

En 2016, les principaux groupes français présentent un niveau de profitabilité et d'investissement au plus haut depuis cinq ans

Marie BALARD,
Adrien BOILEAU
Direction des entreprises
Observatoire des entreprises

L'activité des quatre-vingts plus grands groupes industriels et commerciaux français cotés sur le compartiment A d'Euronext Paris est en recul (-1,7 % du chiffre d'affaires) en 2016. Si la croissance organique est positive (+0,4 %), les grands groupes ont été pénalisés par des effets de change défavorables (-1,2 %), dans un contexte de décrochage de la livre sterling par rapport à l'euro, et par des effets de périmètre négatifs (-0,9 %).

Néanmoins, des conditions d'exploitation favorables permettent une forte progression de la profitabilité des groupes (+38 % sur un an) qui s'établit à un niveau record sur la période.

Ces bonnes performances permettent aux groupes une accumulation de trésorerie (+3,8 % sur un an) et surtout de financer des investissements toujours conséquents (117 milliards d'euros en 2016) mais stables en valeur.

Dans un contexte de politique monétaire accommodante, les groupes ont eu recours à l'endettement financier (+9,2 % sur un an) mais ont aussi renforcé leurs capitaux propres (+4,4 %) pour maintenir l'équilibre de leur structure financière.

Mots clés : comptes consolidés, IFRS, résultats, grandes entreprises industrielles et commerciales, grands groupes français, autres éléments du résultat global, other comprehensive income (OCI), entreprises cotées au compartiment A d'Euronext
Codes JEL : F23, G30, G32, L25

Chiffres clés

-1,7 %
la baisse du chiffre d'affaires

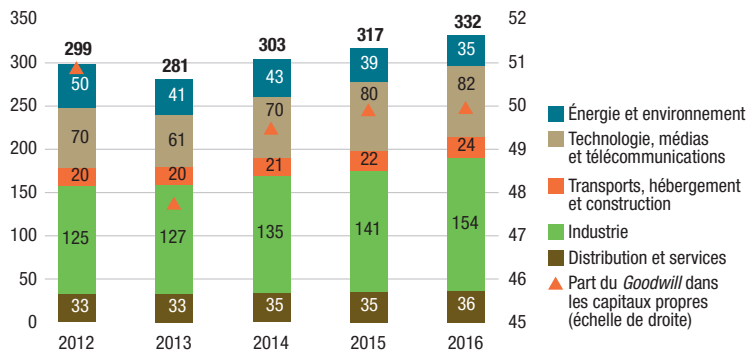
+38 %
la hausse du résultat net

190 milliards d'euros
le montant de la trésorerie

117 milliards d'euros
le montant des investissements

50 % des capitaux propres
la proportion des écarts d'acquisition (Goodwill)

Goodwill par secteur et part des goodwills dans les capitaux propres
(en milliards d'euros)



Note : Le goodwill correspond à un écart d'acquisition, c'est-à-dire à la différence entre le coût d'une acquisition et la juste valeur de la société acquise.

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

1. Le chiffre d'affaires des quatre-vingts groupes s'érode sur cinq ans

1.1 Le chiffre d'affaires se contracte en 2016

Au cours de l'année 2016, les quatre-vingts principaux groupes français ont vu leur chiffre d'affaires se contracter de 1,7 % (cf. graphique 1), atteignant un total de 1 259 milliards d'euros.

Cette baisse est notamment imputable au secteur énergie et environnement dont l'activité recule pour la cinquième année consécutive. À l'inverse, porté par une croissance organique dynamique, le secteur industrie poursuit un développement ininterrompu depuis cinq ans.

La répartition géographique du chiffre d'affaires semble stabilisée en 2016 (cf. tableau 1) avec un chiffre d'affaires Europe toujours majoritaire dans le chiffre d'affaires global (60 % en 2016). La France représente moins d'un tiers de l'activité des groupes tandis que les zones « Amériques » et « Reste du monde » progressent sur les cinq dernières années.

1.2 Une croissance organique en légère progression mais le chiffre d'affaires global est pénalisé par des taux de change et des effets de périmètre négatifs.

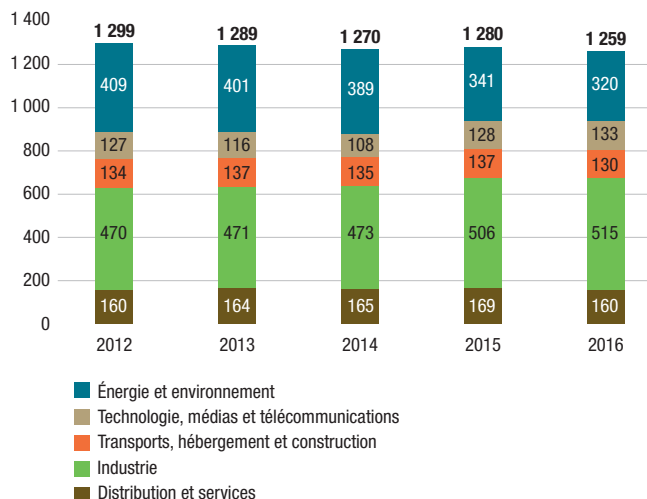
La baisse de 1,7 % du chiffre d'affaires des principaux groupes français peut être analysée en la décomposant entre effets de change, effets de périmètre et croissance organique (cf. graphique 2).

Le développement à l'international des grands groupes français amplifie leur sensibilité aux variations de change. Ainsi, la conversion en euros des comptes en devises de filiales étrangères au moment de l'arrêté des comptes a un impact marqué sur le chiffre d'affaires consolidé des groupes.

Ainsi, en valeur absolue, les effets de change négatifs contribuent pour près de deux tiers à la baisse du chiffre d'affaires enregistrée en 2016 (- 16 milliards d'euros).

G1 Chiffre d'affaires par secteur d'activité

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

T1 Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique

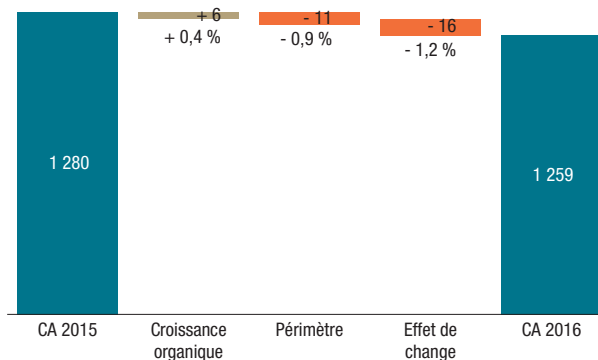
(en %)

Zone géographique	2012	2013	2014	2015	2016
Europe	64	64	62	60	60
<i>dont France</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>28</i>	<i>27</i>	<i>27</i>
Amériques	14	14	15	16	16
Reste du monde	22	22	23	24	24
Total	100	100	100	100	100

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

G2 Décomposition de l'évolution du chiffre d'affaires

(montants en milliards d'euros, variation en points de pourcentage)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

En cause, notamment, le référendum sur le *Brexit* qui a entraîné une dépréciation de la livre sterling par rapport à la monnaie unique européenne.

