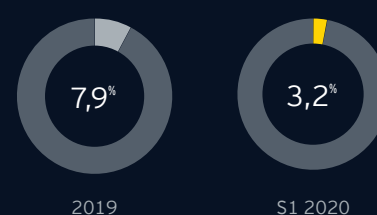
## L'activité et les marges se sont effondrées au premier semestre 2020, après une bonne année 2019

► Pour la 4<sup>ème</sup> année consécutive, le chiffre d'affaires cumulé des sociétés du CAC 40 a progressé en 2019 (+4 %), pour atteindre un niveau record (1 391 Mds€). Cette tendance s'est inversée au premier semestre 2020, période durant laquelle l'activité s'est fortement contractée (-19 % par rapport au premier semestre 2019).



Chiffre d'affaires cumulé des sociétés du CAC 40

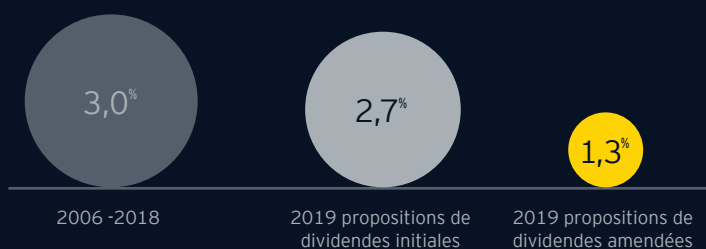
► Partiellement rétablie depuis sa chute post-crise de 2008, la marge opérationnelle (hors banques, assurances et foncières) a chuté au premier semestre 2020 à 3,2 %, contre 7,9 % en 2019.



Marge opérationnelle cumulée des sociétés du CAC 40

## 2019, « année blanche » pour le rendement des actionnaires

► Après des profits satisfaisants en 2019 (82 Mds€), les résultats nets cumulés des sociétés du CAC 40 ont été réduits à zéro au premier semestre 2020 (0 Md€). Les dividendes cumulés initialement prévus au titre de l'exercice 2019 (54 Mds€), dans la lignée des taux de distribution et de rendement des années précédentes, ont été divisés par près de deux suite à la crise liée à la pandémie de Covid-19 pour s'élever à 30 Mds€, les entreprises préférant jouer la prudence. Dès lors, et même en considérant la baisse de la valorisation boursière, le rendement du dividende chute à un niveau inédit depuis la création de notre Profil en 2006.



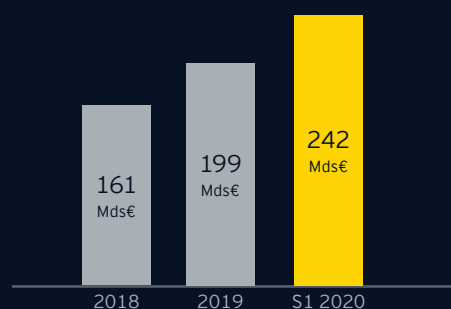
Rendement médian du dividende des sociétés du CAC 40



## La structure des bilans demeure solide, fruit des bonnes années précédentes

- ▶ Les dépréciations des écarts d'acquisition atteignent un niveau élevé au premier semestre, mais le montant est concentré autour de quelques sociétés qui déprécient leurs actifs principalement pour des facteurs géopolitiques et non uniquement en raison du Covid-19 (marché du pétrole notamment).
- ▶ L'endettement net communiqué par les sociétés du CAC 40 a significativement augmenté en 2019 puis au premier semestre 2020. Cependant, deux effets viennent limiter l'importance de cette hausse : (i) la moitié des sociétés a choisi d'intégrer les dettes de loyers IFRS 16 dans la dette nette, ce qui représente 30 Mds€ en 2019 et au S1-2020, (ii) un effet de saisonnalité semestriel (la dette nette à la

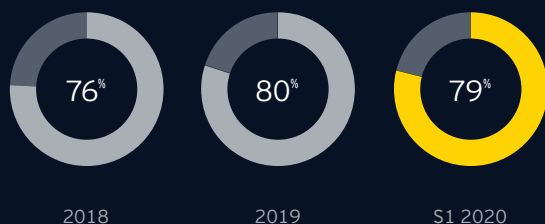
fin du premier semestre 2019 était de 229 Mds€, soit supérieure à celle du 31 décembre 2019). Les entreprises disposent toutefois de liquidités accrues pour faire face à l'incertitude et saisir les opportunités de consolidation qui se présentent.



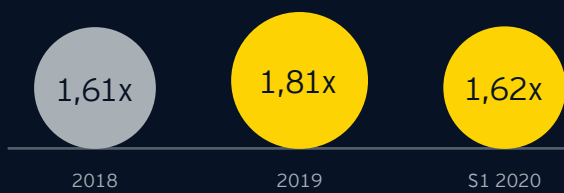
Endettement net cumulé des sociétés du CAC 40

## Des valeurs boursières en repli mais des actifs incorporels encore bien valorisés

- ▶ L'indice clôture le premier semestre à 4 936 points, contre 5 978 points fin 2019. Il s'éloigne à nouveau de son niveau d'avant-crise de 2008 (il clôturait en 2007 à 5 614 points) qu'il avait enfin retrouvé, 12 ans après.
- ▶ L'indice CAC 40 GR (Gross total Return), qui prend en compte les dividendes (réinvestis en actions) et non seulement le cours de bourse et traduit donc mieux la performance réelle d'un investissement dans les sociétés du CAC 40, dépasse cependant largement son niveau d'avant-crise (13 611 contre 9 599 points).
- ▶ Si la valorisation boursière a dévissé par rapport à son niveau de fin 2019 (1 836 Mds€ de capitalisation boursière cumulée) après avoir atteint un plus bas en mars et remonté de moitié la pente à fin juin 2020 (1 559 Mds€), le poids du capital immatériel demeure important (79% de la capitalisation au premier semestre 2020, contre 80% fin 2019), signe d'une relative confiance des marchés quant à la qualité des actifs de ces entreprises. Le ratio P/B médian ne baisse d'ailleurs que légèrement, à 1,6x à la fin du premier semestre 2020, et retrouve la moyenne des dix dernières années (1,6x).



Poids du capital immatériel dans la capitalisation boursière



Ratio P/B médian  
(= Capitalisation boursière / Capitaux propres comptables)

# Sommaire

---

Éditorial	02
Synthèse	04
Introduction	07
1 Après une activité record en 2019, le chiffre d'affaires et les marges chutent fortement au 1er semestre 2020	11
2 La structure des bilans demeure solide et le poids des incorporels est toujours important	16
3 La baisse des résultats, couplée à une logique de prudence, conduit à une baisse sensible des dividendes	22
Glossaire	26



# Le CAC 40 : historique et spécificités

---

## Histoire

---

Le CAC 40 est un indice boursier créé en 1988 par la Compagnie des Agents de Change pour mesurer l'évolution de la capitalisation des 40 principales sociétés cotées de France. Il est créé sur une base de 1 000 points au 31 décembre 1987.

Sa création intervient au moment où la cotation à la criée au Palais Brongniart est remplacée par un système de cotation électronique. Le monopole des agents de change sur les transactions boursières est supprimé et c'est désormais *via* les sociétés de bourse que

sont négociées les valeurs admises à la cotation. L'acronyme CAC est ensuite rebaptisé Cotation Assistée en Continu, du nom du système de négociation électronique qui remplace la criée. Ce système a ensuite été remplacé par d'autres mais la vocation de l'indice n'a pas changé et l'acronyme est resté.

L'indice est aujourd'hui géré par Euronext, groupe issu de la fusion des bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris en 2000.

## Critères d'entrée au CAC 40

---

Deux critères principaux doivent être combinés pour qu'une société intègre l'indice CAC 40 :

- Disposer d'une valeur de capitalisation flottante parmi les plus élevées des sociétés cotées sur la place de Paris ;
- Faire partie des titres les plus échangés de la place de Paris (volume échangé / flottant > 20 %).

Les nouveaux entrants sont retenus parmi les membres de l'indice CAC Next 20, l'antichambre du CAC 40, qui font aussi partie du SBF 120. Le Conseil scientifique d'Euronext statue tous les trimestres sur les entrées et sorties à effectuer selon à l'évolution de la cote (cours et liquidité) ou des événements particuliers (fusion, acquisition, faillite, etc.).

# Introduction

# Introduction

## Calcul de la valeur de l'indice

La valeur de l'indice est calculée en effectuant la moyenne arithmétique des capitalisations boursières flottantes<sup>4</sup>, divisée par la valeur originelle de 1987 (ajustée des changements de périmètre), afin d'obtenir un chiffre de valeur de l'indice qui soit comparable à la base 1 000 de départ.

L'indice est donc un indice de prix. Les dividendes versés par les sociétés de l'indice ne sont pas pris en compte dans le calcul. Ce mode de calcul conduit à une croissance moindre de l'indice : en effet, la distribution d'un dividende fait mécaniquement baisser le cours de l'action de la société au moment où elle intervient, alors que le patrimoine de l'actionnaire n'a pas diminué.

Pour prendre en compte la distribution de dividendes, deux autres indices sont calculés par Euronext, en considérant que ces dividendes sont réinvestis dans l'achat de nouvelles actions. Il s'agit de l'indice CAC 40 GR (Gross total Return), sans prise en compte de la fiscalité et de l'indice CAC 40 NR (Net total Return), après prise en compte d'une retenue à la source. Le DAX, indice phare de la bourse de Francfort, est calculé comme le CAC 40 GR.

Ces indices GR ou NR (indices de rendement) reflètent mieux que l'indice CAC 40 nu (indice de prix) la performance réelle à long terme d'un investissement dans les sociétés du CAC 40.

4. Les grosses capitalisations flottantes affectent donc davantage l'indice que les petites, avec toutefois un plafond de 15 % du total de la capitalisation (atteint par aucune société en 2019).

## Evolution de l'indice

### Entrées et sorties

En 2019, l'indice a vu sortir Valeo, remplacé par Thales.

Au premier semestre 2020, l'indice a vu sortir Technip, remplacé par Worldline, et Sodexo, remplacé par Teleperformance.

