

DIPLÔME SUPÉRIEUR DE COMPTABILITÉ ET DE GESTION**UE 2 – FINANCE****SESSION 2026****Proposition de corrigé**

Durée de l'épreuve : 3 heures - coefficient : 1

Document autorisé : aucun.

Matériel autorisé :

- **l'usage de la calculatrice avec mode examen actif est autorisé.**
- **l'usage de la calculatrice sans mémoire, « type collège » est autorisé.**

Tout autre matériel ou document est INTERDIT.**AVERTISSEMENTS**

Il est strictement interdit de poser des questions relatives au contenu du sujet durant l'épreuve. Si le texte du sujet, de ses questions ou de ses annexes vous conduit à formuler une ou plusieurs hypothèses, il vous est demandé de la (ou les) mentionner *explicitement* dans votre copie. Toutes les réponses devront être justifiées.

Tout signe distinctif (nom, prénom, signature, établissement, origine ou tout autre mention permettant l'identification du candidat, même fictive) apposé sur la copie est interdit. Le non-respect de cette interdiction pourra justifier l'engagement d'une procédure disciplinaire et, le cas échéant, entraîner l'annulation de l'épreuve concernée pour non-respect de l'anonymat.

Document remis au candidat :

La proposition de corrigé comporte 25 pages numérotées de 1/25 à 25/25.

Il vous est demandé de vérifier que le sujet est complet dès sa mise à votre disposition.

Le sujet se présente sous la forme de trois dossiers indépendants.

DOSSIER 1 – DIAGNOSTIC FINANCIER ET EXTRA-FINANCIER (8 points)

DOSSIER 2 – FINANCEMENT DU GROUPE (6 points)

DOSSIER 3 – GESTION DU RISQUE DE CHANGE (6 points)

Le sujet comporte 7 annexes.

Dossier 1

Annexe 1 Bilan consolidé simplifié au 31/12/N

Annexe 2 Compte de résultat consolidé simplifié au 31/12/N

Annexe 3 Tableau de flux de trésorerie au 31/12/N

Annexe 4 Données sectorielles de comparaison pour l'exercice N

Annexe 5 Extrait des principaux axes du reporting RSE du groupe SAKHARON

Dossier 2

Annexe 6 Données relatives aux deux emprunts obligataires

Dossier 3

Annexe 7 Gestion du risque de change

SUJET

Le groupe SAKHARON est un acteur majeur de l'industrie sucrière et agroalimentaire, spécialisé dans la transformation de betteraves sucrières, de cannes à sucre et de céréales. Ces domaines d'activités se composent essentiellement des filières « Sucre et Produits Sucrants », « Amidon », « Alcool » et « Protéines végétales ».

Présent sur plusieurs continents, le groupe rassemble plus de 5 000 coopérateurs agriculteurs, copropriétaires (les sociétaires) du groupe, dont ils détiennent des parts sociales. Ils œuvrent en commun pour l'approvisionnement, le stockage, le conditionnement et la commercialisation. Son statut de coopérative agricole lui confère un mode de fonctionnement particulier.

Le groupe SAKHARON se positionne parmi les leaders mondiaux du sucre, des amidons et de l'alcool. Il s'est également engagé dans une stratégie durable, intégrant des objectifs ambitieux en matière de responsabilité sociétale des entreprises (RSE), de transition énergétique et de développement durable.

Les récents défis économiques, les fluctuations des matières premières et les enjeux climatiques placent le groupe SAKHARON dans un contexte exigeant, nécessitant une gestion financière et stratégique rigoureuse.

Le sujet est composé de trois dossiers indépendants.

Corrigé détaillé du cas SAKHARON

Diagnostic financier et extra-financier, financement obligataire et gestion du risque de change.

Ce corrigé présente la démarche, les formules, les résultats et leur interprétation pour chaque question. Les calculs du classeur associé restent modifiables à partir des tableaux de paramètres en dur de chacun des trois dossiers.

Dossier	Travaux couverts
1 Diagnostic financier et extra-financier	Ratios de marge et de rentabilité, endettement, liquidité, diagnostic et analyse RSE
2 Financement du groupe	Notation ESG, flux obligataires, duration, sensibilité et comparaison des deux emprunts
3 Gestion du risque de change	Position de change, comparaison des couvertures et options sur futures

Conventions de calcul

Les états financiers du dossier 1 sont exprimés en millions d'euros. Les obligations et le dossier 3 sont calculés en euros. Les ratios sont calculés avec leur précision complète, puis présentés à deux décimales. Les capitaux propres sont ceux de clôture, faute de données permettant de déterminer une moyenne annuelle.

Pour le résultat économique, le taux d'IS retenu est 8,79 %, conformément à la question 1.2.3. Les deux rendements obligataires de 6,6 % sont traités comme des taux arrondis. Pour l'option

de change, le nominal USD servant de base à la prime est converti au cours initial de 0,780 €/USD, conformément à la convention explicitée dans le dossier 3.

Les comparaisons sectorielles portent uniquement sur l'exercice N. Elles ne permettent pas de conclure à une hausse ou une baisse de l'activité dans le temps, ni de mesurer une création de valeur économique sans coût du capital.

DOSSIER 1 – Diagnostic financier et extra-financier (8 points)

Annexes 1 à 5

Sous-dossier 1

Classé parmi les leaders mondiaux dans ses secteurs d'activité (sucre, amidons, alcool et protéines végétales), le groupe SAKHARON affiche des ambitions claires en matière de responsabilité sociétale et de transition énergétique. Toutefois, la pression économique et climatique impose également une vigilance accrue en matière de gestion financière, particulièrement en ce qui concerne la rentabilité, l'endettement et la liquidité.

À l'aide de vos connaissances et des annexes 1 à 4, vous préparerez un rapport sur la situation financière du groupe SAKHARON.

Travail à faire

Les calculs se trouvent dans l'onglet Dossier 1 - Diagnostic, avec les données saisies à gauche et les résultats détaillés à droite.