Les effets de périmètre retranscrivent les acquisitions et cessions de filiales des grands groupes et, par conséquent, la contribution en chiffre d'affaires des entités entrantes et sortantes du périmètre de consolidation. Ils contribuent assez négativement au chiffre d'affaires en 2016 (-0,9 % par rapport à 2015) et traduisent des opérations de cessions d'actifs réalisées ou sur le point de l'être (impact de la norme IFRS 5¹).

Comme évoqué ci-dessus, la croissance organique du secteur industrie a été dynamique (+3,5 %) mais l'ensemble est pénalisé par les difficultés du secteur énergie et environnement (-6,2 % sur le chiffre d'affaires global du secteur).

2. La rentabilité des principaux groupes français au plus haut sur la période

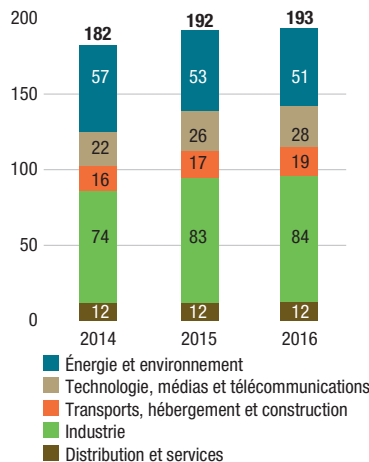
2.1 L'EBITDA se maintient à un niveau stable

L'EBITDA² est calculé par la différence entre les produits d'exploitation et les charges, avant dépréciation et amortissement³. Ce solde se rapproche de l'excédent brut d'exploitation plus couramment utilisé en normes françaises. Il mesure la rentabilité des entreprises, indépendamment de l'effet sur leurs résultats de leurs politiques de financement et d'investissement, mais aussi de la fiscalité. Au sein de la population analysée, quarante-trois groupes communiquent directement sur ce solde intermédiaire. Pour les autres groupes, il a été reconstitué à partir d'éléments intermédiaires disponibles dans les rapports annuels.

L'EBITDA est en hausse dans la majorité des secteurs à l'exception du secteur énergie et environnement en repli de 3,8 % par rapport à 2015 (cf. graphique 3), pénalisée par la faiblesse des cours des matières premières.

G3 Évolution de la rentabilité (EBITDA)

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

Le taux d'EBITDA est en légère progression (+0,3 point) par rapport à 2015, pour atteindre 15,3 %.

2.2 Le résultat opérationnel retrouve son niveau de 2012

Le résultat opérationnel – résultat d'exploitation auquel on intègre les dotations aux amortissements – mesure la performance intrinsèque des activités du groupe, avant prise en compte du résultat financier ainsi que de l'impôt.

Pour les quatre-vingts grands groupes étudiés, le résultat opérationnel représente 102 milliards d'euros en 2016, soit une progression d'environ 6 %, équivalente à 6 milliards d'euros sur un an (cf. graphique 4).

En hausse depuis 2013, le résultat opérationnel retrouve son niveau de 2012, traduisant une amélioration des conditions d'exploitation d'une majorité de groupes. En procédant à une analyse sectorielle, on constate que le principal secteur contributeur à l'augmentation du

¹ La norme IFRS 5 oblige notamment à sortir du périmètre de consolidation les filiales cédées et celles qui ont vocation à l'être.

² *Earning before interest, taxes, depreciation and amortization.*

³ Le chiffre d'affaires est la seule variable pour laquelle peuvent être distingués des éléments organiques, les effets de périmètre, de change, et les effets de mesures techniques et réglementaires. Les évolutions des autres variables présentées ici proviennent donc, à des titres divers, de ces différents facteurs de façon indiscernable.

résultat opérationnel est l'industrie, qui bénéficie notamment de la baisse du coût des matières premières. Les autres secteurs, quant à eux, ont un résultat opérationnel stable ou en légère baisse sur un an.

Compte tenu de ces éléments, le taux de marge opérationnelle des grands groupes ⁴ progresse de 0,6 point pour atteindre 8,1 % en 2016.

2.3 Le résultat net s'apprécie de plus d'un tiers

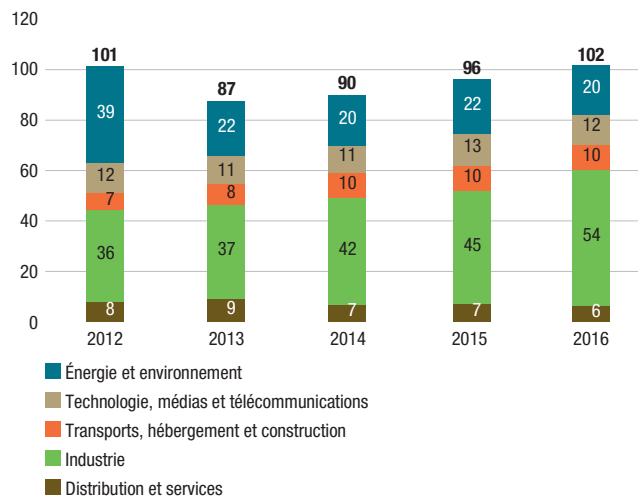
L'évolution du résultat net – indicateur calculé en intégrant au résultat opérationnel les résultats financiers, les résultats des activités en cours de cession ainsi que les charges d'impôt – montre une forte progression de la profitabilité en 2016, avec un résultat net en hausse de 38 % par rapport à 2015 (cf. graphique 5).

Cette forte augmentation est liée au secteur industrie (+ 20 % par rapport à 2015) ainsi qu'au secteur énergie et environnement dégageant un résultat net positif de 9,2 milliards d'euros en 2016 contre – 0,3 milliard d'euros en 2015. Pour rappel, en 2015, la diminution des cours des matières premières avait entraîné une réduction des flux futurs prévisionnels utilisés pour déterminer la valeur des actifs. Ainsi, les groupes de ce secteur avaient dû comptabiliser un fort volume de dépréciations d'actifs, ce qui avait eu un impact négatif sur le résultat net en 2015.