→ Entrants		
	Capitalisation	Chiffre d'affaires
THALES	≈ 20 Mds€ en 2019	≈ 18 Mds€ en 2019
TELEPERFORMANCE	≈ 13 Mds€ au S1 2020	≈ 3 Mds€ au S1 2020
WORLDLINE	≈ 14 Mds€ au S1 2020	≈ 1 Mds€ au S1 2020

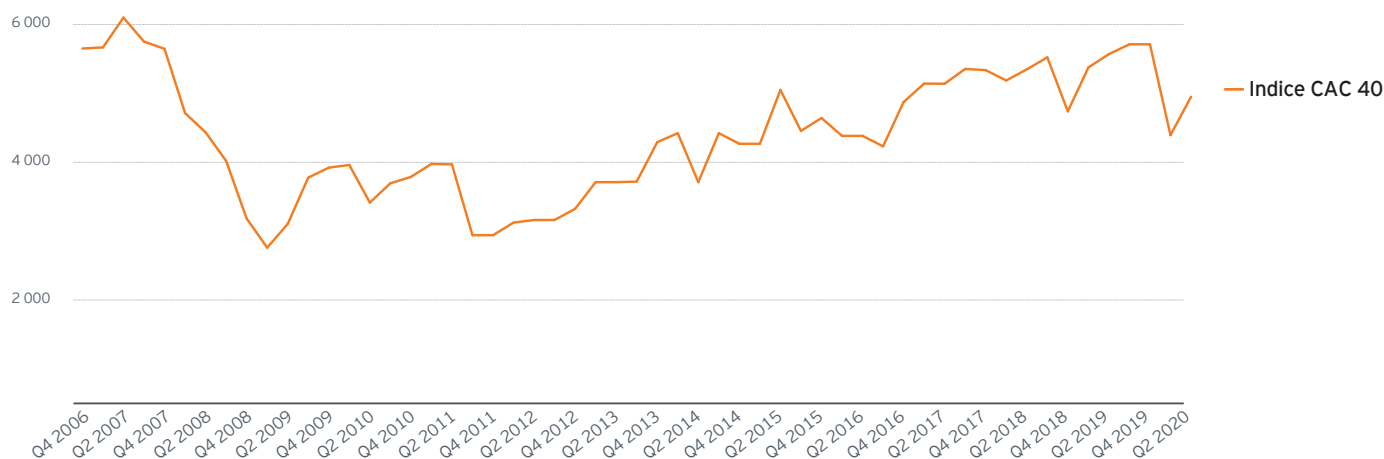
← Sortants		
	Capitalisation	Chiffre d'affaires
VALEO	≈ 6 Mds€ en 2018	≈ 19 Mds€ en 2018
SODEXO	≈ 16 Mds€ en 2019	≈ 22 Mds€ en 2019
TECHNIP	≈ 8 Mds€ en 2019	≈ 12 Mds€ en 2019



## Indice CAC 40

L'indice a connu une forte baisse en mars 2020 suite à la pandémie de Covid-19 et au confinement sanitaire décrété au printemps par un grand nombre de pays dans le monde, auxquels s'est ajoutée la guerre des prix du pétrole entre la Russie et l'Arabie saoudite.

Le CAC 40 a cédé jusqu'à un tiers de sa valeur d'avant-crise (autour de 6 000 points) et a atteint un creux mi-mars (à 3 750 points). A fin juin, la moitié de cette baisse était résorbée (4 900 points).



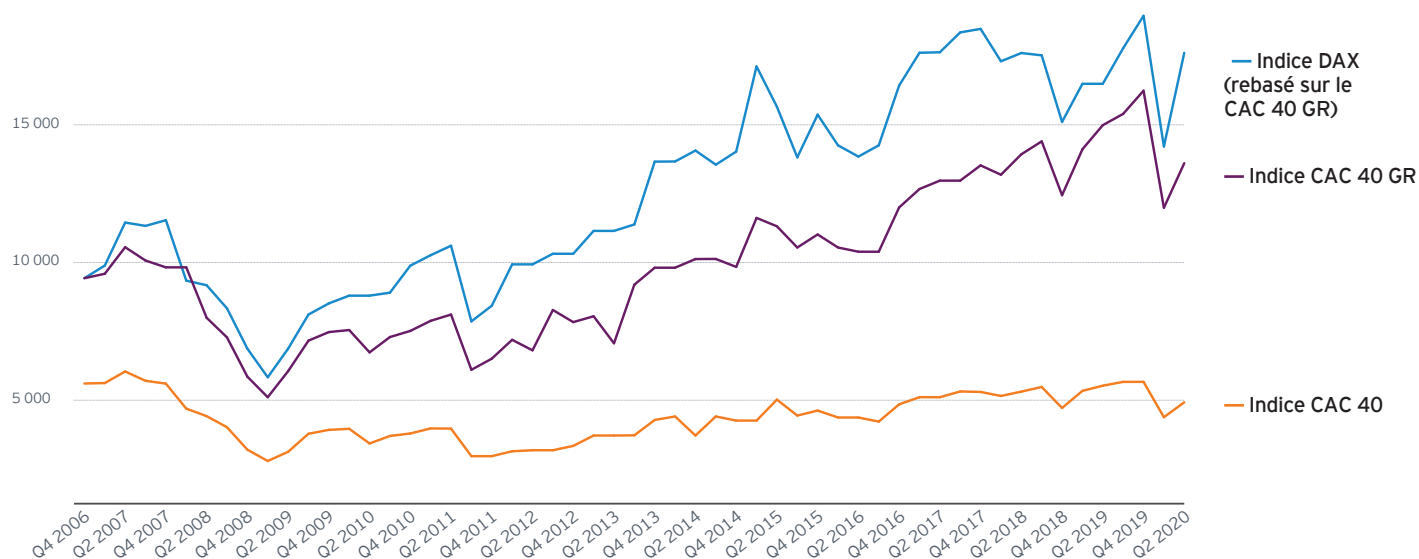
La valeur de l'indice est retenue trimestriellement, le dernier jour du trimestre, à la clôture des marchés.

## Indice CAC 40 GR

Prenant en compte les dividendes versés en plus du cours de bourse, l'indice CAC 40 GR est un meilleur indicateur du rendement d'un investissement dans les sociétés du CAC 40.

et qui constituait un haut niveau historique) et la fin du premier semestre 2020, l'indice CAC 40 est ainsi en retrait (il est passé de 5 600 points à 4 900 points), mais l'indice CAC 40 GR est quant à lui en progression (il est passé de 9 400 points à 13 500 points).

Entre la fin 2006 (date de notre première étude,



## Méthodologie

---

Les informations présentées dans cette étude sont issues des chiffres consolidés publiés par les sociétés du CAC 40 dans leurs documents d'enregistrement universel, rapports semestriels et communiqués de presse.

Ils respectent donc les normes comptables IFRS applicables aux comptes consolidés des sociétés cotées sur un marché réglementé en Europe.

Pour une année donnée, les agrégats présentés correspondent aux chiffres publiés par les sociétés qui composent l'indice cette année-là. Par exemple,

les chiffres de l'année 2019 incluent ceux de Thales mais pas ceux de Valeo, qu'il a remplacé en cours d'année, mais les chiffres 2018 ne sont pas retraités et conservent la contribution de ce dernier. Le chiffre de chaque année est une vision des flux et du patrimoine des sociétés qui composent l'indice cette année-là.

Afin de faciliter la lecture, des arrondis ont été effectués dans certains graphiques. La somme des parties peut donc parfois différer légèrement du total.

## Note au lecteur

---

Notre étude 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 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 EY 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*.

# 1

## Après une activité record en 2019, le chiffre d'affaires et les marges chutent fortement au 1<sup>er</sup> semestre 2020

En 2019, le chiffre d'affaires des sociétés du CAC 40 atteignait son plus haut niveau depuis la création de ce Profil en 2006, tiré par la croissance organique. Le premier semestre 2020, frappé par la pandémie de Covid-19, chute quant à lui de -19 % par rapport au premier semestre 2019.

L'internationalisation des sociétés du CAC 40 se poursuit et la part relative de la France représente désormais 25 % du chiffre d'affaires cumulé.

Le niveau de marge opérationnelle chute à 3,2 % au premier semestre 2020 et reste significativement inférieur au niveau d'avant la crise de 2008 (10,3 %).

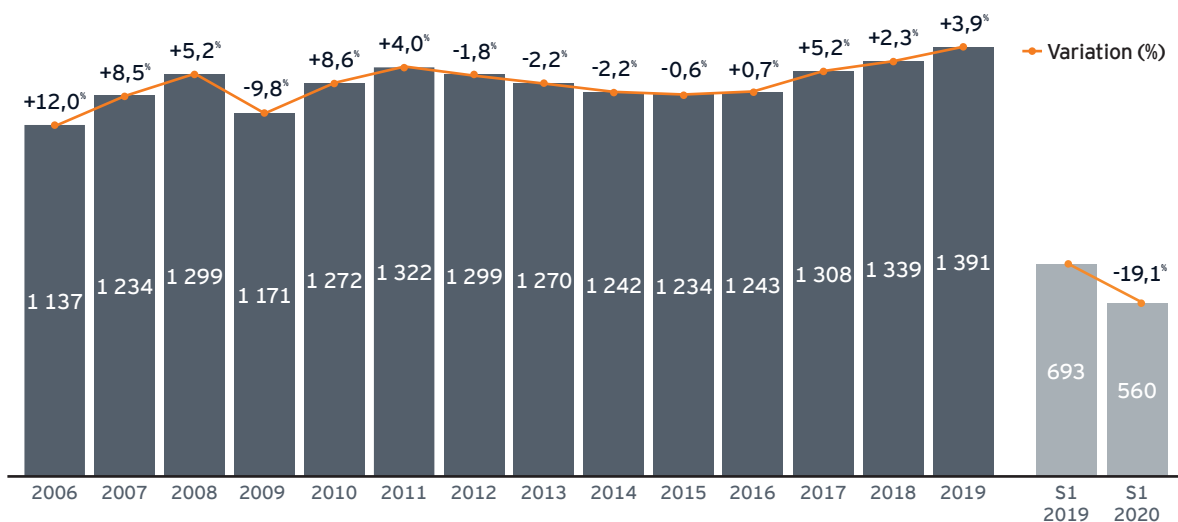
### Chiffre d'affaires

Après une année 2019 en progression significative (+4 %), qui a conduit au plus haut niveau d'activité depuis la première publication de notre étude en 2006 avec près de 1 400 milliards d'euros cumulés, le chiffre d'affaires des

sociétés du CAC 40 a fortement chuté au premier semestre 2020 (-19 %). Dans les deux cas, cette évolution est pour l'essentiel le fait de la croissance organique des sociétés : +4 % en 2019, -16 % au premier semestre 2020.