Analyse pédagogique du dossier 1

Distinguer profitabilité et rentabilité

La profitabilité rapporte un résultat au chiffre d'affaires ; la rentabilité rapporte un résultat aux capitaux mobilisés. Faire écrire aux étudiants le numérateur, le dénominateur et le périmètre avant de remplacer les données : résultat net consolidé avec capitaux propres consolidés ; résultat part du groupe avec capitaux propres part du groupe. Les montants du dossier sont en millions d'euros.

Construire les ratios avant de les commenter

Pour retrouver le taux d'IS, isoler le résultat avant impôt hors sociétés mises en équivalence. Le résultat économique après IS se calcule avant les charges financières et avec le taux de 8,79 % demandé. Distinguer ensuite la dette nette, les capitaux propres et les capitaux employés. Pour le ratio de remboursement, employer la MBA ; le flux d'activité inclut aussi la variation du BFR.

Passer du chiffre au diagnostic

Un commentaire utile suit la chaîne : résultat chiffré, comparaison, explication puis recommandation. Organiser la synthèse en trois parties : profitabilité et rentabilité ; structure de financement ; cycle d'exploitation. La liquidité mesure la capacité à faire face aux échéances proches et ne suffit pas à apprécier la solvabilité. Pour les délais d'activité, expliciter les conventions et signaler les données manquantes.

Éviter les conclusions non démontrées

Un seul exercice ne permet pas de mesurer une croissance. Un résultat positif ne prouve pas une création de valeur, qui exige une comparaison au coût du capital. En RSE, distinguer les actions, les objectifs annoncés et les résultats atteints ; relier chaque action à un effet économique ou à une réduction de risque, sans promettre automatiquement une hausse de valeur.

1.1 Calculer les principaux ratios de marge du groupe SAKHARON pour l'exercice N.

Un taux de marge rapporte un résultat au chiffre d'affaires de 4 068,80 M€. La marge opérationnelle courante isole les opérations courantes ; la marge opérationnelle intègre les autres produits et charges opérationnels. La marge nette mesure la part du chiffre d'affaires finalement conservée dans le résultat net consolidé.

Indicateur	Formule	Calcul	Résultat
Marge opérationnelle courante	Résultat opérationnel courant / chiffre d'affaires	188,16 / 4 068,80	4,62 %
Marge opérationnelle	Résultat opérationnel / chiffre d'affaires	306,64 / 4 068,80	7,54 %
Marge nette consolidée	Résultat net consolidé / chiffre d'affaires	137,68 / 4 068,80	3,38 %
Marge avant dotations nettes courantes	(Résultat opérationnel courant + dotations nettes) / chiffre d'affaires	(188,16 + 317,04) / 4 068,80	12,42 %

Le dernier indicateur est un complément approchant une marge d'EBITDA courant à partir du compte de résultat simplifié. Il ne constitue pas un calcul complet de l'excédent brut d'exploitation au sens des soldes intermédiaires de gestion.

Les autres produits et charges opérationnels de +118,48 M€ représentent 38,64 % du résultat opérationnel. L'écart entre les marges de 7,54 % et 4,62 % invite donc à examiner leur nature et leur caractère récurrent avant de projeter la performance future.

La marge opérationnelle est inférieure de 12,46 points au secteur (20 %) et la marge nette de 6,62 points (10 %). Le chiffre d'affaires est positif et significatif, mais il ne renseigne pas, à lui seul, sur la croissance ou la productivité du groupe.

1.2 Déterminer les rentabilités du groupe SAKHARON pour l'exercice N en procédant de la manière suivante :

1.2.1 calculer la rentabilité financière (ROE) ;

La rentabilité financière, ou ROE, rapproche le résultat revenant aux détenteurs des capitaux propres et les capitaux propres correspondants. Il faut respecter le même périmètre au numérateur et au dénominateur.

Périmètre	Formule	Calcul	ROE
Consolidé, minoritaires inclus	Résultat net consolidé / capitaux propres consolidés	137,68 / 1 873,44	7,35 %
Part du groupe	Résultat net part du groupe / capitaux propres part du groupe	125,60 / 1 544,80	8,13 %

Les deux ROE sont inférieurs à la référence sectorielle de 15 %. Les écarts sont respectivement de -7,65 et -6,87 points. Le ratio part du groupe mesure la rentabilité des capitaux propres attribuables aux sociétaires de la société mère ; le ratio consolidé intègre aussi les intérêts ne donnant pas le contrôle.

1.2.2 vérifier que le taux d'imposition réel du groupe SAKHARON est de 8,79 % ;

Le résultat des sociétés mises en équivalence est présenté après l'impôt dans le compte de résultat simplifié. Pour vérifier le taux demandé, on retient donc le résultat avant impôt hors ce résultat de mise en équivalence.

Résultat avant IS = résultat opérationnel – coût de l'endettement brut + autres produits et charges financiers nets.

Résultat avant IS = 306,64 – 149,92 – 21,12 = 135,60 M€.

Taux d'IS réel = charge d'impôt / résultat avant IS = 11,92 / 135,60 = 8,79056 %, soit 8,79 %.

Contrôle du résultat net : 135,60 – 11,92 + 14,00 = 137,68 M€.

⇒ Utiliser 137,68 + 11,92 au dénominateur conduirait à mélanger les périmètres et ne restituerait pas le taux demandé.

1.2.3 calculer le résultat économique net d'impôt sur les sociétés (IS) à partir du résultat opérationnel (le taux d'IS réel étant de 8,79 %) ;

Le résultat économique après IS, ou NOPAT, neutralise le choix de financement : il applique le taux d'impôt au résultat opérationnel avant les charges financières.

Résultat économique après IS = 306,64 × (1 – 8,79 %) = 279,69 M€

1.2.4 calculer la rentabilité économique (ROCE) à partir des informations en annexe 1.

Le ROCE après IS rapporte le résultat économique après IS aux capitaux employés. Les deux bases données par l'annexe 1 doivent être conservées pour comparer les résultats aux deux références sectorielles correspondantes.