Le taux de marge nette (résultat net sur chiffre d'affaires) mesurant la profitabilité des groupes étudiés augmente de 1,5 point sur un an. Il s'établit à 5,2 % en 2016, contre 3,7 % en 2015, sous l'effet d'une augmentation du résultat net couplée à une baisse du chiffre d'affaires. Ce taux de marge nette est au plus haut sur la période, que ce soit pour les entreprises appartenant au premier quartile (+ 1,7 point du chiffre d'affaires par rapport à 2015), ou pour celles présentant la meilleure profitabilité (+ 2 points du chiffre d'affaires par rapport à 2015) (cf. graphique 6).

G4 Résultat opérationnel par secteur d'activité

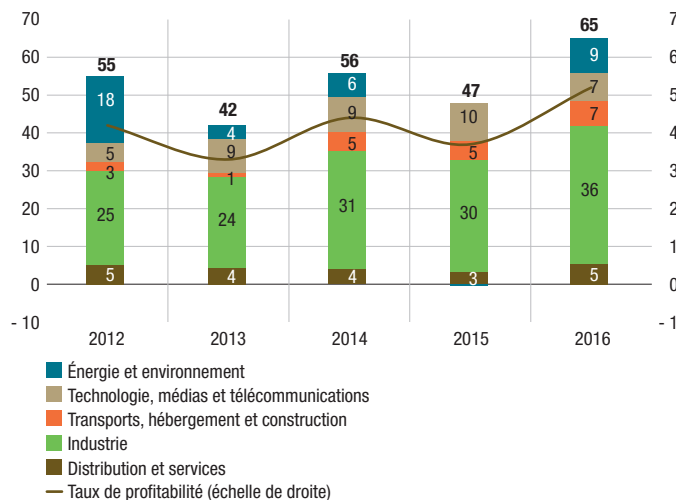
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

G5 Résultat net par secteur d'activité

(échelle de gauche en milliards d'euros, échelle de droite en pourcentage)



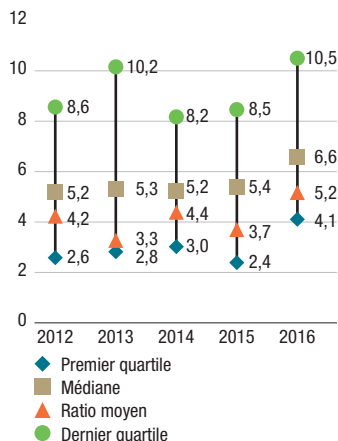
Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017. Note : sur l'échelle de droite le taux de marge nette est mesuré par le ratio résultat net/chiffre d'affaires.

Ainsi, la médiane qui était stable sur la période 2012-2015 est en forte progression (+ 1,2 point du chiffre d'affaires) en 2016.

⁴ Le taux de marge opérationnelle est calculé en rapportant le résultat opérationnel au chiffre d'affaires.

G6 Taux de marge nette

(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

2.4 Diminution des dividendes versés

Comparé à 2015, les quatre-vingts groupes étudiés ont légèrement réduit leurs distributions de dividendes, avec 36 milliards d'euros versés aux actionnaires en 2016, contre 37,9 milliards en 2015.

Le taux de distribution (ou « *payout ratio* »⁵) des grands groupes augmente de près de 9 points à 76,6 %, contre 67,7 % en 2015. Cependant, ce taux de distribution semble de plus en plus hétérogène avec des moyennes plus élevées pour les secteurs distribution et services, et énergie et environnement. Les entreprises de ce dernier secteur ont rémunéré leurs actionnaires en 2016 malgré un résultat net agrégé négatif en 2015.

3. La trésorerie et les investissements au plus haut sur la période

3.1 Les groupes sous revue disposent d'une trésorerie pléthorique

À la fin 2016, la trésorerie des grands groupes poursuit sa consolidation et atteint un niveau record

sur la période de l'étude à 190 milliards d'euros (+ 7 milliards par rapport à décembre 2015) et en augmentation de 19 % par rapport à décembre 2012 (cf. graphique 7).

Dans la majorité des secteurs de l'étude, on constate une accumulation de liquidité, et plus particulièrement dans le secteur industrie, où les conditions d'exploitation favorables ont permis une croissance de la trésorerie de 6 milliards d'euros en 2016, soit une progression de 8 %.

À l'inverse, les entreprises appartenant au secteur énergie et environnement ont dû puiser dans leur trésorerie (- 3 milliards d'euros) pour financer leurs investissements et rémunérer leurs actionnaires en raison d'une conjoncture toujours défavorable en 2016.

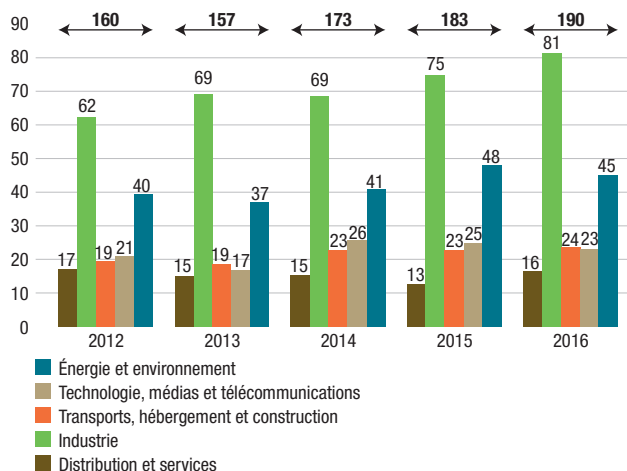
3.2 Le flux net de trésorerie progresse

Pour analyser plus finement la variation de la trésorerie des grands groupes, les flux peuvent être dissociés de la façon suivante : le flux de trésorerie

⁵ Ce ratio donne le montant du bénéfice annuel de la maison mère qui est restitué l'année suivante à ses actionnaires sous forme de dividendes, en pourcentage du résultat de l'ensemble du groupe.

G7 Trésorerie à la clôture

(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

relié aux activités opérationnelles, le flux lié aux opérations d'investissement et le flux lié aux opérations de financement (détaillés dans les points suivants).

Le flux de trésorerie global est de 13 milliards d'euros en 2016 (cf. graphique 8), en hausse (+ 11 milliards d'euros) par rapport à l'exercice précédent, mais présente des disparités en raison notamment de la baisse des flux générés par les activités opérationnelles compensées par un recours accru à l'endettement qui fait mécaniquement augmenter le flux de financement.