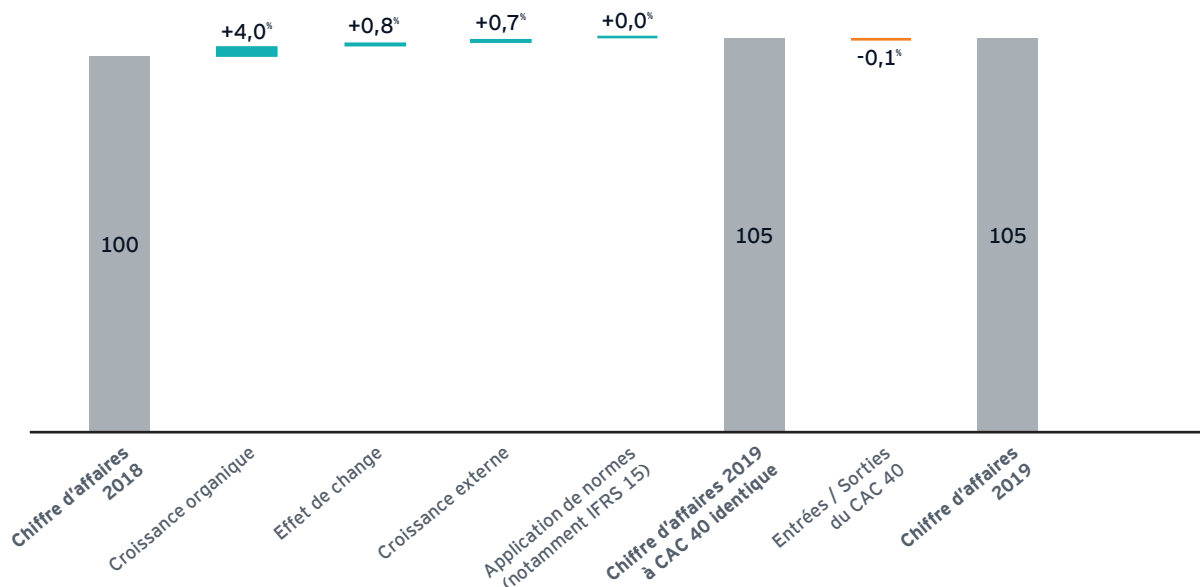
28 sociétés ont publié une baisse d'activité au premier semestre 2020 par rapport au premier semestre 2019, contre 6 sociétés en 2019 par rapport à 2018.

### Chiffre d'affaires cumulé des sociétés du CAC 40<sup>5</sup> (Mds€)

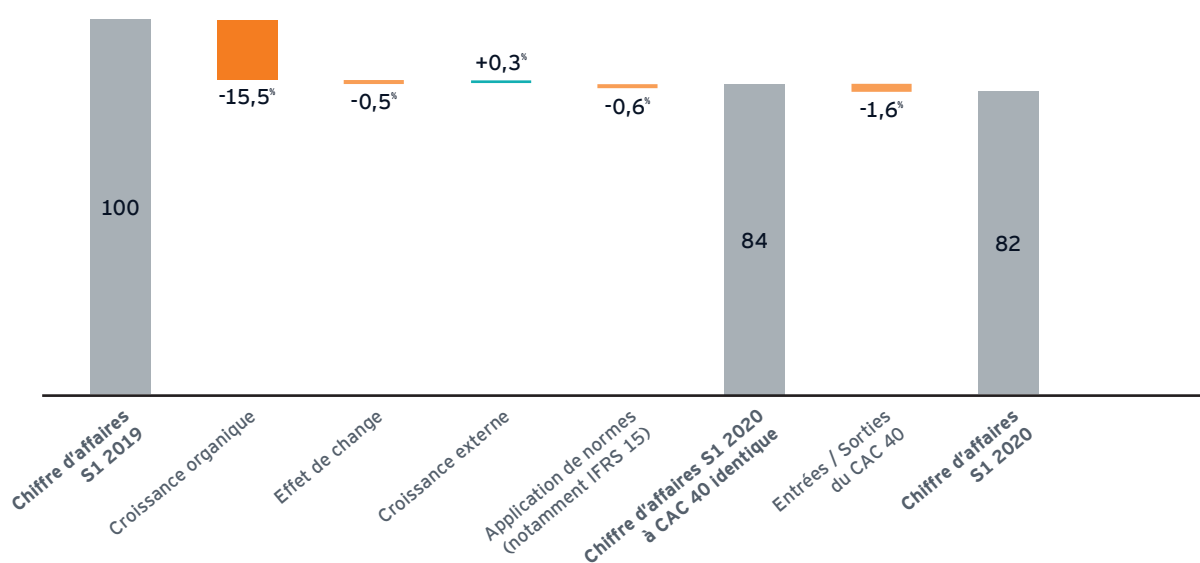


5. Pour les banques, le produit net bancaire a été retenu.

Passage du chiffre d'affaires 2018 au chiffre d'affaires 2019<sup>6</sup>  
Base 100 en 2018



Passage du chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> semestre 2019 au chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> semestre 2020<sup>6</sup>  
Base 100 au 1<sup>er</sup> semestre 2019



L'effet des changements de composition de l'indice sur le chiffre d'affaires cumulé est limité par rapport à la variation organique : -0,1 % en 2019, le nouvel entrant (Thales) ayant un CA 2019 très proche du CA 2018 du sortant (Valeo) : 18,4 Mds€ et 19,1 Mds€ respectivement, et -1,6 % au premier semestre 2020 par rapport au premier semestre 2019, les nouveaux entrants (Worldline

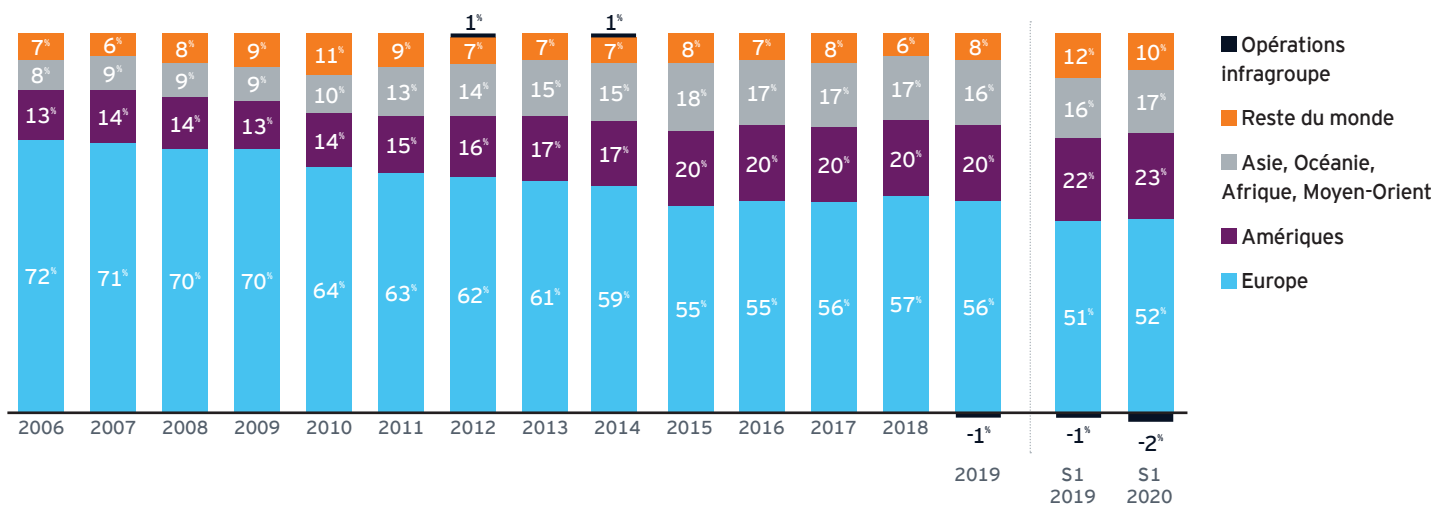
et Teleperformance) ayant un chiffre d'affaires semestriel de 1,1 Md€ et 2,7 Mds€ respectivement contre 5,6 Mds€ et 11,0 Mds€ respectivement pour les sortants (Technip et Sodexo).

La croissance externe nette<sup>7</sup> a peu contribué à la croissance du CA des sociétés du CAC 40 : +0,7 % en 2019, et +0,3 % au premier semestre 2020.

6. Hors banques, assurances et foncières, et sociétés publiant dans des devises étrangères, soit sur 31 sociétés pour les deux graphiques. Passage du cumul des chiffres d'affaires consolidés publiés en 2018 et S1 2019 (base 100) au cumul des chiffres d'affaires consolidés publiés en 2019 et S1 2020.  
7. Consolidation d'entités acquises nette de la déconsolidation d'entités cédées.



## Répartition géographique du chiffre d'affaires



C'est souvent grâce à l'expansion à l'international que les sociétés du CAC 40 ont développé leur activité : depuis la création du Profil en 2006, la part relative de l'Europe dans leur chiffre d'affaires a baissé de manière quasiment continue, même si cette tendance semble s'être stabilisée depuis 2016.