Indicateur	Formule	Calcul	Résultat	Secteur
ROCE après IS en brut	Résultat économique après IS / capitaux employés en brut	279,69 / 4 875,52	5,74 %	9,00 %
ROCE après IS en net	Résultat économique après IS / capitaux employés en net	279,69 / 4 383,52	6,38 %	8,00 %

L'écart au secteur atteint -3,26 points en brut et -1,62 point en net. Le groupe mobilise des capitaux dont la rentabilité opérationnelle est inférieure à celle des entreprises de comparaison. Cela appelle une amélioration des marges et de l'utilisation des actifs. Sans coût du capital, on ne peut pas en déduire formellement une destruction de valeur.

1.3 Calculer le taux d'endettement net (*gearing*), la capacité d'endettement net ainsi que les trois ratios de liquidité pour l'exercice N.

Endettement net

- Dettes financières brutes = 2 223,44 + 1 014,08 = 3 237,52 M€.
- Dettes financières nettes = 3 237,52 - 492,00 = 2 745,52 M€.

Gearing = dettes financières nettes / capitaux propres consolidés = 2 745,52 / 1 873,44 = 146,55 %.

La référence sectorielle est de 100 %. L'endettement net est donc supérieur aux capitaux propres et dépasse la référence de 46,55 points. Le périmètre consolidé est retenu car la dette concerne le groupe consolidé.

Capacité de remboursement

Le ratio demandé mesure le nombre théorique d'années de marge brute d'autofinancement nécessaire pour rembourser la dette nette. L'annexe 3 fournit une MBA de 502,16 M€.

Dettes financières nettes / MBA = 2 745,52 / 502,16 = 5,47 années, contre 4 années pour le secteur.

Cette durée n'est pas un échéancier réel : elle suppose une MBA constante et entièrement consacrée au remboursement. Il convient d'utiliser la MBA, et non le flux d'activité de 643,04 M€, car ce dernier inclut un effet favorable du BFR de 140,88 M€.

Ratios de liquidité

Indicateur	Formule	Calcul	Groupe	Secteur
Liquidité générale	Actifs courants / passifs courants	2 641,60 / 1 788,00	147,74 %	100,00 %
Liquidité réduite	(Actifs courants – stocks) / passifs courants	(2 641,60 – 969,28) / 1 788,00	93,53 %	80,00 %
Liquidité immédiate	Équivalents de trésorerie / passifs courants	492,00 / 1 788,00	27,52 %	20,00 %

La liquidité réduite inclut l'ensemble des actifs courants hors stocks, et pas seulement les créances clients. Le solde d'actifs courants d'exploitation hors stocks et clients atteint 759,52 M€ : 2 149,60 – 969,28 – 420,80. L'omission de ce solde sous-estimerait le ratio.

Les trois ratios sont supérieurs aux références sectorielles. Cependant, les actifs courants hors stocks ne couvrent pas intégralement les passifs courants et la trésorerie immédiate ne couvre qu'environ 27,5 % de ceux-ci. La qualité des créances et le calendrier des encaissements demeurent déterminants.

1.4 Rédiger un diagnostic sur la santé financière du groupe SAKHARON au regard des données de comparaison présentées en annexe 4.

Proposer au moins une recommandation opérationnelle pour chaque élément du diagnostic établi à partir de l'activité, de la rentabilité et du risque.

a) Le groupe dégage une profitabilité et une rentabilité inférieures à celles du secteur.

La marge opérationnelle de 7,54 % et la marge nette de 3,38 % restent éloignées des références de 20 % et 10 %. La marge opérationnelle courante n'atteint que 4,62 % ; les 118,48 M€ d'autres produits et charges opérationnels représentent 38,64 % du résultat opérationnel et appellent un examen de leur récurrence. Les ROE consolidé et part du groupe, de 7,35 % et 8,13 %, sont inférieurs à 15 %. Les ROCE après IS, de 5,74 % en brut et 6,38 % en net, restent sous les repères de 9 % et 8 %. Le groupe doit améliorer à la fois les marges et l'efficacité des capitaux employés. Faute de coût du capital, une destruction de valeur ne peut pas être formellement démontrée.

Recommandation : instaurer une revue des marges et des capitaux employés par filière, produit et site, afin de cibler les achats, les consommations et les actifs sous-utilisés. Séparer les éléments non récurrents dans les prévisions et sélectionner les investissements en fonction d'un coût du capital estimé.

b) L'endettement élevé fragilise le financement malgré une liquidité supérieure aux références sectorielles.

Le gearing de 146,55 % dépasse le repère de 100 % et la dette nette représente 5,47 années de MBA contre 4 dans le secteur. Le résultat opérationnel ne couvre le coût de la dette brute que $306,64 / 149,92 = 2,05$ fois. Les ratios de liquidité générale, réduite et immédiate, de 147,74 %, 93,53 % et 27,52 %, sont supérieurs aux comparables ; ils ne garantissent toutefois pas le respect de chaque échéance, notamment face aux 1 014,08 M€ de dettes financières courantes. Le flux d'activité de 643,04 M€ couvre le flux d'investissement net de -188,00 M€, laissant 455,04 M€. Après 33,12 M€ de dividendes et une baisse de dette de 342,64 M€, le solde est de 79,28 M€ ; l'effet devises de +61,92 M€ porte la variation de trésorerie à +141,20 M€. Le soutien du BFR et des cessions doit être distingué des flux récurrents.

Recommandation : piloter un plan de trésorerie glissant avec l'échéancier des dettes, négocier l'étalement des échéances proches et maintenir des lignes confirmées. Affecter une part du flux disponible au désendettement, en calibrant les distributions et les investissements sur les ressources récurrentes.

c) Le cycle d'exploitation mobilise un BFR important et appelle un pilotage des stocks et du crédit clients.

À titre d'analyse complémentaire, les autres dettes courantes sont assimilées à des dettes d'exploitation, faute de ventilation plus fine. Les ratios utilisent les soldes de clôture et une année de 360 jours. Le BFR simplifié correspond aux actifs courants d'exploitation diminués de ces dettes, sans les dettes financières ni la trésorerie.