Les flux d'exploitation

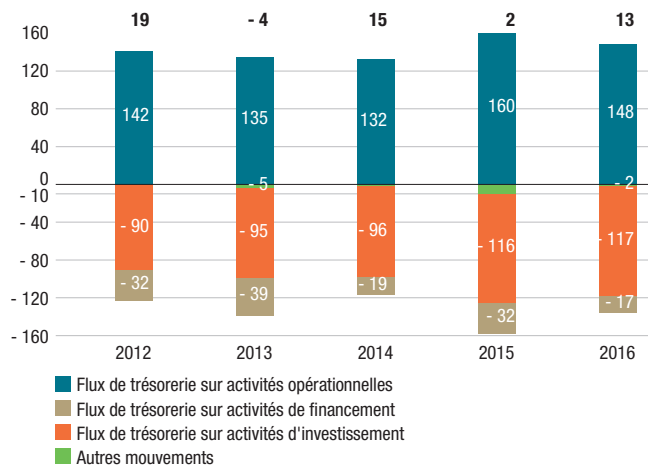
Les flux d'exploitation correspondent à la capacité d'autofinancement dégagée par l'entreprise à la fin d'une période donnée, diminuée de la variation de son besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) sur la même période. Le flux de trésorerie généré par les activités opérationnelles recule en 2016 à 148 milliards d'euros, contre 160 milliards en 2015. Cette baisse est à relativiser dans la mesure où ce flux avait atteint un niveau très élevé en 2015, bien supérieur à celui constaté sur la période précédente, 2012-2014.

Ces bonnes performances traduisent la capacité retrouvée des grands groupes à dégager des ressources à partir de leurs activités opérationnelles.

Le BFRE progresse légèrement en 2016, (+ 2 milliards d'euros par rapport à 2015), suite à une augmentation du solde du poste client et des stocks et ce, malgré une progression marquée des dettes fournisseurs. À 149 milliards d'euros, il reste à un niveau bas sur la période de l'étude.

G8 Décomposition des flux de trésorerie

(en milliards d'euros)



Note : Compte tenu de l'application des normes IFRS, relatives notamment aux modifications de périmètre, le solde des flux présentés dans ce graphique ne correspond pas à la variation annuelle de la trésorerie présentée dans le graphique 7.

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

Les flux de financement

Les flux de trésorerie issus des activités de financement proviennent des transactions sur le capital des entreprises (dividendes, émissions et rachats d'actions) et de l'évolution de l'endettement financier (émissions, remboursements). Ces flux sont en hausse notamment sous l'effet d'une augmentation de l'endettement financier (+ 49 milliards d'euros) et d'une stabilité des dividendes versés.

T2 Formation du besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE)

(en milliards d'euros)

	2012	2013	2014	2015	2016
Encours client (A)	258	245	235	233	251
Encours fournisseurs (B)	228	221	232	240	260
Solde du crédit interentreprises (A - B)	30	24	3	-7	-10
Stocks (C)	151	149	150	154	159
BFRE (A - B + C)	181	173	153	147	149

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

L'investissement

Le flux d'investissement peut être ventilé entre cinq composantes :

- les acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles ;
- les acquisitions d'immobilisations financières ⁶ ;
- les cessions d'immobilisations corporelles ;
- les cessions d'immobilisations financières ;
- les « autres variations » ⁷.

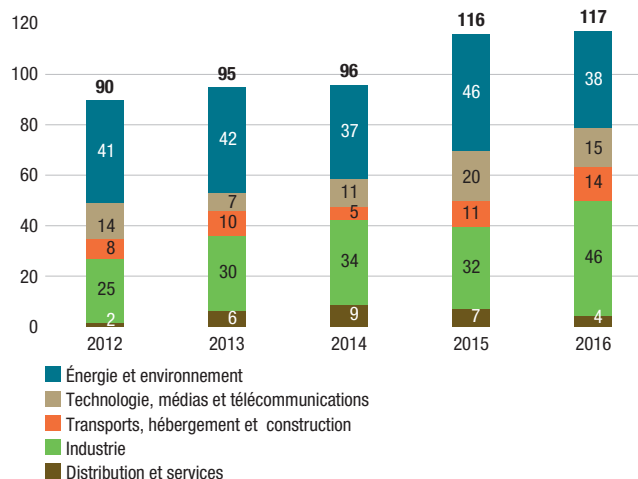
3.3 Des investissements stables et au plus haut niveau

L'investissement se maintient à un niveau élevé ⁸ mais reste globalement stable par rapport à 2015 à 117 milliards d'euros (cf. graphique 9). L'analyse sectorielle fait apparaître une forte augmentation des investissements réalisés par les entreprises industrielles (+ 43,8 %), suite notamment à une opération de croissance externe réalisée au cours du premier semestre pour 12 milliards d'euros.

Les investissements présentent une grande stabilité en 2016 (par rapport à 2015) autant en valeur nette que dans leur décomposition (cf. graphique 10).

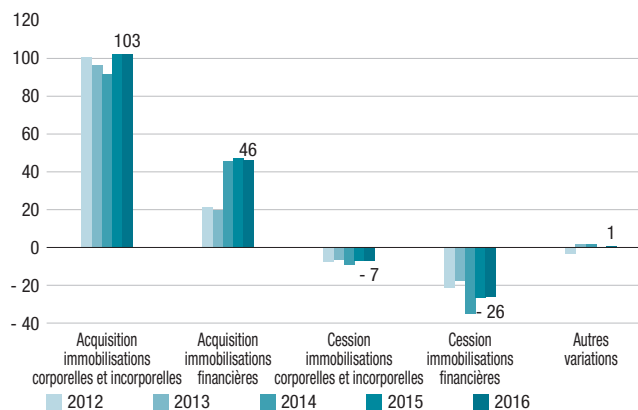
Les entreprises ont, pour assurer leur croissance organique future, maintenu leurs investissements en immobilisations corporelles et incorporelles à un niveau élevé (103 milliards d'euros). Elles ont, dans le même temps, mené une politique de croissance externe active avec un volume d'acquisition d'immobilisations financières de 46 milliards d'euros, et notamment une opération d'envergure dans le secteur industrie pour 12 milliards d'euros.

G9 Flux d'investissement par secteur d'activité (en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

G10 Décomposition des flux de trésorerie sur activités d'investissement (en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

6 Les données sur les acquisitions d'immobilisations financières sont issues du tableau de flux publié par les groupes qui ne permet pas de faire la distinction entre une acquisition donnant lieu à prise de contrôle de la cible et une prise de participation minoritaire.