La France représente 25 % du chiffre d'affaires cumulé<sup>8</sup>, ce poids relatif qui a diminué progressivement depuis le début des années 2010, où il était de 30 %. Il varie fortement selon les entreprises (entre 1 % et 59 %), certains secteurs étant par nature plus exposés à l'international que d'autres. Sur les 20 sociétés à la fois (i) dans le

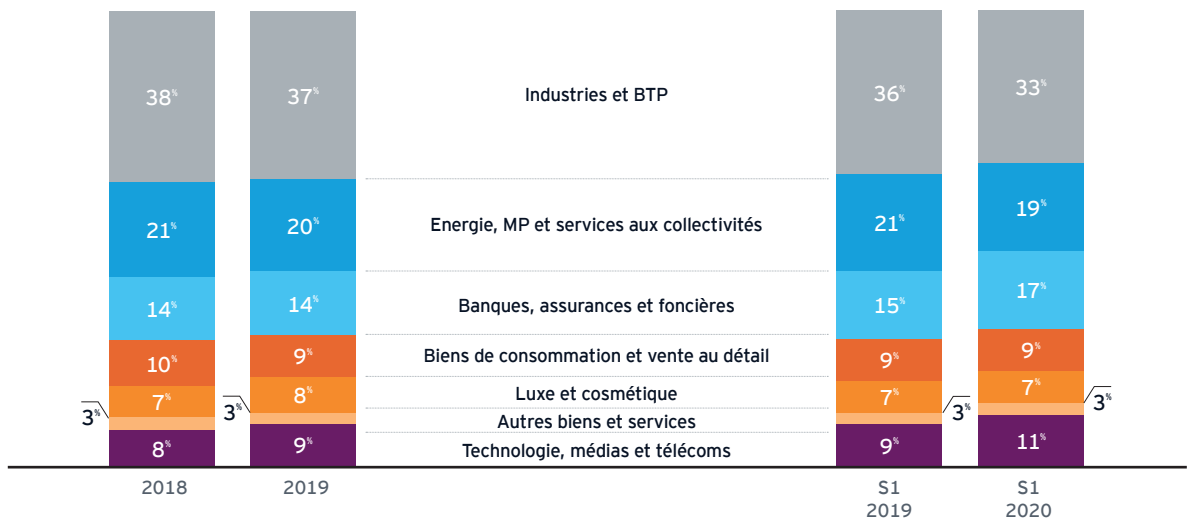
CAC 40 en 2010 et en 2019, et (ii) communiquant leur CA réalisé en France, 18 ont publié une baisse du poids relatif du chiffre d'affaires réalisé en France entre 2010 et 2019, et 2 une hausse. La croissance historique de l'activité des sociétés du CAC 40 a donc pour la grande majorité été tirée par l'international.

L'internationalisation des sociétés du CAC 40 permet une diversification de leur risque spécifique mais est insuffisante pour les protéger en cas de contraction mondiale de l'activité et des échanges, telle que celle provoquée par la pandémie de Covid-19 (baisse de la demande et du tourisme, ruptures d'approvisionnement, etc.).

8. Pour les 28 sociétés sur 35 qui publient cette information en 2019 (hors banques, assurances et foncières).



## Répartition sectorielle du chiffre d'affaires



La baisse de -19 % du CA cumulé au premier semestre 2020 par rapport au premier semestre 2019 recouvre des réalités contrastées entre secteurs. On peut ainsi distinguer deux groupes :

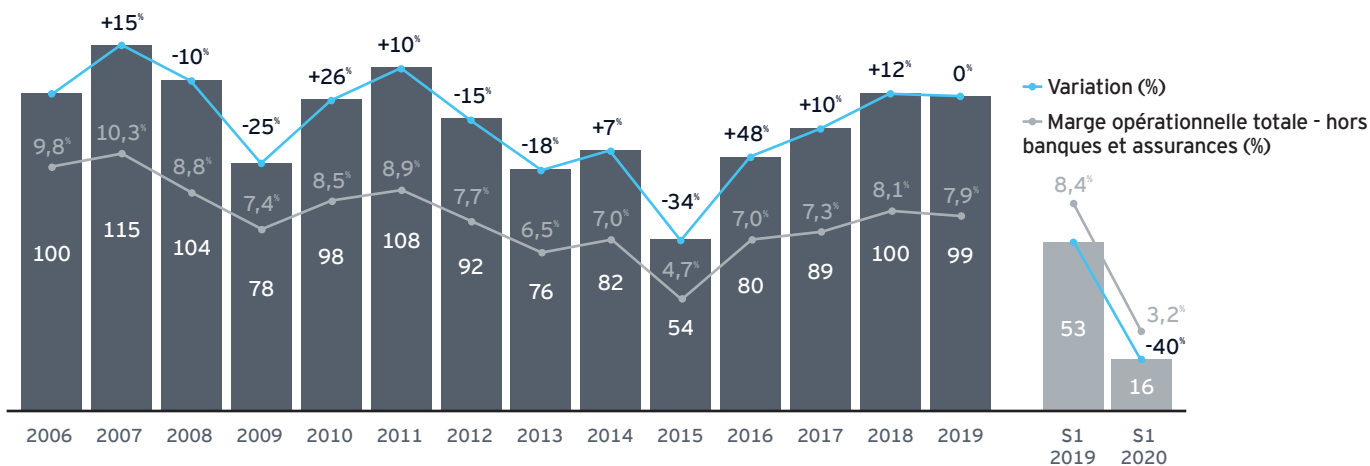
- Les sociétés dont le CA chute de -20 % à -30 %, qui se concentrent principalement dans les secteurs Industries et BTP (-26 %, Airbus étant la société la plus touchée avec une baisse de son chiffre d'affaires de -39 %), Energie, matières premières et services aux collectivités (-28 %, qui s'explique pour -3 % par la sortie de Technip, et pour -25 % par la baisse de l'activité, qui comprend l'effet change), et Luxe et cosmétique (-23 %) ;
- Les sociétés dont le CA recule légèrement (autour de -5 %) ou progresse, qui se concentrent dans les secteurs Technologie, médias et télécoms (+9 %, qui s'explique pour +7 % par l'entrée de Wordline et Teleperformance et pour +2 % par la croissance de l'activité, notamment celle de Dassault Systèmes (+15 %)), et Biens de consommation et vente au détail (-18 %, mais dont -16 % s'explique par la sortie de Sodexo, l'activité des autres sociétés du secteur ne reculant que de -2 %).



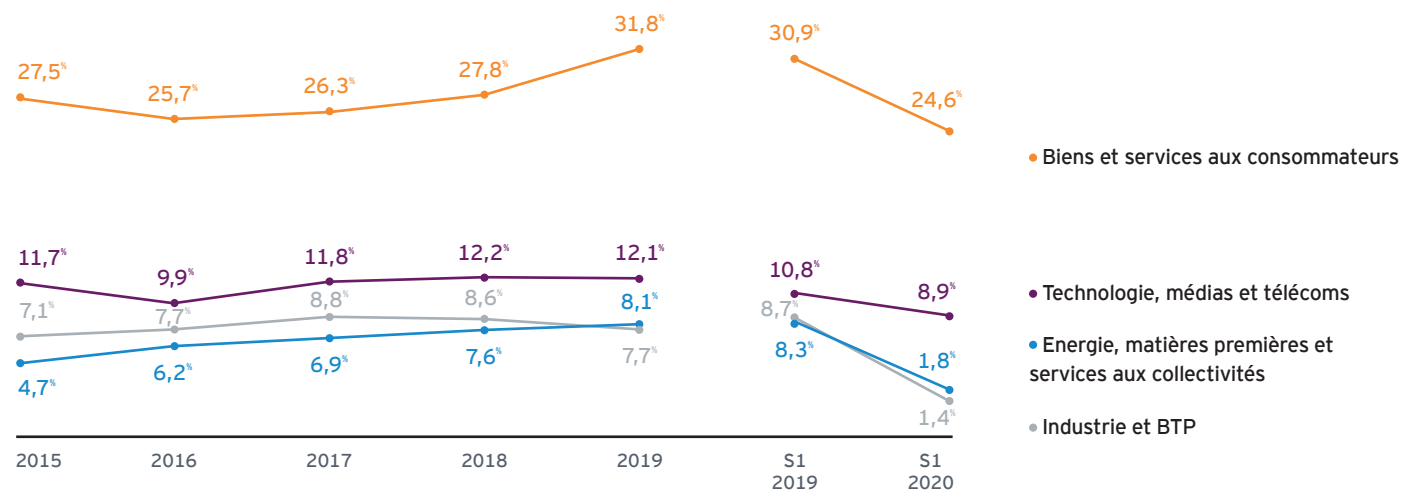
## Marge opérationnelle

La marge opérationnelle chute fortement au premier semestre 2020 et atteint 16 Mds€ soit 3,2 % du chiffre d'affaires, contre 53 Mds€ et 8,4 % au premier semestre 2019. Elle atteint son niveau le plus bas depuis 2006 et s'éloigne encore davantage des niveaux d'avant la crise de 2008, qui se situaient à 10 %.

### Marge opérationnelle (Mds€) - hors banques, assurances et foncières



### Marge opérationnelle courante par secteur (% du CA) - hors banques, assurances et foncières



C'est le secteur Industries et BTP qui voit sa marge opérationnelle courante connaître la plus forte baisse au premier semestre 2019 (-84 %). Toutes les sociétés du secteur voient leur résultat opérationnel baisser de plus de -20 % entre ces deux périodes, à l'exception d'Air Liquide (constante).

Le secteur Energie, matières premières et services aux collectivités connaît une dégradation comparable à celle de l'Industrie et du BTP.

Le secteur des Biens et services aux consommateurs vient ensuite, avec une marge

opérationnelle courante en recul de -20 %, qui cependant recouvre deux réalités différentes : les sociétés du secteur de Luxe et de l'Hôtellerie voient leur marge opérationnelle courante chuter de -56 % en cumulé, alors que les sociétés du secteur des Biens de consommation et Cosmétique voient leur marge opérationnelle se maintenir, à +1 % par rapport au premier semestre 2019.

Enfin, le secteur Technologie, médias et télécommunications baisse légèrement mais essentiellement en raison de la baisse du résultat opérationnel courant d'une société, Thales.

# 2

## La structure des bilans demeure solide et le poids des incorporels est toujours important

Le premier semestre 2020 clôture sur une baisse de la capitalisation du CAC 40, que nous mesurons au 30 juin à 1 559 Mds€ (-15 % par rapport à la clôture 2019).

Après avoir atteint un plancher historique en 2017, les investissements chutent à nouveau au premier semestre 2020.