Indicateur	Formule	Calcul	Résultat
BFR d'exploitation simplifié	Actifs courants d'exploitation – autres dettes courantes	2 149,60 – 773,92	1 375,68 M€
BFR / chiffre d'affaires	BFR / chiffre d'affaires	1 375,68 / 4 068,80	33,81 %
BFR en jours de CA	BFR / chiffre d'affaires × 360	$1\,375,68 / 4\,068,80 \times 360$	121,72 jours
Créances clients en jours de CA	Créances clients / chiffre d'affaires × 360	$420,80 / 4\,068,80 \times 360$	37,23 jours
Poids des stocks dans le CA	Stocks / chiffre d'affaires	969,28 / 4 068,80	23,82 %

Le BFR mobilise ainsi près d'un tiers du chiffre d'affaires annuel ; les stocks y contribuent fortement. Le ratio clients de 37,23 jours reste un indicateur apparent : le chiffre d'affaires TTC et la TVA ne sont pas fournis, et aucun solde moyen n'est disponible. Un délai fournisseurs fiable ne peut pas être calculé à partir des seuls « achats et charges externes », qui agrègent des postes différents ; les achats TTC manquent. De même, le coût des stocks consommés n'est pas donné pour mesurer une rotation exacte. Aucun comparable sectoriel de ces délais n'est fourni : on ne peut donc pas les qualifier d'excessifs sur cette seule base.

Recommandation : mettre en place un suivi des stocks par ancienneté et par famille, rapproché des besoins de production, ainsi qu'une balance âgée clients avec relances ciblées. Compléter les données par les achats TTC et les soldes moyens pour suivre les délais clients et fournisseurs, sans dégrader la continuité d'approvisionnement.

Sous-dossier 2

En tant que coopérative agricole, le groupe SAKHARON doit conjuguer son modèle participatif avec plus de 5 000 coopérateurs-sociétaires et ses ambitions de développement durable pour maintenir son rôle de leader, tout en répondant aux exigences réglementaires et des parties prenantes. Dans ce contexte, le *reporting* RSE est un levier crucial pour SAKHARON.

À l'aide de vos connaissances et de l'annexe 5, vous analysez la situation extra-financière du groupe SAKHARON.

Travail à faire

1.5 Quelles sont les principales différences entre la valeur actionnariale et la valeur partenariale ?

La valeur actionnariale se concentre sur la richesse revenant aux apporteurs de capitaux propres : dividendes, appréciation de leur participation et rentabilité ajustée du risque. La création de valeur économique suppose une rentabilité supérieure au coût des capitaux engagés ; un résultat comptable positif ne suffit pas à la démontrer.

La valeur partenariale considère plus largement les intérêts des salariés, coopérateurs, clients, fournisseurs, prêteurs, collectivités et de l'environnement. Elle s'apprécie par la répartition des bénéfices économiques et par les effets sociaux et environnementaux de l'activité, sur un horizon souvent plus long.

Pour SAKHARON, un coopérateur peut être simultanément apporteur de capital, fournisseur de matières premières et participant à la gouvernance. La qualité de sa rémunération agricole, la pérennité des débouchés et la solidité du groupe peuvent ainsi compter autant que la distribution d'un revenu sur ses parts sociales. Les deux conceptions peuvent se renforcer, mais elles impliquent aussi des arbitrages explicites sur les prix d'achat, les salaires, les investissements et la distribution des excédents.

1.6 Analyser les principaux axes du *reporting* RSE du groupe SAKHARON, en mettant en avant :

1) les actions prises pour limiter l'impact environnemental de ses activités ;

Le groupe indique que 80 % des matières premières sont valorisées au travers de certifications environnementales, notamment HVE. Il accompagne les coopérateurs par des diagnostics et des plans d'agriculture bas carbone et régénérative, et soutient la biodiversité ainsi que la préservation des sols. Ces démarches peuvent réduire la vulnérabilité des approvisionnements aux risques climatiques et maintenir la productivité à long terme.

Le reporting doit préciser le périmètre des certifications, les volumes couverts et leur contrôle. Une part certifiée ne démontre pas à elle seule une réduction chiffrée des impacts ; il faut compléter cet indicateur par les consommations, émissions et résultats effectivement observés.

2) les enjeux liés à l'économie circulaire et à la transition énergétique ;

La valorisation de 99 % des déchets agricoles et industriels favorise le retour à la production sous forme de fertilisants ou la production d'énergie, notamment de biogaz. Cela peut réduire les achats de ressources, les déchets ultimes et l'exposition aux prix énergétiques. Le suivi doit distinguer les différentes voies de valorisation et éviter de compter plusieurs fois un même flux.

Le groupe vise une réduction de 50 % des émissions des scopes 1 et 2, une baisse de la consommation d'eau de 20 % d'ici 2030 et la neutralité carbone en 2050. Les scopes 1 et 2 couvrent respectivement les émissions directes et celles liées à l'énergie achetée. Les émissions de la chaîne de valeur doivent être suivies séparément. L'année de référence et l'échéance de la baisse de 50 % ne sont pas précisées dans l'annexe ; elles doivent être définies pour rendre l'objectif vérifiable.

La diversification vers les protéines végétales, les ingrédients améliorant la qualité nutritionnelle et les offres bas carbone peut ouvrir de nouveaux débouchés. Les investissements doivent toutefois être évalués aussi selon leur rendement, leur consommation de ressources et leur contribution mesurée aux objectifs.

3) les efforts en matière de gouvernance et de relations avec les parties prenantes.

La participation des coopérateurs aux décisions, la publication de rapports annuels et le dialogue avec les clients, partenaires et communautés locales soutiennent la transparence et l'acceptabilité des projets. Les partenariats agricoles consolident l'ancrage territorial et la sécurité d'approvisionnement.