7 Les « autres variations » retracent en solde net des opérations qu'on ne peut pas classer dans l'une des quatre rubriques.

8 Pour l'ensemble des sociétés non financières, la formation brute de capital fixe (FBCF) est évaluée dans les comptes nationaux à 276,7 milliards d'euros pour 2016 (chiffre provisoire), en hausse de + 4,3 % en valeur par rapport à 2015. Ces chiffres ne sont cependant pas directement comparables à ceux rapportés ici dans la mesure où, outre le fait que le champ de la comptabilité nationale dépasse celui des quatre-vingts groupes étudiés, les concepts et les normes comptables diffèrent, et la comptabilité nationale ne retient que l'activité des entités résidentes des groupes, alors que les comptes consolidés utilisés ici incluent l'activité de leurs filiales à l'étranger.

Encadré 1

La norme IFRS (Contrats de location) modifie le niveau d'endettement des groupes

La norme IFRS 16, publiée le 13 janvier 2016 par la fondation IFRS, remplace l'ancienne norme IAS 17 ainsi que les interprétations correspondantes. Elle devrait entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2019, l'adoption par l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) étant actuellement en cours.

Cette norme a pour but de modifier la comptabilisation des contrats de location chez les preneurs afin d'améliorer la visibilité de leurs actifs ainsi que de leurs passifs, quelle que soit leur forme. Désormais, tous les contrats (de location simples ou de location-financement) pour les preneurs seront traités comme des contrats de location-financement, c'est-à-dire comme si le bien loué avait pour vocation de figurer à l'actif.

Afin d'évaluer l'impact de cette nouvelle norme, nous avons observé les engagements de location présentés en hors bilan dans les annexes aux comptes consolidés de nos quatre-vingts groupes français. Nous constatons que les engagements de location pour les principaux groupes français étudiés représentent 82,7 milliards d'euros, soit 12,5 % de leurs capitaux propres (cf. tableau).

Montant des contrats de location brut des engagements hors bilan

(montants en milliards d'euros, ratios en pourcentage)

Secteur d'activité	Contrats de location	Total de bilan	Contrats de location / total de bilan	Capitaux propres ^{a)}	Contrats de location / capitaux propres	Dettes financières	Contrats de location / Dettes financières
Énergie et environnement	16,3	755,6	2,2	177,6	9,2	203,6	8,0
Technologie, médias et télécommunications	14,4	259,9	5,5	89,4	16,1	75,9	18,9
Transports, hébergement et construction	13,6	222,2	6,1	54,3	25,1	76,7	17,7
Industrie	26,4	836,7	3,2	297,3	8,9	188,0	14,1
Distribution et services	12,0	164,8	7,3	45,0	26,6	40,3	29,8
TOTAL	82,7	2 239,2	3,7	663,6	12,5	584,5	14,1

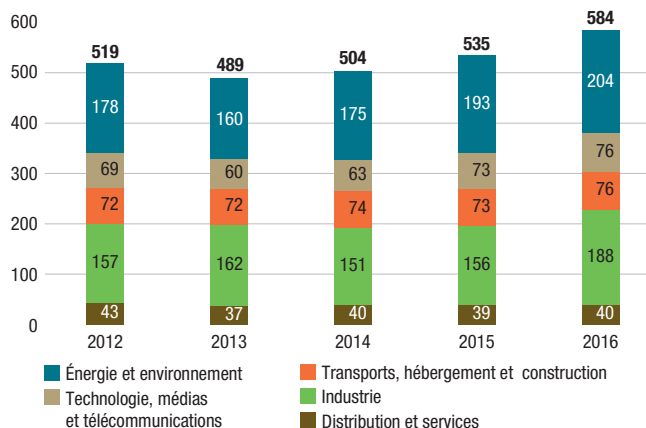
a) Intérêts minoritaires compris.

Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

Les engagements de location sont relativement identiques pour tous les secteurs excepté celui de l'industrie. En effet, ce secteur représente 31,9 % des contrats de location de l'ensemble, pour un total de 26,4 milliards d'euros. Cependant, ce montant, équivalent à 3,2 % du total bilan du secteur industrie, présente un moindre impact sur leur structure financière que sur celle des autres secteurs. En effet, les engagements de location du secteur transports, hébergement et construction, ainsi que ceux du secteur distribution et services, représentent respectivement 25,1 % et 26,6 % de leurs capitaux propres. Ces contrats de location ont une influence plus importante sur leur structure financière que sur celle de l'industrie. De plus, les contrats de location du secteur distribution et services constituent près de 30 % des dettes financières et 7,3 % de leur total bilan, même si ce secteur a le plus faible montant d'engagements de location.

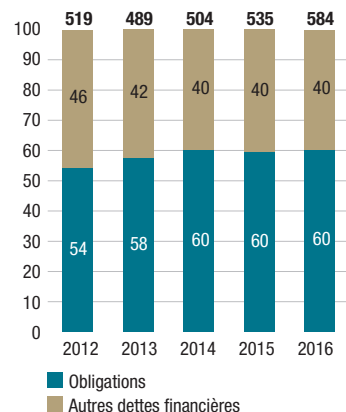
La norme IFRS 16 impacte donc différemment les grands groupes. En effet, un grand nombre d'engagements de location ne pèse pas forcément plus sur leur structure financière, comme on a pu le voir en exemple avec le secteur distribution et services et celui de l'industrie.

G11 Dettes financières par secteur d'activité
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

G12 Décomposition des dettes financières
(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

4. Les fonds propres se renforcent malgré un impact négatif des autres éléments du résultat global (OCI – other comprehensive income)

4.1 L'endettement financier en hausse

Dans un contexte de politique monétaire accommodante, les entreprises ont eu recours à l'endettement financier en 2016. L'encours s'établit à 584 milliards d'euros, en hausse de 9,2 % sur un an (cf. graphique 11).

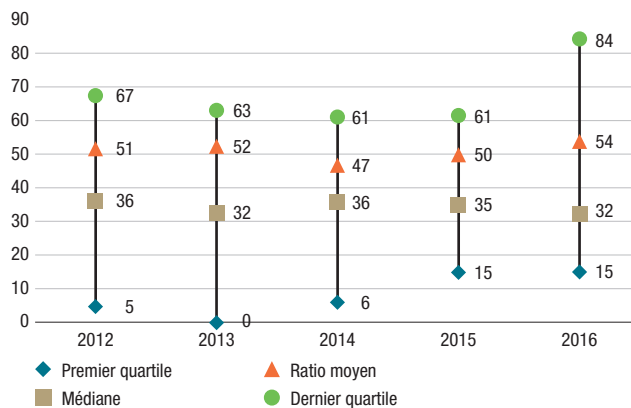
Si tous les secteurs ont contracté un endettement additionnel, le secteur industrie concentre la plus forte augmentation en 2016 (+ 32 milliards d'euros), notamment pour financer des investissements dynamiques.