L'endettement net augmente de +22 %, marquant ainsi la fin d'une période de cinq ans d'un endettement net inférieur à 200 Mds€

### Décomposition de la valeur boursière

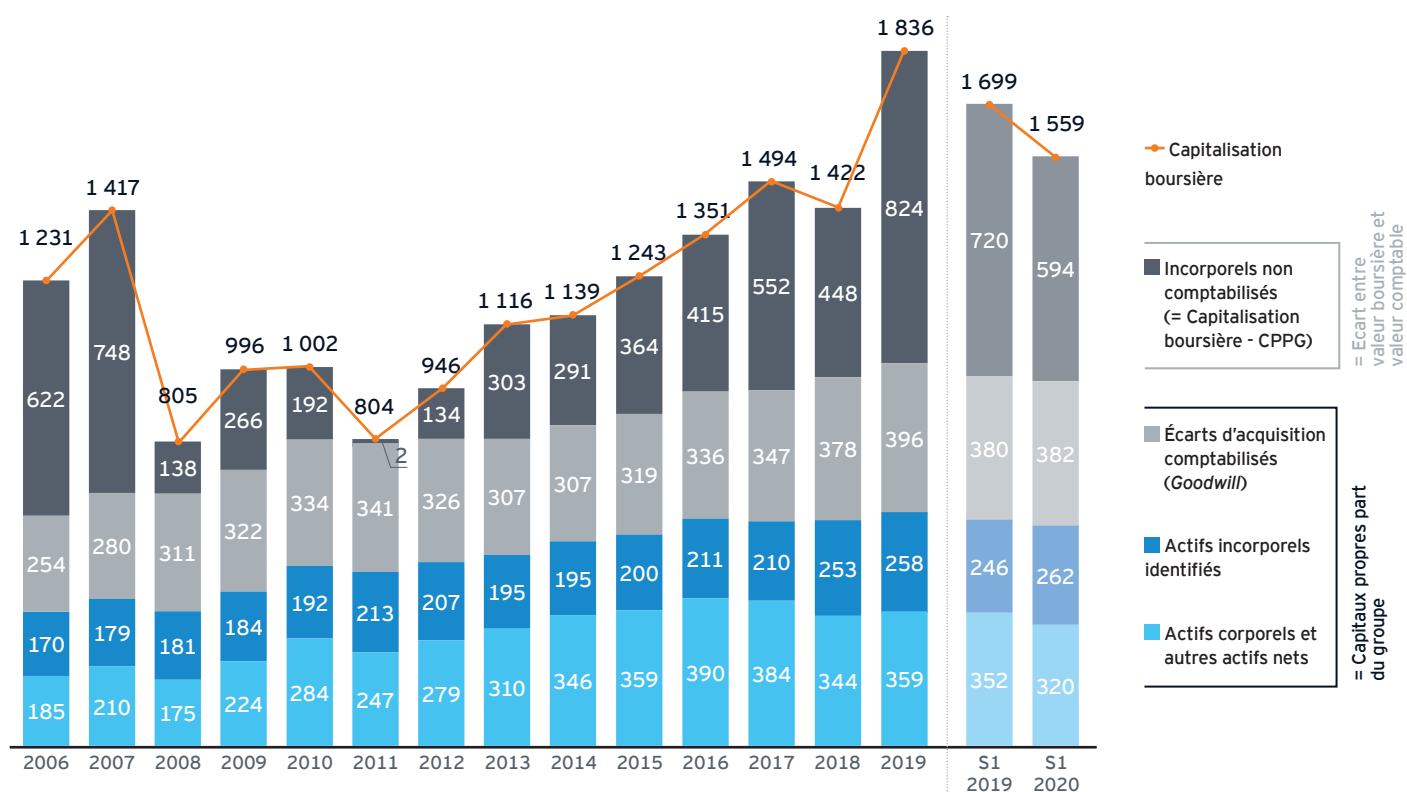
La forte remontée de la valorisation boursière fin 2019 a été effacée par la crise économique liée à la pandémie de Covid-19. Après une forte baisse en mars, le CAC 40 est revenu fin juin à son niveau de fin 2017. Représentant 79 % de la valeur boursière totale au

30 juin 2020 (vs. 80 % au 31 décembre 2019), le capital immatériel demeure à un niveau important, signe que le marché anticipe toujours une rentabilité significative des sociétés à moyen et long termes.





## Décomposition de la valeur boursière (Mds€)



Le capital immatériel recouvre les éléments non monétaires et incorporels dont la combinaison concourt à la rentabilité attendue par les pourvoyeurs de fonds. Plus cette rentabilité dépasse la rentabilité minimale exigée, plus la valorisation du capital immatériel est importante. Ce capital immatériel avait bondi fin 2019, reflétant les anticipations optimistes des investisseurs en termes de croissance, rentabilité et niveau de risque. La correction observée suite à la crise du Covid-19 est toutefois relativement limitée à fin juin 2020 (le niveau du CAC 40 reste supérieur à celui de fin 2018), signe que les investisseurs ne privilégiaient généralement pas à cette date de « scénario noir » dans leurs prévisions.

Ce capital immatériel est en partie enregistré dans les comptes de l'entreprise (sous forme par exemple de *goodwill* ou de marques lors d'acquisitions), mais une partie ne figure pas au bilan. En effet, certains actifs ne sont pas comptabilisés au bilan de l'entreprise : c'est notamment le cas des marques développées en interne ; les marques ne sont en effet comptabilisées à leur juste valeur que si elles ont été acquises. Par exemple, la marque Hermès ne figure pas à son bilan, alors que les marques et enseignes acquises par LVMH sont comptabilisées à hauteur de 16 Mds€ nets.

La valeur comptable des actifs nets (contrepartie des capitaux propres de l'entreprise) mesure ainsi l'investissement initial fait par les actionnaires sur la base de son coût, mais elle ne correspond pas à l'intégralité de la valeur créée par l'entreprise. Cette valeur est cependant estimée et valorisée par les actionnaires qui investissent dans la société et échangent ses titres.

Le capital immatériel peut donc être mesuré comme l'ensemble des actifs incorporels comptabilisés et non comptabilisés au bilan.

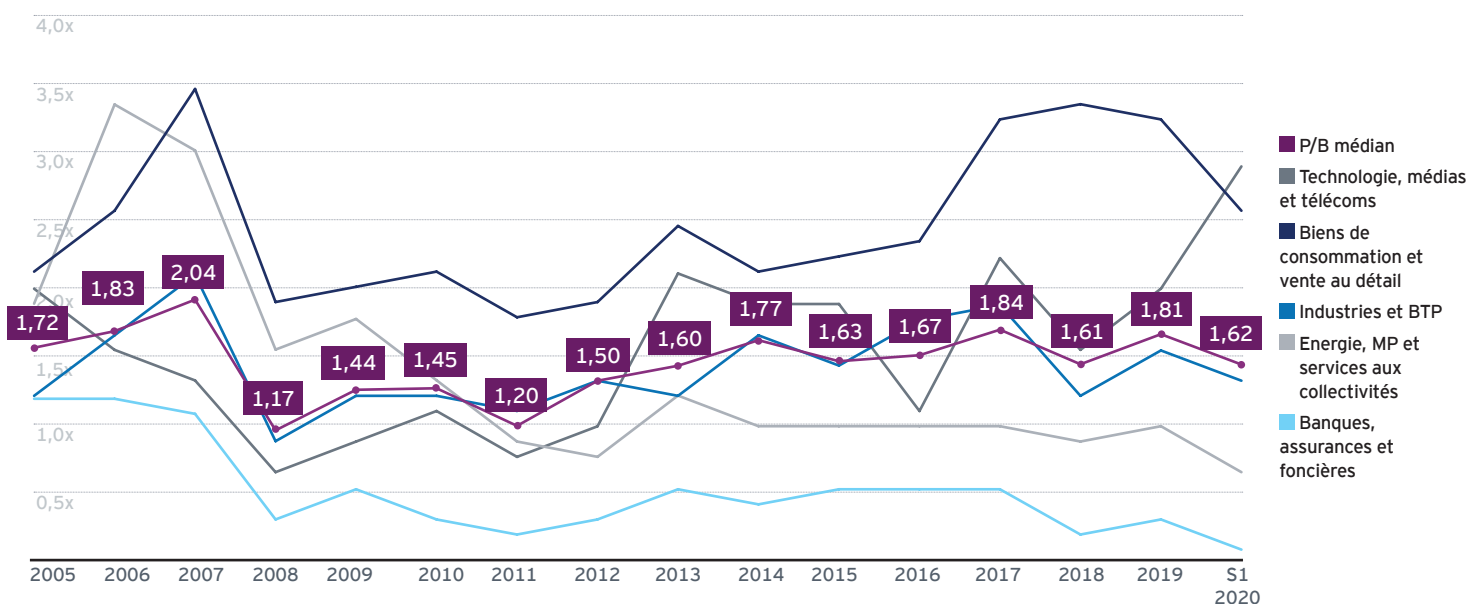
Le poids important de ces actifs immatériels traduit la force des marques, de la technologie, du portefeuille clients ou des équipes des sociétés du CAC 40 et sont autant d'avantages compétitifs permettant d'assurer une rentabilité satisfaisante à l'avenir. Pour autant, leur valeur est fortement corrélée à l'atteinte des prévisions de chiffre d'affaires et de résultat, une dégradation des anticipations de croissance ou de marge pouvant se traduire par une perte de valeur de ces actifs. A ce titre, les prochains mois seront cruciaux dans la mesure où ils permettront de tester la robustesse de ces actifs et des modèles économiques des entreprises.

## Ratio P/B

Le ratio *Price-to-book* mesure l'écart entre la valeur de marché des capitaux propres (anticipation des flux futurs) et leur valeur comptable (fruit du passé).

Conséquence de la baisse de la valorisation boursière, le ratio P/B médian baisse à 1,62x à la fin du premier semestre 2020 après une hausse en 2019, et revient à son niveau moyen depuis 2006, qui se situe à 1,60x.

### Ratio *Price-to-Book* (P/B)



La dégradation est portée par une majorité d'entreprises : 30 sociétés de l'indice voient leur ratio P/B baisser au premier semestre 2020, et 8 le voient augmenter, contre respectivement 8 et 31 à fin 2019.

13 sociétés sont valorisées en-dessous de leurs fonds propres, dont 5 banques, assurances et foncières et 4 sociétés industrielles et de BTP. C'est 6 de plus qu'en 2019.