Sur le plan social, les objectifs sont de 50 % de femmes dans les postes de management et d'une baisse annuelle de 20 % du taux d'accidents. Il s'agit d'objectifs, dont l'annexe ne donne pas les niveaux de départ ni les résultats atteints. Un suivi utile doit présenter des indicateurs définis, comparables dans le temps, attribués à des responsables et accompagnés des écarts aux objectifs.

1.7 De quelle manière cet engagement RSE peut-il aider à améliorer la création de valeur pour les actionnaires ?

La responsabilité sociétale des entreprises (RSE) désigne la responsabilité des entreprises à l'égard de leurs impacts sur la société ; elle se traduit par l'intégration des enjeux sociaux, environnementaux et de gouvernance dans leurs décisions et leurs relations avec les parties prenantes.

Pour les apporteurs de capitaux, créer de la valeur signifie dégager, compte tenu du risque, des gains supérieurs au coût des capitaux engagés. Un bénéfice comptable ou une action RSE ne suffisent donc pas à le prouver : leurs effets doivent être appréciés après les coûts supportés.

L'engagement RSE peut contribuer à la valeur des participations par plusieurs mécanismes : économies d'énergie, d'eau et de matières ; réduction des arrêts de production et des accidents ; sécurisation des approvisionnements ; fidélisation des clients et des salariés ; accès à de nouveaux marchés et à des investisseurs sensibles aux critères ESG.

Dans une logique de valorisation, ces effets peuvent accroître les flux de trésorerie futurs ou réduire certains risques, et donc éventuellement le coût de financement. Des projets crédibles peuvent également faciliter une émission d'obligations vertes. Ces effets sont conditionnels : une certification ESG ne garantit ni une marge supérieure ni un financement moins cher.

La création de valeur doit être vérifiée après les coûts d'investissement et de fonctionnement. SAKHARON doit sélectionner les projets dont les gains économiques et la réduction des risques justifient les capitaux mobilisés, puis rendre compte des résultats. Des engagements insuffisamment démontrés exposeraient au contraire le groupe à un risque de réputation et d'écoblanchiment.



DOSSIER 2 – Financement du groupe (6 points)**Annexe 6**

Pour financer sa stratégie de diversification, le groupe a recours au marché obligataire, une méthode qui lui permet de lever des fonds tout en diversifiant ses sources de financement. Ce type de financement est stratégique pour soutenir ses projets d'expansion et d'innovation, notamment dans le domaine des protéines végétales et des énergies renouvelables.

Le groupe envisage d'émettre des obligations vertes (*Green Bonds*) pour financer des projets durables liés à la transition énergétique. Le groupe souhaite attirer les investisseurs afin de s'assurer de la réussite de cette opération.

Vous devez évaluer les caractéristiques financières et environnementales de l'émission d'obligations vertes à l'aide de l'annexe 6.

Travail à faire

Les données et les flux annuels figurent dans l'onglet Dossier 2 - Obligations. Tous les calculs portent sur une obligation, les coupons étant annuels et les remboursements in fine.

Analyse pédagogique du dossier 2**Tracer les flux sur une frise**

Le nominal sert à calculer le coupon ; le prix d'émission est le décaissement initial de l'investisseur ; la valeur de remboursement est encaissée à l'échéance. La dernière année comprend le coupon et le remboursement. Ici, les remboursements dépassent le pair : une fonction supposant un remboursement égal au nominal donnerait une réponse inadaptée.

Choisir le bon taux et conserver la précision

Actualiser les flux au taux de rendement actuariel de 6,6 %, et non au taux nominal du coupon. Calculer ensuite la moyenne des échéances pondérée par les valeurs actuelles. Le taux de rendement donné étant arrondi, le prix théorique peut différer légèrement du prix d'émission. Utiliser le prix théorique cohérent avec les flux actualisés au dénominateur ; n'arrondir que les valeurs affichées.

Distinguer duration et sensibilité

La duration de Macaulay est une durée moyenne en années. La duration modifiée est positive ; la sensibilité signée retenue ici est son opposé : $S = -D / (1 + T)$. Une hausse de taux entraîne une baisse de prix. Une variation de 1 point de pourcentage s'écrit 0,01 dans la formule : cette conversion est une source fréquente d'erreur.

Adapter le choix à l'objectif de l'investisseur

La plus forte sensibilité amplifie le gain lorsque les taux baissent et la perte lorsqu'ils montent. Le coupon le plus élevé n'identifie donc pas nécessairement l'obligation la plus attractive. Conclure en fonction du scénario du cas, de l'horizon et du risque accepté. Le classeur détaille les flux avec VA/PV et les pondérations ; TRI/IRR contrôle le rendement.

2.1 Quelles sont les particularités de la notation d'EthiFinance par rapport aux notations de Moody's, S&P et Fitch ?

Dans le cas, la notation EthiFinance ESG de 72/100, assortie du niveau Or, porte sur la performance environnementale, sociale et de gouvernance. Elle éclaire les pratiques et les axes d'amélioration du groupe. Les notes A, A3 et A- citées pour S&P, Moody's et Fitch portent sur la qualité de crédit : la capacité et la volonté de respecter les engagements financiers. Les deux appréciations sont complémentaires et ne se convertissent pas entre elles.

La distinction concerne les produits de notation cités : EthiFinance exerce aussi des activités de notation de crédit. Le niveau ESG donné par l'énoncé ne remplace donc pas l'analyse de solvabilité, ni une vérification de l'emploi des fonds de l'obligation verte. Le score ESG et les notes financières servent ici des objets différents.

2.2 Après avoir rappelé la définition de la duration et de la sensibilité d'une obligation, calculer la duration et la sensibilité pour l'emprunt *Green Bond 1* et l'emprunt *Green Bond 2*.

Rappelons que la formule de la duration est la suivante :

$$Duration (noté D) = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{i \times Flux_i \times (1 + T)^{-i}}{Valeur_{obligation}}}{\sum_{i=1}^n \frac{Flux_i \times (1 + T)^{-i}}{Valeur_{obligation}}} = \frac{\sum_{i=1}^n i \times Flux_i \times (1 + T)^{-i}}{\sum_{i=1}^n Flux_i \times (1 + T)^{-i}}$$

Définitions et méthode

La duration de Macaulay est la moyenne des dates d'encaissement des flux, pondérées par leur valeur actuelle. Elle s'exprime en années. Elle est inférieure à la maturité pour une obligation à coupons positifs.