Depuis 2014, la structure d'endettement des groupes présente une certaine stabilité avec un appétit toujours marqué pour le financement obligataire (60 % de l'endettement financier) (cf. graphique 12), et plus récemment par l'essor des titres de créance négociables (cf. encadré 2 *infra*).

Le taux d'endettement net⁹ des quatre-vingts grands groupes français remonte à 54 % en 2016 (+ 4 points pour le ratio moyen par rapport à 2015) sous l'effet de la progression des dettes financières et ce, malgré l'augmentation de la trésorerie et des capitaux propres (respectivement + 3,8 % et + 4,4 %) (cf. graphique 13). Les entreprises les plus endettées ont significativement augmenté leur ratio de levier net en 2016 (+ 23 points de pourcentage).

⁹ Le ratio d'endettement net (ou ratio de levier net) est calculé en rapportant la dette financière nette de la trésorerie active aux capitaux propres.

G13 Dettes financières nettes sur capitaux propres
(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

Encadré 2

Les entreprises non financières ont davantage recours au marché des titres négociables à court terme (NEU CP)

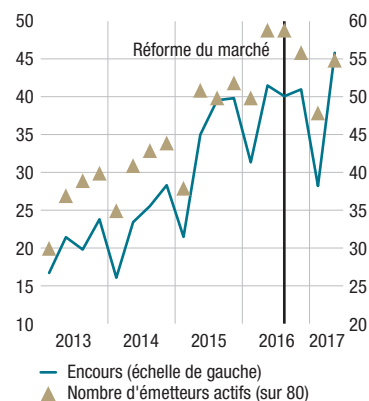
Les titres de créance négociables sont un mode de financement à court ou moyen terme pour les entreprises, les établissements ou collectivités publiques et les établissements financiers. Ce marché a fait l'objet d'une réforme en juin 2016, devenant le marché des NEU CP (*Negotiable EUROpean Commercial Paper*), pour sa partie court terme, et des NEU MTN (*Negotiable EUROpean Medium Term Note*), pour sa partie à moyen et long terme. Cette réforme vise à mettre à la disposition des acteurs économiques un marché adapté à leurs besoins de financement de court et moyen terme, dont ils peuvent moduler l'utilisation en fonction du cycle économique. Elle ne répond pas à un objectif spécifique de croissance des encours. Néanmoins, dans la dynamique de la réforme et des travaux de place engagés dès septembre 2014, le marché s'est révélé particulièrement actif. Il représente le troisième marché de titres à court terme au monde, le deuxième en Europe et le premier de la zone euro, avec un encours de plus de 325 milliards d'euros en mars 2017 (tous types d'émetteurs confondus). Les entreprises non financières contribuent de manière croissante à ce marché, pour atteindre au début du deuxième trimestre 2017 un point haut sur la période (58 milliards d'euros, soit 20,8 % du marché NEU CP¹). Il rassemble au total trois cent soixante-quatre émetteurs au profil diversifié, dont près de trois cents y sont actifs avec plus de six cents programmes de titres courts et moyen terme, représentant une forte capacité potentielle de financement.

Les grandes entreprises de notre échantillon ont eu largement recours à ce marché avec des encours qui ont plus que doublé en quatre ans (cf. graphique A) pour atteindre près de 46 milliards d'euros à fin mars 2017, et des émetteurs de plus en plus nombreux (en hausse de près de 50 % sur la même période). L'échantillon représente en moyenne entre 50 et 65 % des encours totaux des entreprises non financières sur ce marché.

Tous les secteurs d'activité des entreprises sous revue sont concernés par la forte progression des encours (cf. graphique B). La plus forte hausse concerne le secteur distribution et services avec des encours multipliés par cinq à fin mars 2017 (par rapport à fin mars 2013). Une large part des encours est portée par les secteurs industrie et énergie et environnement (70 %).

GA Évolution des encours et du nombre d'émetteurs actifs de l'étude sur le marché des NEU CP

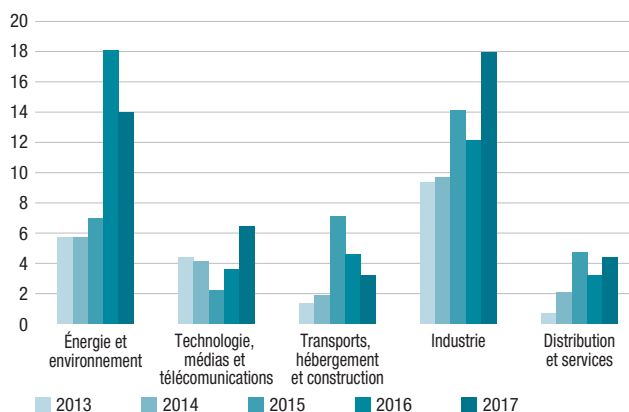
(échelle de gauche en milliards d'euros ; échelle de droite en nombre d'émetteurs)



Source : Banque de France.

GB Évolution des encours de NEU CP par secteur d'activité (à fin mars)

(en milliards d'euros)

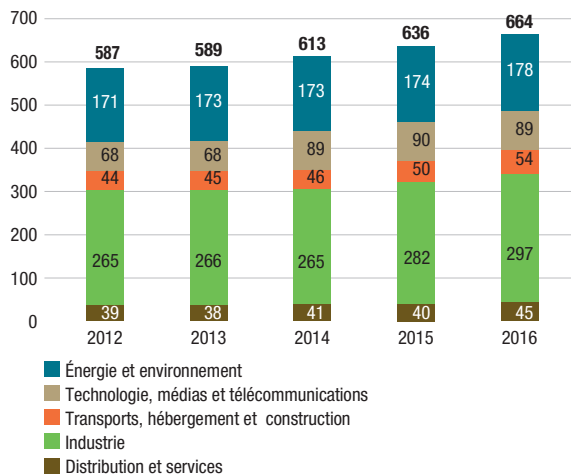


Source : Banque de France.

1 Ce chiffre représente l'ensemble des encours NEU CP porté par les sociétés non financières et diffère de l'encours présenté dans le graphique 1 relatif à la population des quatre-vingts grands groupes étudiés.