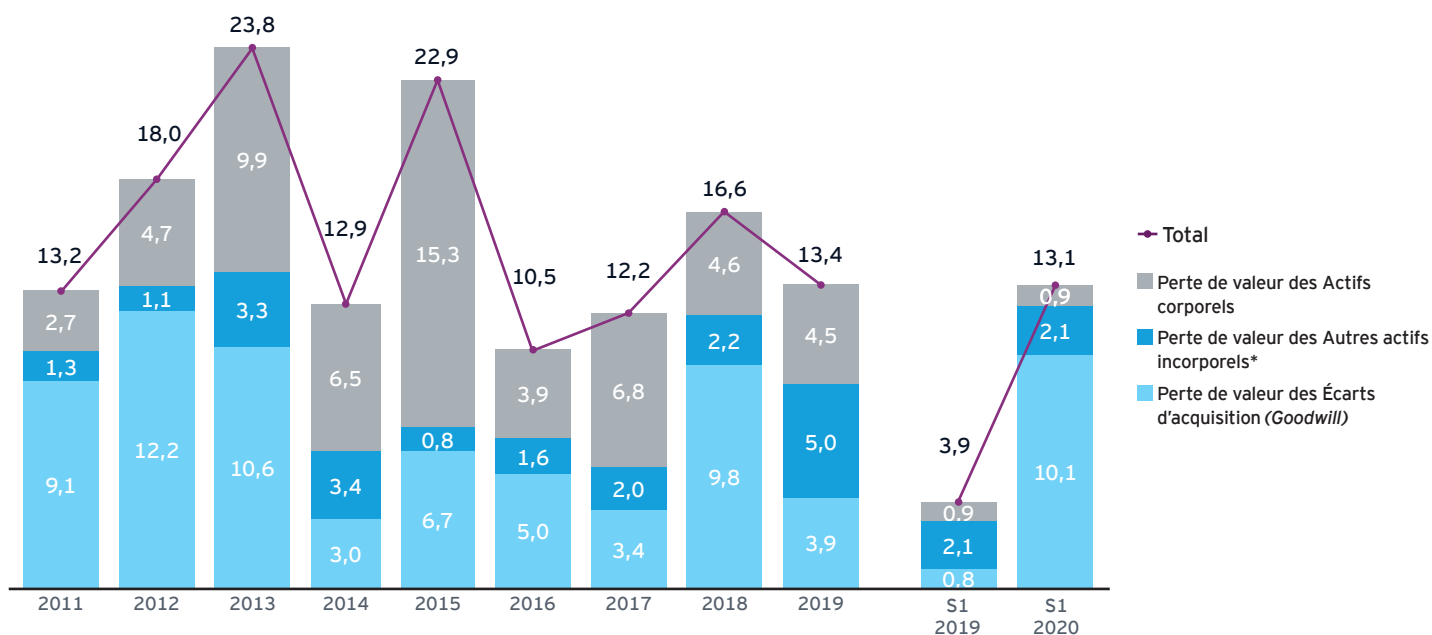
En effet, les banques et les foncières font figure d'exception : une large part de leur bilan étant comptabilisée à la juste valeur, leur actif net comptable est par construction plus proche d'une valeur de marché. Par conséquent, leur ratio *Price-to-book* est traditionnellement proche de 1, et souvent inférieur à 1 depuis plusieurs années.

## Dépréciations d'actifs

Des tests de dépréciation sont menés par les entreprises au moins une fois par an, et plus fréquemment lorsqu'il existe des indices de pertes de valeur.

Au 30 juin 2020, la mise en œuvre de ces tests a conduit à la reconnaissance de 13 Mds€ de pertes de valeur, dont 10 Mds€ sur les seuls écarts d'acquisition.

## Pertes de valeur sur les immobilisations (Mds€)



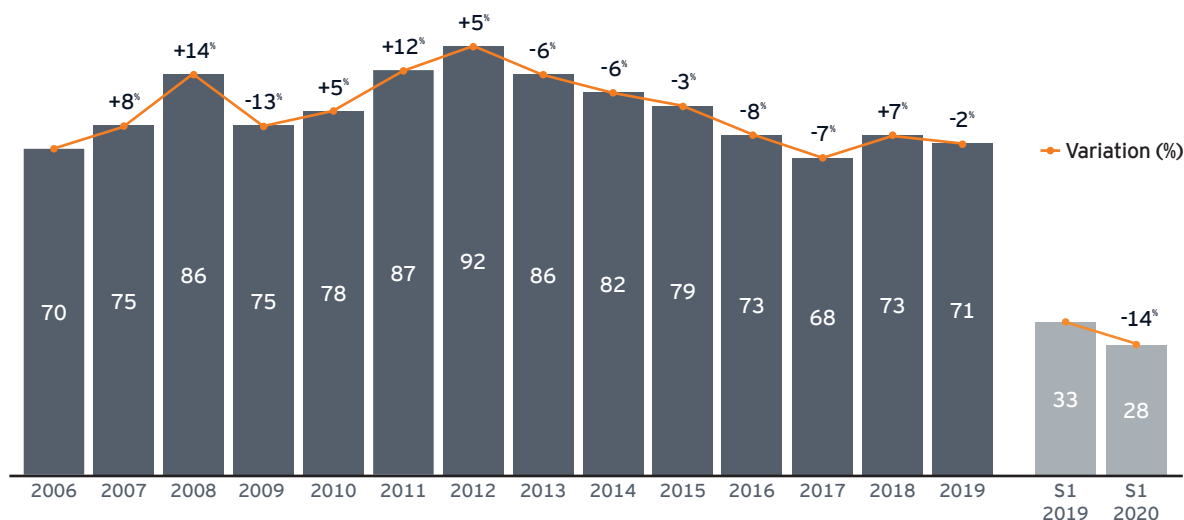
Ce niveau de dépréciation au premier semestre 2020 fait partie des plus hauts niveaux atteints depuis dix ans que nous collectons ce chiffre. Ce chiffre élevé doit toutefois être nuancé dans la mesure où 75 % du montant est lié à une société (Total), qui a déprécié des actifs au Canada et en Australie principalement

compte tenu de l'évolution du marché du pétrole et du gaz (affecté par la guerre des prix entre la Russie et l'Arabie saoudite qui a fait chuter le cours du baril, la transition énergétique, etc.) et de la prise en compte de son ambition climat annoncée en mai 2020.

## Investissement

L'investissement brut dans l'outil de production diminue de -14 % entre le premier semestre 2019 et 2020, après une année 2019 où il avait légèrement baissé (-2 %).

Investissements bruts dans l'outil de production<sup>9</sup> (Mds€) - hors banques, assurances et foncières



9. Acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles brutes (non nettes des éventuelles cessions d'immobilisations). Ne prend pas en compte les acquisitions de titres de sociétés (croissance externe), qui sont détaillées dans le commentaire.

On observe un net inversement de tendance au premier semestre 2020 : 70 % des sociétés réduisent leurs investissements (par rapport au S1 2019), contre 26 % en 2019 (par rapport à 2018).

La diminution du montant d'investissement affecte tous les secteurs au premier semestre, où son cumul baisse entre -10 % et -15 %. Le secteur touché de la façon la plus homogène est celui de l'énergie (baisse médiane de -12 %).

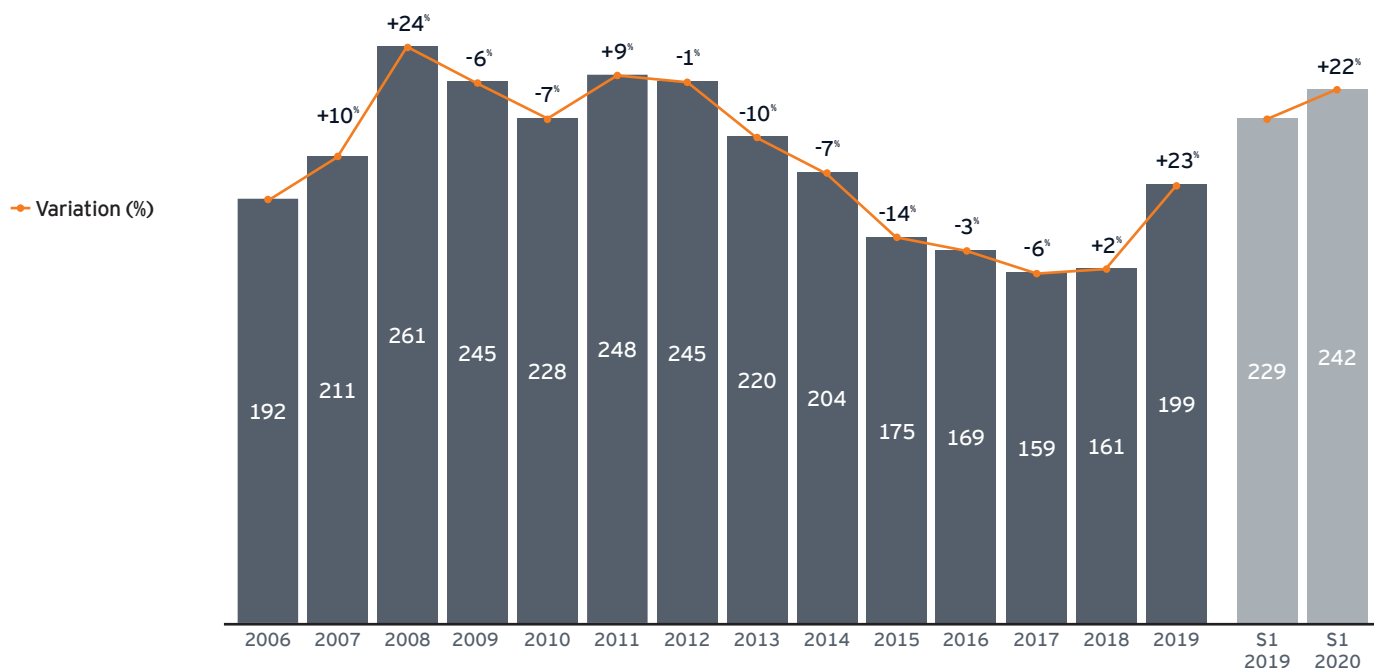
Notons la progression de l'investissement au premier semestre de Publicis, Pernod-Ricard et Dassault Systèmes, qui s'élève à +22 %, +29 % et +81 % respectivement.

Les investissements dans des sociétés (croissance externe) ont nettement diminué au premier semestre 2020 (-43 %), à 9 Mds€ contre 15 Mds€ au premier semestre 2019, ce qui traduit notamment la mise en suspens d'un certain nombre de transactions au printemps, en raison du confinement sanitaire et des incertitudes économiques.

## Endettement net

L'endettement net publié augmente à 242 Mds€ à la fin du premier semestre 2020, soit +22 % par rapport à la clôture 2019 mais +6 % par rapport au premier semestre 2019. Ce niveau d'endettement représente un *gearing* médian de 39 %, qui atteint un niveau comparable à celui de sortie crise en fin 2009.

Endettement net (Mds€)<sup>10</sup> - hors banques, assurances et foncières



10. Endettement net = Dette nette telle que communiquée par les sociétés du CAC 40 dans leurs rapports financiers annuels et semestriels.