Pour des coupons annuels :

$$P(T) = \sum_{t=1}^n Flux_t \times (1 + T)^{-t}$$

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n t \times Flux_t \times (1 + T)^{-t}}{Valeur \text{ de l'obligation}} = \frac{\sum_{t=1}^n t \times Flux_t \times (1 + T)^{-t}}{\sum_{t=1}^n Flux_t \times (1 + T)^{-t}}$$

$$S = -\frac{D}{1 + T}$$

Pour une petite variation du rendement, $\Delta P / P \approx S \times \Delta y$, avec Δy exprimé en valeur décimale. La duration modifiée est le coefficient positif $D / (1 + y) = -S$. Une baisse de taux de 1 point s'écrit donc $\Delta y = -0,01$.

Dans les équations, T désigne le taux de rendement actuariel (noté y dans certains ouvrages), $Flux_t$ le flux de l'année t et n la maturité. La valeur de l'obligation au dénominateur est la somme des flux actualisés au même taux.

Les flux tiennent compte des primes de remboursement : 1 050 € et 550 €. Une fonction standard supposant un remboursement au pair ne doit pas être utilisée sans adaptation. Le classeur décompose les flux, leur actualisation et leur pondération ; TRI/IRR vérifie le rendement exact et VA/PV contrôle le prix.

Green Bond 1

Coupon annuel = $1\,000 \times 4\% = 40\text{ €}$. Les flux sont de 40 € aux années 1, 2 et 3, puis de 1 090 € à l'année 4, dont 1 050 € de remboursement.

Année	Coupon €	Capital €	Flux €	Valeur actuelle €	Année × VA
1	40,00	0,00	40,00	37,52	37,52
2	40,00	0,00	40,00	35,20	70,40
3	40,00	0,00	40,00	33,02	99,06
4	40,00	1 050,00	1 090,00	844,11	3 376,43

À 6,6 %, prix théorique = 949,85 € ; somme des flux pondérés = 3 583,42 € × ans.

$$D_1 = \frac{\sum_{t=1}^n t \times \text{Flux}_t \times (1 + T)^{-t}}{\sum_{t=1}^n \text{Flux}_t \times (1 + T)^{-t}} \approx \frac{3\,583,42}{949,85} \approx 3,77 \text{ ans}$$

$$S_1 = -\frac{D_1}{1 + 0,066} \approx -3,54$$

La duration modifiée positive est de 3,54 ans. Les montants sont affichés au centime ; la duration et la sensibilité sont calculées avec les valeurs non arrondies.

Green Bond 2

Coupon annuel = $500 \times 3,5\% = 17,50\text{ €}$. Les flux sont de 17,50 € aux années 1 à 5, puis de 567,50 € à l'année 6, dont 550 € de remboursement.

Année	Coupon €	Capital €	Flux €	Valeur actuelle €	Année × VA
1	17,50	0,00	17,50	16,42	16,42
2	17,50	0,00	17,50	15,40	30,80
3	17,50	0,00	17,50	14,45	43,34
4	17,50	0,00	17,50	13,55	54,21
5	17,50	0,00	17,50	12,71	63,57
6	17,50	550,00	567,50	386,74	2 320,46

À 6,6 %, prix théorique = 459,27 € ; somme des flux pondérés = 2 528,79 € × ans.

$$D_2 = \frac{\sum_{t=1}^n t \times \text{Flux}_t \times (1 + T)^{-t}}{\sum_{t=1}^n \text{Flux}_t \times (1 + T)^{-t}} \approx \frac{2\,528,79}{459,27} \approx 5,51 \text{ ans}$$

$$S_2 = -\frac{D_2}{1 + 0,066} \approx -5,17$$

La duration modifiée positive est de 5,17 ans. Les montants sont affichés au centime ; la duration et la sensibilité sont calculées avec les valeurs non arrondies.

2.3 Lequel de ces deux emprunts obligataires serait le plus attractif pour un investisseur ? Justifier la réponse.

Dans le scénario de baisse des taux décrit par le cas, Green Bond 2 est plus attractif pour un investisseur recherchant une plus-value de marché et acceptant davantage de risque de taux. Sa sensibilité en valeur absolue de 5,17 est supérieure à celle de Green Bond 1, de 3,54. Pour une baisse de 1 point, les hausses approchées de prix sont respectivement de 5,17 % et 3,54 %.

Cependant il faut rappeler que le choix dépend de la stratégie de l'investisseur : si les taux montent, Green Bond 2 perd davantage de valeur ; si l'investisseur privilégie une échéance proche et un risque de taux plus faible, Green Bond 1 est préférable. Le coupon de 4 % n'est pas, à lui seul, un argument suffisant, car rendement total, prix d'achat, maturité et remboursement doivent être examinés ensemble.

L'analyse suppose que les autres caractéristiques de risque sont comparables. L'énoncé ne fournit pas de différence de rang, de liquidité ou de garanties. La qualité verte des projets et la notation ESG ne suppriment ni le risque de crédit ni le risque de marché.

DOSSIER 3 – Gestion du risque de change (6 points)**Annexe 7**

Dans le cadre de ses activités opérationnelles et financières, le groupe SAKHARON est exposé aux risques de marché (risque de taux d'intérêt, de change, de commodités et d'énergie) ainsi qu'au risque de liquidité.

Les différentes sociétés du groupe sont amenées, chacune, à commercer avec l'étranger. Parmi elles, la société CANNARUN s'approvisionne, en engrais et autres intrants, à l'étranger. De même, elle exporte une partie de sa production. Elle utilise le dollar américain comme monnaie d'échange avec ses partenaires internationaux.

À l'aide de l'annexe 7, vous devez étudier le risque de change de la société CANNARUN.