G14 **Capitaux propres**

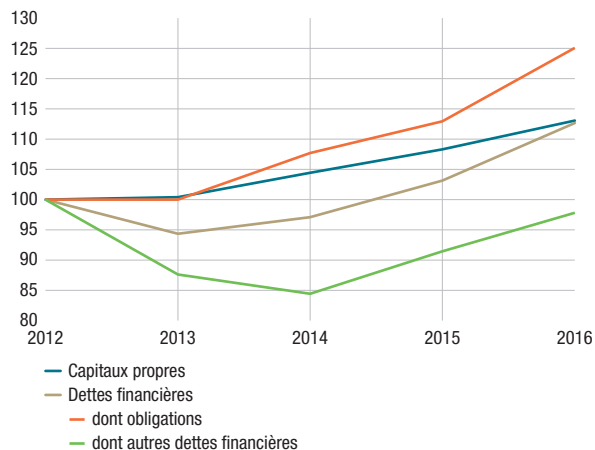
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

G15 **Évolution des sources de financement**

(en %)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

4.2 **Une augmentation record des capitaux propres**

En 2016, le niveau des capitaux propres des grands groupes étudiés se renforce de 28 milliards d'euros pour s'établir à 664 milliards d'euros à fin 2016, soit une progression de 4,4 % sur un an (cf. graphique 14). Les entreprises du secteur industrie, ont contribué pour plus de moitié à cette hausse (15 milliards d'euros) suite notamment à des opérations d'augmentation de capital destinées à financer des acquisitions.

4.3 **L'évolution des sources de financement**

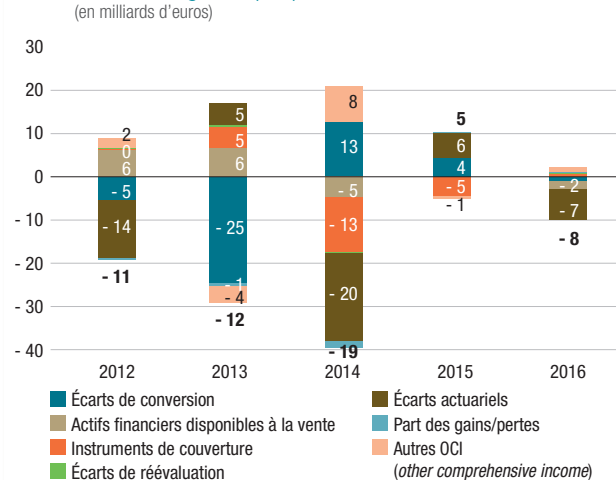
On observe une croissance continue des fonds propres et de la dette obligataire des quatre-vingts groupes sous revue depuis 2013, la croissance de la dette obligataire étant plus forte que celle des fonds propres sur l'ensemble de la période (cf. graphique 15). Elle est néanmoins compensée en 2013 et 2014 par la contraction des autres dettes, et il en résulte une baisse du taux d'endettement jusqu'en 2015 (ratio de la dette financière totale sur capitaux propres).

La reprise de l'endettement (autres dettes) en 2016 fait que sur l'ensemble de la période, la dette financière totale a augmenté comme les fonds propres, ramenant en 2016 le taux d'endettement à sa valeur de 2012. Sa structure s'est néanmoins déformée en 2016, plus d'obligations et moins d'autres dettes qu'en 2012 (cf. graphique 12).

4.4 **Les autres éléments du résultat global négatifs en 2016**

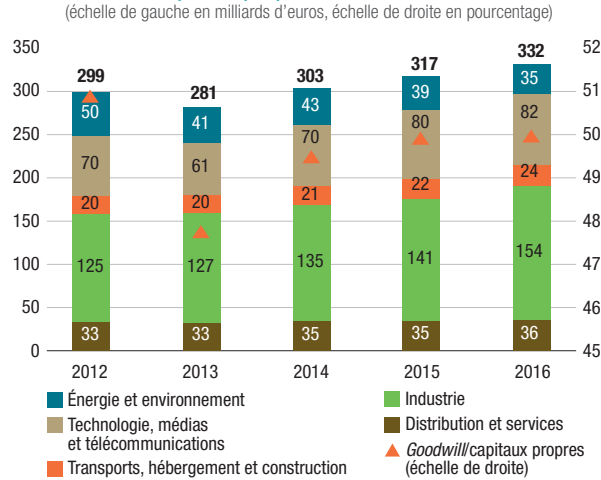
Bien qu'en augmentation, les capitaux propres sont impactés négativement par la diminution des autres éléments du résultat global ou OCI. Alors qu'ils avaient un impact positif sur le résultat global en 2015 (+ 5 milliards d'euros), ils sont négatifs en 2016 à - 8 milliards d'euros (cf. graphique 16). La variance des OCI dépend de variables exogènes à forte volatilité, telles que le taux de change ou les stratégies de couverture opérationnelle des risques. La forte volatilité de ces variables peut entraîner des modifications significatives d'une année à l'autre. En 2016, ce sont principalement les écarts actuariels (- 7 milliards d'euros) qui pénalisent le résultat global.

G16 Décomposition des autres éléments du résultat global (OCI)
(en milliards d'euros)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

G17 Goodwill par secteur et proportion des goodwill dans les capitaux propres
(échelle de gauche en milliards d'euros, échelle de droite en pourcentage)



Source : Rapports financiers des 80 principaux groupes ; avril 2017. Calculs Banque de France, mai 2017.

4.5 Les écarts d'acquisition représentent la moitié des capitaux propres

Fin 2016, les *goodwills*¹⁰ nets des quatre-vingts groupes français cotés s'élèvent à 332 milliards d'euros, en augmentation de près de 18 % depuis 2013. À ce niveau, ils représentent 50 % des capitaux propres des groupes ; ce ratio est en constante progression depuis 2013 (cf. graphique 17).

Pour rappel, les normes IFRS imposent aux groupes de « tester » la valeur de leurs actifs financiers à chaque fin d'exercice et de déprécier le *goodwill* si une baisse est constatée. Les difficultés rencontrées par les groupes appartenant au secteur énergie et environnement ont conduit à des dépréciations de leurs *goodwills*, matérialisant la perte de valeur de leurs filiales dans un contexte de baisse des cours des matières premières. Ainsi, depuis 2013, le *goodwill* agrégé des entreprises du secteur a diminué de près de 15 %. À l'inverse, les entreprises industrielles et celles du secteur technologie, médias, et télécommunications ont eu recours à une politique intensive de croissance

externe, ce qui a généré une augmentation du *goodwill* sur la période.