Deux effets viennent limiter l'importance de la hausse de dette nette communiquée par les sociétés du CAC 40 :

- La moitié des sociétés<sup>11</sup> a choisi d'intégrer les dettes de loyers IFRS 16 dans la dette nette (qui n'est pas un indicateur normé, et ne fait donc pas l'objet d'une définition réglementaire). Elles représentent 30 Mds€ en 2019 et au S1-2020, soit respectivement 15 % et 12 % de la dette nette cumulée.
- Un effet de saisonnalité semestriel, la dette à fin juin étant souvent plus élevée qu'à fin décembre (à titre d'exemple, la dette nette à la fin du premier semestre 2019 était de 229 Mds€, soit 15 % au-dessus du niveau atteint à la fin du second semestre 2019).

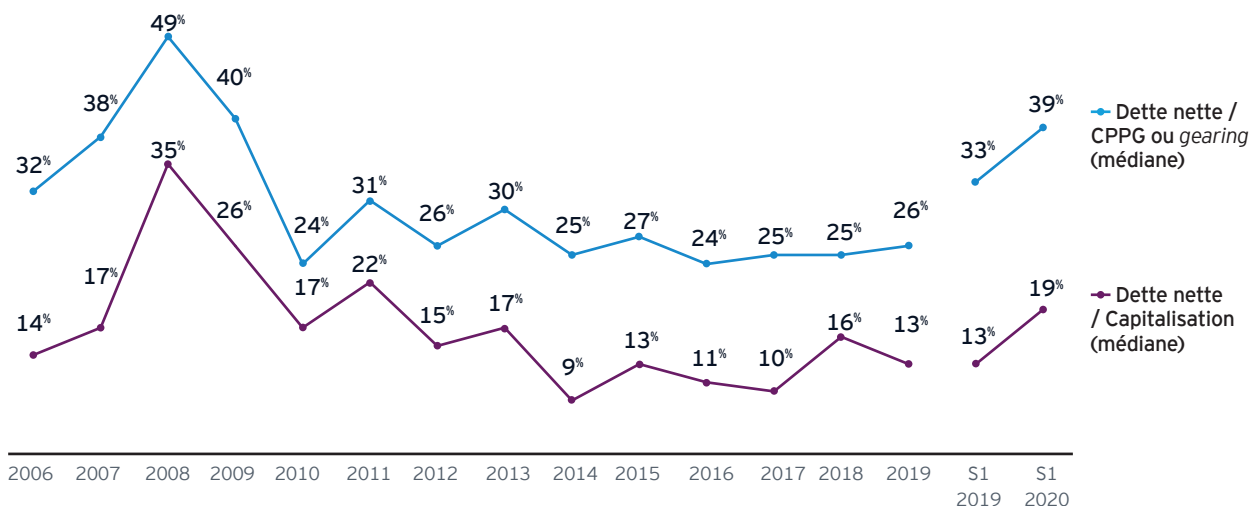
4 sociétés du CAC 40 ont clôturé le premier semestre 2020 avec une situation de trésorerie nette positive, 6 à la clôture de l'exercice 2019 et 10 en 2018.

Le changement de composition de l'indice affecte peu la variation : Worldline et Teleperformance, qui entrent, et Technip et Sodexo, qui sortent, ont tous les quatre une dette peu élevée en valeur absolue, et bien que celle de Worldline et Teleperformance soit 2 fois supérieure à celle des deux sortants respectivement, leur entrée dans le CAC 40 n'augmente que de +1,3 % le montant total de l'endettement net entre 2019 et le premier semestre 2020.

11. Hors banques, assurances et foncières

Les entreprises du CAC 40 disposent néanmoins d'un niveau élevé de liquidités (213 Mds€ au premier semestre 2020), leur permettant de faire face à l'incertitude et de saisir les opportunités de consolidation qui se présentent.

### Gearing et ratio Dette nette / capitalisation - hors banques, assurances et foncières



Le gearing médian de l'indice (ratio dette nette / fonds propres) augmente significativement à 39 % à la fin du premier semestre 2020, même en tenant compte de l'effet de saisonnalité semestriel, et s'établit à son niveau de 2009.

# 3

## La baisse des résultats, couplée à une logique de prudence, conduit à une baisse sensible des dividendes

Après un léger repli à 82 Mds€ en 2019, les résultats nets cumulés sont en forte baisse au premier semestre 2020 (par rapport au premier semestre 2019), à 0 Md€.

Les dividendes cumulés atteignent un niveau historiquement bas. La baisse des dividendes conduit à une chute du rendement du dividende au premier semestre 2020.

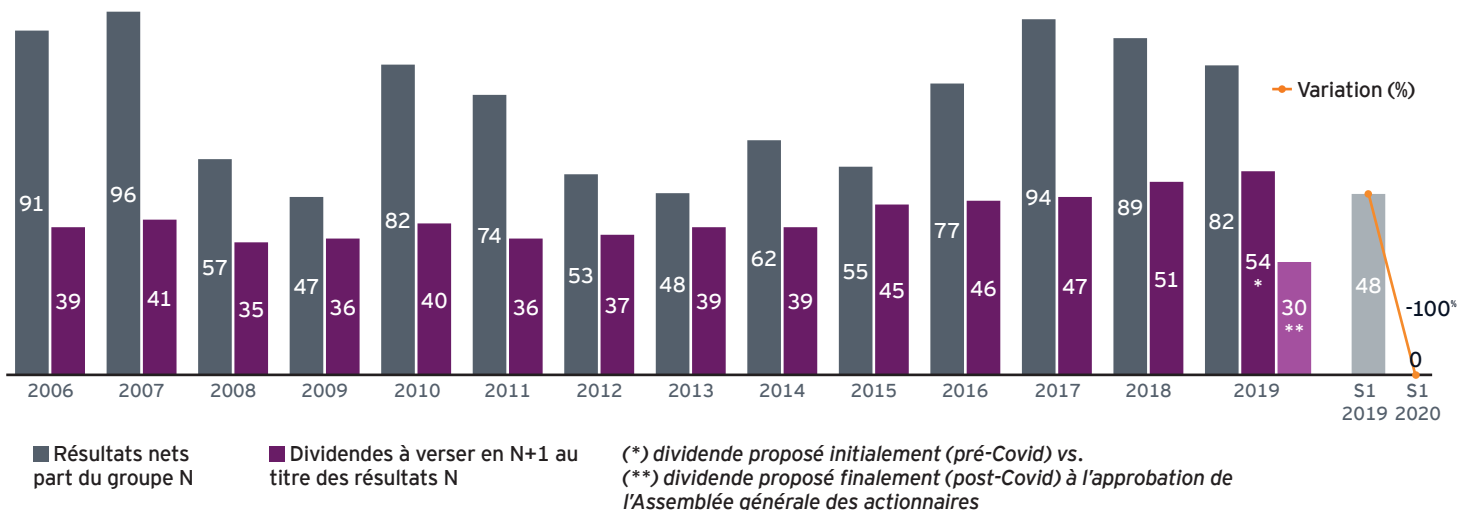


## Résultats nets

Les résultats nets sont proches de zéro au premier semestre 2020 : -0,1 Md€, après un millésime 2019 de 82 Mds€ annuels. 15 sociétés sont en

perte, contre 4 sur l'année complète 2019 (comme en 2018), et 2 au premier semestre 2019.

### Résultats nets et dividendes (Mds€)



13 sociétés voient leur résultat baisser de plus de moitié au premier semestre 2020 par rapport au premier semestre 2019, contre 4 en 2019 par rapport en 2018.

15 sociétés publient un résultat en baisse de plus de -1 Md€ au premier semestre 2020 par rapport au premier semestre 2019, contre 3 publiant une baisse similaire en 2019 (en base annuelle, soit -2 Mds€) par rapport à 2018.

Les résultats satisfaisants de quelques sociétés ne compensent pas les fortes baisses des autres : Sanofi voit ses résultats nets multipliés par 9 par rapport au premier semestre 2019 du fait notamment du résultat de cession des actions Regeneron (7,4 Mds€) et d'amortissements et dépréciations d'actifs incorporels moindres, Carrefour approche de l'équilibre (+0,4 Md€) et STMicroelectronics fait un meilleur premier semestre qu'en 2019 (+0,2 Md€).

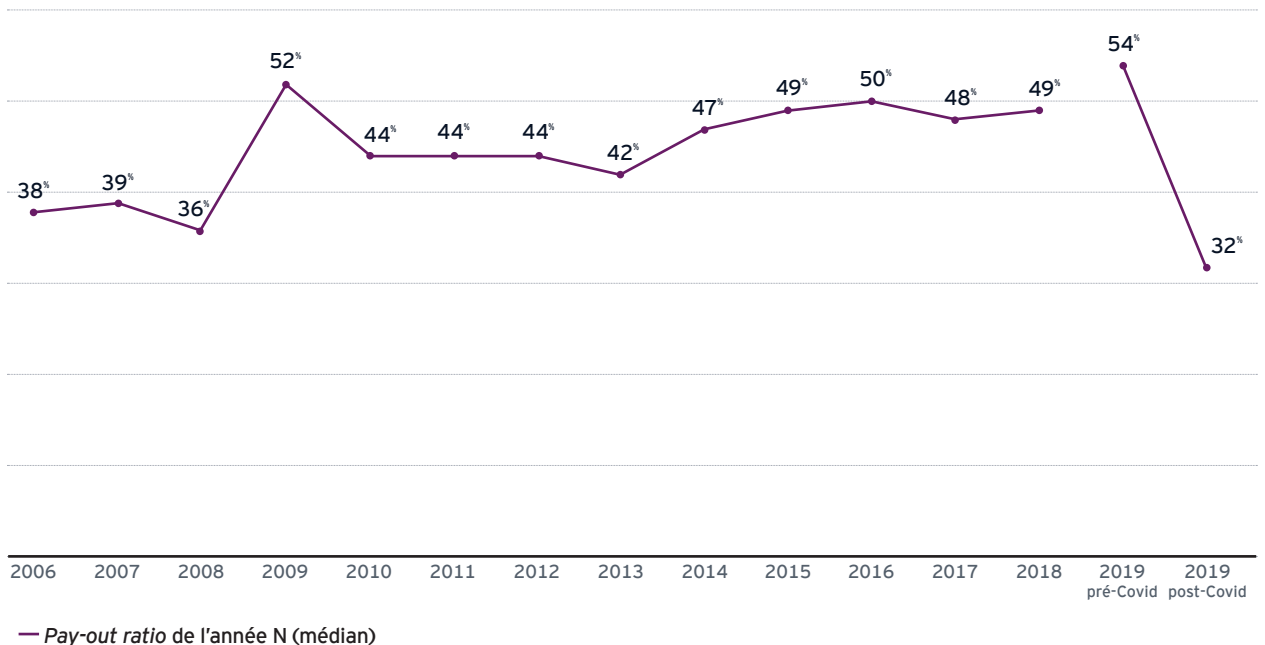
## Dividendes

Pour faire face à la crise, la Banque Centrale Européenne a recommandé aux banques de ne pas verser de dividendes jusqu'en octobre 2020, puis jusqu'en janvier 2021. Ainsi, les 3 banques cotées au CAC 40, suivies par 10 sociétés, ont décidé d'annuler le dividende initialement proposé par le Management à l'approbation de l'Assemblée générale des actionnaires. Par conséquent, et pour la première fois depuis l'existence de ce Profil, le

dividende a été significativement réduit du fait des incertitudes économiques.