Travail à faire

La cotation est exprimée en euros par dollar. Les calculs de l'onglet Dossier 3 - Change incluent la prime de l'option et comparent les coûts au dénouement, le 30 septembre N.

Analyse pédagogique du dossier 3**Identifier le sens du risque avant de calculer**

Une dette en USD crée une position courte en dollars : l'entreprise doit en acheter pour payer. La cotation donne des euros pour un dollar ; sa hausse augmente donc la dette exprimée en euros. Écrire systématiquement « montant USD × euros par USD » permet de vérifier le sens de la conversion.

Comparer les coûts sur une même base

Calculer d'abord la valeur initiale et le règlement sans couverture. Pour le call, distinguer le coût d'achat des dollars, la prime, le gain brut d'exercice et le résultat net de couverture. Le cours de conversion de la base de prime est ambigu dans l'énoncé ; ce corrigé retient explicitement le cours initial de 0,780 €/USD. Toutes les stratégies sont comparées à la même dette initiale et au même cours final.

Séparer exercice et performance de la couverture

À l'échéance, la prime est déjà payée : exercer le call est rationnel si le cours du dollar dépasse le prix d'exercice, même si le gain brut reste inférieur à la prime. Le coût unitaire complet est $\text{MIN}(\text{cours final ; prix d'exercice}) + \text{prime par dollar}$. Le terme fixe au contraire un coût et reste obligatoire lorsque le marché devient plus favorable.

Conclure sans confondre prévision et constat

Le meilleur résultat observé à l'échéance n'est pas une règle universelle pour décider au départ. Mettre en regard la certitude du terme et la souplesse payante du call. Enfin, une option sur futures ouvre, après exercice, une position futures avec ses propres obligations et appels de marge ; elle n'équivaut pas nécessairement à une livraison immédiate de devises.

3.1 À quel risque de change est confrontée la société CANNARUN pour l'opération décrite en annexe 7 ? Préciser sa position longue ou courte.

CANNARUN doit payer 1 700 000 USD. Pour cette opération isolée, elle détient un engagement en dollars et devra acheter cette devise : sa position est courte en USD. Elle subit un risque d'appréciation du dollar face à l'euro, ou de dépréciation de l'euro. Une hausse de la cotation de 0,780 à 0,790 EUR/USD augmente le nombre d'euros nécessaires au règlement.

La société peut exporter par ailleurs, mais aucune créance USD compensatrice n'est chiffrée pour cette échéance. On ne peut donc pas déduire une couverture naturelle de l'existence générale de ses exportations.

3.2 Calculer le résultat au dénouement de l'opération et indiquer l'outil de couverture le plus pertinent.

Situation sans couverture

- Valeur initiale de la dette = $1\,700\,000 \times 0,780 = 1\,326\,000$ €.
- Décaissement au 30 septembre = $1\,700\,000 \times 0,790 = 1\,343\,000$ €.

Perte de change = $1\,343\,000 - 1\,326\,000 = 17\,000$ €.

Remarque sur la réponse qui suit : l'expression « 1 % du nominal en euros » ne précise pas le cours de conversion. Selon le cours retenu, les montants changent légèrement, sans modifier le classement des couvertures au cours final de 0,790 €/USD. Dans ce qui suit, nous retenons le cours initial de 0,780 €/USD ; le seuil de comparaison varie, lui, avec la convention de prime.

Achat du call USD

Le call donne le droit d'acheter les dollars au prix de 0,785 €/USD. La prime de 1 % est calculée sur le nominal converti au cours initial : $1\,700\,000 \times 0,780 \times 1\% = 13\,260$ €. Cette convention est identifiée dans le tableau des paramètres du classeur.

À l'échéance, le dollar vaut 0,790 €, soit plus que le prix d'exercice. Le call est exercé. L'achat des dollars coûte $1\,700\,000 \times 0,785 = 1\,334\,500$ €. Le décaissement global, prime comprise, est donc de $1\,334\,500 + 13\,260 = 1\,347\,760$ €.

Le gain brut lié à l'option est de $1\,700\,000 \times (0,790 - 0,785) = 8\,500$ €. Après la prime, le gain net de couverture est de $8\,500 - 13\,260 = -4\,760$ € par rapport à l'absence de couverture. La perte globale par rapport à la valeur initiale est de $1\,347\,760 - 1\,326\,000 = 21\,760$ €.

Le fait d'exercer le call reste rationnel : la prime déjà payée est acquise au vendeur, et l'exercice permet d'économiser 8 500 € sur l'achat des dollars à l'échéance. Il faut distinguer cette décision d'exercice de la rentabilité globale de la couverture.

Achat à terme de dollars

Le contrat fixe le cours d'achat à 0,786 €/USD. Le décaissement est de $1\,700\,000 \times 0,786 = 1\,336\,200$ €.

La perte globale par rapport à la valeur initiale atteint $1\,336\,200 - 1\,326\,000 = 10\,200$ €. Le gain de couverture par rapport au règlement au comptant est de $1\,343\,000 - 1\,336\,200 = 6\,800$ €.

Comparaison des coûts

Stratégie	Décaissement global €	Résultat vs valeur initiale €	Gain de couverture €
Sans couverture	$1\,700\,000 \times 0,790$ = 1 343 000	$1\,326\,000 - 1\,343\,000$ = -17 000	$1\,343\,000 - 1\,343\,000$ = 0
Call avec prime au cours initial	$1\,334\,500 + 13\,260$ = 1 347 760	$1\,326\,000 - 1\,347\,760$ = -21 760	$8\,500 - 13\,260$ = -4 760
Achat à terme	$1\,700\,000 \times 0,786$ = 1 336 200	$1\,326\,000 - 1\,336\,200$ = -10 200	$1\,343\,000 - 1\,336\,200$ = +6 800