4.6 La capitalisation boursière augmente

Le début d'année 2016 a été marqué en Europe par le référendum britannique sur la question du maintien ou de la sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne. Ce référendum avait entraîné une période d'incertitude et conduit à une baisse des indices boursiers au premier semestre 2016. Cependant, dans le sillage du marché américain, la capitalisation des entreprises françaises a connu un cycle haussier au second semestre.

Ainsi, la capitalisation boursière des quatre-vingts grands groupes français augmente pour atteindre 1271 milliards d'euros au 31 décembre 2016, contre 1239 milliards au 31 décembre 2015.

Le « *price to book* » (capitalisation boursière sur capitaux propres) est stable depuis deux ans. Il s'élève en 2016 à 1,8 fois les capitaux propres, signe de la confiance des investisseurs à l'égard des principaux groupes français.

¹⁰ Le *goodwill* correspond à un écart d'acquisition, c'est-à-dire à la différence entre le coût d'une acquisition et la juste valeur de la société acquise.

Annexe 1 Méthodologie

L'étude porte sur les groupes non financiers cotés sur la place de Paris, ayant publié des comptes annuels au 31 décembre 2016, et appartenant au compartiment A d'Euronext (capitalisation supérieure à un milliard d'euros). Il faut, en outre, que ces entreprises respectent ce critère depuis au moins deux exercices et qu'elles aient un historique sur l'ensemble de la période étudiée. L'échantillon comporte ainsi quatre-vingts groupes.

Les comptes annuels consolidés de 2012 à 2016 sont pris en compte et les groupes sont répartis selon les secteurs suivants (cf. tableau).

L'échantillon ne prend pas en compte les groupes suivants :

- établissements financiers et assimilés : Amundi, AXA, BNP Paribas, CIC, CNP, Crédit Agricole, Coface, Euler Hermès, Eurazéo, Natixis, NYSE Euronext, Rothschild & Co, Scor SE, Société Générale ;
- groupes n'arrêtant pas leurs comptes au 31 décembre : Alstom, Beneteau, Elior, Eutelsat Communications, LDC, Neopost, Pernod Ricard, Rémy Cointreau, Sodexo, Ubisoft, Vilmorin & Cie, Zodiac Aerospace ;
- sociétés foncières : Altarea, Eurosic, FDL, Foncières des murs, Foncière de Paris, Foncière des régions, Foncière lyonnaise, Gecina Nom., Icade, Klépierre, Mercialis, Silic, Unibail-Rodamco ;
- groupes dont les actionnaires majoritaires ne sont pas français ou ne réalisant qu'une part non significative de leur activité en France : Alcatel-Lucent, ArcelorMittal, LafargeHolcim, Schlumberger, STMicroelectronics, Technip, XPO Logistics ;
- groupes déjà consolidés dans un autre groupe ou fonds d'investissement : Artois Nom., Burelle, Cambodge Nom., Rallye, Christian Dior, Colas, Faurecia, FFP, Fimalac, Financière de l'Odet, Havas (à partir de 2013), Paris-Orléans, TF1, Unibel, Worldline.

Groupes pris en compte

Énergie et environnement	Areva, EDF, Engie, Suez Environnement, Total, Veolia Environnement
Industrie	Airbus group, Air Liquide, Arkema, Bic, BioMérieux, Boiron, Danone, Dassault Aviation, Eramet, Essilor, Groupe Bel, Hermès, Imerys, Ipsen, Legrand, Lisi, L'Oréal, LVMH, Michelin, Nexans, Peugeot SA, Plastic Omnium, Renault, Safran, Saint-Gobain, Sanofi, Schneider Electric, SEB, Somfy, Tarkett, Thales, Valeo, Vallourec, Vicat, Virbac
Distribution et services	Bourbon, Bureau Veritas, Carrefour, Casino Guichard, Edenred, Eurofins, JCDecaux, Kering, Nexity, Rexel, Rubis, Téléperformance
Technologie, médias et télécommunications	Alten, Altran Techn., Atos, Capgemini, Dassault Systèmes, Gemalto, Havas ^{a)} , Illiad, Ingenico, Ipsos, Lagardère, Métropole TV, Numericable-SFR, Orange, Publicis, Sopra Steria Group, Technicolor, Vivendi
Transports, hébergement et construction	Accor, ADP, Air France-KLM, Bolloré, Bouygues, Eiffage, Eurotunnel, Korian, Orpéa, Vinci

a) Havas, présent dans notre échantillon en 2012, est consolidé au sein du groupe Bolloré à partir de 2013.

Annexe 2

Données analysées

Les principaux postes faisant l'objet d'une analyse, pour les données des quatre-vingts groupes retenus pour l'échantillon 2016.

Les principaux postes faisant l'objet d'une analyse, pour les données des quatre-vingts groupes retenus pour l'échantillon 2015.

Informations générales

Nom de l'établissement

N° de SIREN

Code NACE de l'activité principale

Compte de résultat

Chiffre d'affaires

Dont chiffre d'affaires en France

*Dont chiffre d'affaires par zone géographique
(Europe, Amériques, reste du monde)*

EBITDA

Résultat opérationnel

Résultat opérationnel courant

Résultat net

Résultat global

Variation des écarts de conversion

Actifs financiers disponibles à la vente

Couvertures des flux de trésorerie

Variation du surplus de réévaluation

Gains (pertes) actuariel(le)s

Gains et pertes comptabilisés directement en capitaux propres des entreprises mises en équivalence

Autres

Résultat global

Bilan

Goodwill – Valeur brute

Goodwill – Valeur nette

Autres immobilisations incorporelles

Immobilisations corporelles

Stocks

Créances clients

Total de l'actif (courant et non courant)

Total des dettes financières

Dont dettes obligataires

Intérêts minoritaires

Capitaux propres

Dettes fournisseurs

Total du passif (courant et non courant)

Variation des capitaux propres

Variation du capital social

Dividendes versées

(part groupe + part minoritaire)

Écart de conversion

Écarts sur instruments financiers

Réévaluation des autres actifs

Pertes et gains actuariels

Mise en équivalence d'entreprise

Flux de trésorerie

Flux de trésorerie sur activités opérationnelles

Flux de trésorerie sur activités d'investissement

- acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles
- acquisitions d'immobilisations financières
- cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles
- cessions d'immobilisations financières

Flux de trésorerie sur activité de financement

Variation de trésorerie nette

Trésorerie nette à la clôture

Montant de la capitalisation boursière