Les dividendes proposés au titre de l'affectation des résultats 2019 des 40 sociétés composant le CAC 40 au 31 décembre 2019 ont été ainsi annulés par 13 sociétés, dont les 3 banques, réduits par 18 sociétés et maintenus par 9.

### Pay-out ratio (% des résultats nets)

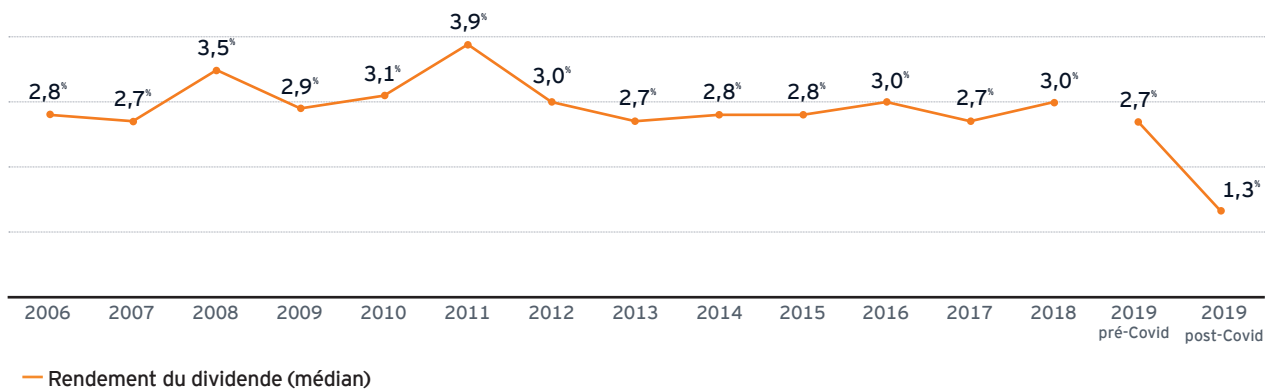


La baisse ou l'annulation de la majorité des dividendes prévus par les sociétés du CAC 40 au titre de l'exercice 2019, alors qu'il avait été bon, a fait chuter le taux de distribution (*pay-out ratio*) médian. Ce dernier s'effondre par rapport à sa moyenne de 45 % depuis le début de notre étude en 2006 et tombe à 32 %.

Cette baisse traduit la prudence des sociétés devant le caractère potentiellement durable de la pandémie et témoigne de leur volonté de disposer de liquidités pour faire face aux incertitudes futures.

## Rendement du dividende

Après un millésime 2019 de 82 Mds€, les résultats nets sont nuls au premier semestre 2020. 16 sociétés sont en perte, contre 4 sur l'année complète 2019 (comme en 2018), et 2 au premier semestre 2019.



Dans ce contexte, le rendement médian du dividende<sup>12</sup> connaît, suite aux révisions opérées post-Covid, une baisse historique. A 1,3 %, il s'effondre par rapport à sa moyenne de 3,0 % depuis le début de notre étude en 2006. Le dividende proposé initialement offrait un rendement en ligne avec la tendance historique, à 2,7 %.

12. Rendement 2019 = Dividendes proposé à la distribution en 2020 au titre des bénéfices 2019 / Capitalisation boursière au 31/12/2019.





**CAC 40** : abréviation de Cotation Assistée en Continu. Indice boursier (Euronext) qui rassemble les 40 entreprises ayant la plus importante capitalisation boursière pondérée par le niveau du capital flottant et la liquidité du titre, sans considération sectorielle. Lancé le 15 juin 1988, l'indice a été basé au 31 décembre 1987, avec un niveau de départ de 1 000 points.

**Capital flottant** : part du capital d'une société cotée en bourse dont les titres sont effectivement susceptibles d'être échangés sur le marché boursier. En sont exclues par exemple les participations supérieures à 5 % du capital total (considérées comme détenues à des fins de contrôle).

**Capital immatériel** : ensemble des compétences techniques et pratiques d'une entreprise qui participent à sa production de richesses et lui permettent d'obtenir une rentabilité supérieure à la rentabilité minimale exigée par ses pourvoyeurs de fonds (actionnaires et prêteurs).

**Capitalisation boursière** : valeur de marché des capitaux propres d'une société, calculée comme suit : nombre d'actions composant le capital x cours de clôture de l'action au 31 décembre de l'année.

**Capitalisation boursière flottante** : capitalisation boursière x part du capital flottant.

**Dividendes** : part des bénéfices distribuée aux actionnaires, calculée comme suit : (nombre d'actions composant le capital - nombre d'actions autodétenues) x dividende par action proposé par le Management à l'approbation de l'Assemblée générale des actionnaires.

**Investissements bruts dans l'outil de production** : acquisitions brutes d'immobilisations corporelles et incorporelles destinées à être utilisées durablement par l'entreprise.

**Gearing** : indicateur de l'endettement d'une entreprise, calculé comme suit : dette financière nette / capitaux propres de l'entreprise, part du groupe (i.e. les ressources apportées par les actionnaires à l'entreprise).

**Goodwill ou écart d'acquisition ou survalueur** : différence entre le prix payé pour l'acquisition d'une société et ses capitaux propres réévalués.

**Marge opérationnelle** : ratio de profitabilité d'exploitation, calculé comme suit : résultat opérationnel / chiffre d'affaires.

**Marge opérationnelle courante** : ratio de profitabilité d'exploitation, calculé comme suit : résultat opérationnel hors éléments non récurrents (i.e. cession de titres, restructurations, litiges, pertes de valeur sur des écarts d'acquisition et perte de valeur sur des immobilisations) / chiffre d'affaires.

**Pay-out Ratio** : taux de distribution du résultat net aux actionnaires sous forme de dividendes, calculé comme suit : dividendes à verser en N+1 au titre des bénéfices N / résultat net part du groupe N.

**Perte de valeur sur actif** : constatée dès lors que la valeur recouvrable d'un actif est inférieure à sa valeur nette comptable. Il s'agit d'une dépréciation, et pas d'un amortissement.

**Price-to-book Ratio (P/B ratio)** : rapport entre la capitalisation boursière (i.e. la valeur de marché des capitaux propres) et les capitaux propres part du groupe comptables.

**Rendement du dividende** : rapport entre dividendes proposés à la distribution en N+1 au titre des bénéfices N et capitalisation boursière au 31 décembre de l'année. Les rachats d'actions affectent le rendement du dividende dans la durée de façon indirecte en tirant le cours de bourse à la hausse, car les résultats sont alors attribuables à un nombre réduit d'actions réduit.



## Remerciements

Nous tenons à adresser nos remerciements aux personnes qui ont apporté leur concours à la réalisation de cette étude, et tout particulièrement à : **Jade Larnaudie, Ange-Wilfried Aguet Boye, Pierre Giry et Pierre Montebaut**, ainsi qu'à **Emeline Alfandari, Anna Kukula, Amélie Fournier** et **Quentin Hacquard** pour la mise en forme et la communication de cette étude.

## Sources

- Documents d'enregistrement universel, rapports semestriels et communiqués de presse des sociétés du CAC 40
- Euronext, S&P Capital IQ, Banque de France

EY est un des leaders mondiaux de l'audit, du conseil, de la fiscalité et du droit, des transactions. Partout dans le monde, notre expertise et la qualité de nos services contribuent à créer les conditions de la confiance dans l'économie et les marchés financiers. Nous faisons grandir les talents afin qu'ensemble, ils accompagnent les organisations vers une croissance pérenne. C'est ainsi que nous jouons un rôle actif dans la construction d'un monde plus juste et plus équilibré pour nos équipes, nos clients et la société dans son ensemble.

EY désigne l'organisation mondiale et peut faire référence à l'un ou plusieurs des membres d'Ernst & Young Global Limited, dont chacun est une entité juridique distincte. Ernst & Young Global Limited, société britannique à responsabilité limitée par garantie, ne fournit pas de prestations aux clients. Les informations sur la manière dont EY collecte et traite les données personnelles, ainsi que sur les droits dont bénéficient les personnes concernées au titre de la législation en matière de protection des données, sont disponibles à l'adresse suivante : [ey.com/privacy](https://ey.com/privacy). Retrouvez plus d'informations sur notre organisation sur [www.ey.com](https://www.ey.com).

© 2020 EY & Associés.  
Tous droits réservés.

Studio BMC France - 2008BMC164.  
SCORE N° 2020-123.  
ED None.

Document imprimé conformément à l'engagement d'EY de réduire son empreinte sur l'environnement.

Cette présentation a valeur d'information générale et ne saurait se substituer à un conseil professionnel en matière comptable, fiscale ou autre. Pour toute question spécifique, vous devez vous adresser à vos conseillers.

[ey.com/fr](https://ey.com/fr)

## Nicolas Klapisz

Associé, Strategy & Transactions  
Ernst & Young Advisory  
Tél.: +33 1 55 61 07 01  
E-mail : [nicolas.klapisz@fr.ey.com](mailto:nicolas.klapisz@fr.ey.com)

## Pierre Giry

Consultant Senior, Strategy & Transactions  
Ernst & Young Advisory  
Tél.: +33 1 46 93 74 43  
E-mail : [pierre.giry@fr.ey.com](mailto:pierre.giry@fr.ey.com)

## Quentin Hacquard

Relations Médias  
Ernst & Young  
Tél.: +33 1 55 61 35 47  
E-mail : [quentin.hacquard@fr.ey.com](mailto:quentin.hacquard@fr.ey.com)