Choix au départ et seuil de comparaison

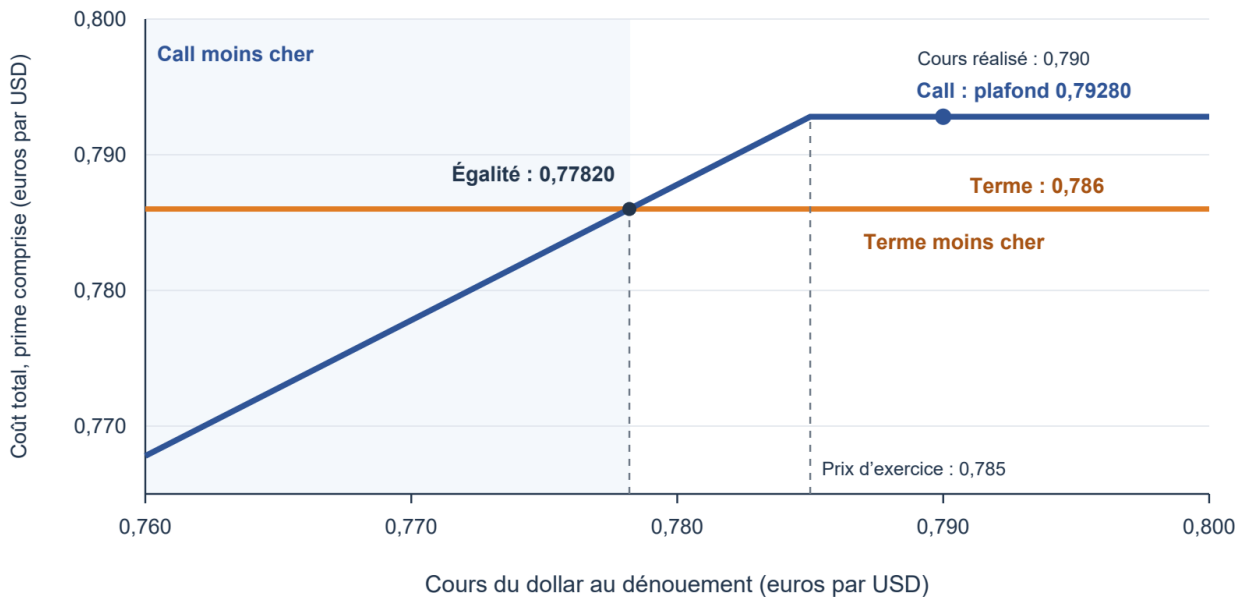
Le call plafonne le coût du dollar tout en permettant de profiter d'une baisse de la devise ; cet avantage de flexibilité se paie par la prime. Le terme garantit le cours de 0,786 € et oblige à acheter les dollars à ce prix, même si le dollar baisse.

Dans l'exemple traité ici, la prime par dollar est de $13\,260 / 1\,700\,000 = 0,00780$ €. Pour un cours final inférieur au prix d'exercice, le coût unitaire du call est spot + 0,00780 €. Le seuil d'égalité avec le terme vaut donc $0,786 - 0,00780 = 0,77820$ €/USD.

Le call est moins coûteux que le terme seulement si le cours final est inférieur à 0,77820 €/USD ; les coûts sont égaux à ce seuil. Au-dessus, le terme est moins coûteux avec les paramètres du cas. Ce raisonnement compare les contrats avant décision ; le résultat réalisé à 0,790 € ne suffit pas, à lui seul, à établir qu'une même stratégie serait toujours optimale.

Comparer le coût du call et celui de l'achat à terme

Prime retenue : 13 260 €, soit 0,00780 € par USD



Lecture : le call coûte $\text{MIN}(\text{cours final} ; 0,785) + 0,00780 \text{ €/USD}$. Son plafond, prime comprise, est de 0,79280 €/USD. À 0,790 €/USD, le terme coûte 0,00680 € de moins par dollar, soit $1\,700\,000 \times 0,00680 = 11\,560 \text{ €}$ de moins pour la dette.

3.3 Le DAF a eu connaissance lors d'une conférence sur la gestion du risque dans le commerce international d'options négociables sur futures sur devises. Quelle flexibilité permet ce type de contrat ?

Une option sur futures donne à l'acheteur le droit, et non l'obligation, de prendre une position dans un contrat futures à un prix d'exercice déterminé. Un call permet d'entrer acheteur sur le futures ; un put permet d'y entrer vendeur, selon la devise et le sens de cotation du sous-jacent. Le choix du contrat doit donc tenir compte de la cotation effectivement utilisée.

L'acheteur peut laisser expirer l'option si l'évolution est favorable sans exercice, l'exercer selon les conditions du contrat, ou revendre l'option sur le marché avant l'échéance si la liquidité le permet. Une option européenne s'exerce à l'échéance ; une option américaine peut s'exercer avant. La flexibilité ne signifie donc pas que toutes les options permettent un exercice anticipé.

Une option exercée donne naissance à une position futures avec ses obligations et ses appels de marge. Elle ne correspond pas nécessairement à une livraison immédiate de devises. Pour une entreprise, il faut faire coïncider au mieux le sous-jacent, la taille et les échéances avec l'exposition commerciale ; les écarts peuvent créer un risque de base. La perte sur l'option achetée seule est limitée à la prime, mais cette limite ne couvre pas les risques de la dette commerciale ni ceux d'une position futures après exercice.

ANNEXES

ANNEXE 1

Bilan consolidé simplifié au 31 décembre N

ACTIF (en million d'euros)	Exercice N
Goodwill	870,08
Autres immobilisations incorporelles	195,60
Immobilisations corporelles	1 942,16
Titres mis en équivalence (entités associées)	121,36
Autres actifs financiers non courants	114,08
Actifs non courants	3 243,28
Actifs courants d'exploitation	2 149,60
dont stocks	969,28
dont créances clients	420,80
Équivalents de trésorerie	492,00
Actifs courants	2 641,60
Total actifs	5 884,88

PASSIF (en million d'euros)	Exercice N
Capital social	193,84
Réserves consolidées	1 225,36
Résultat net part du groupe	125,60
Capitaux propres part du groupe	1 544,80
Intérêts ne donnant pas le contrôle	328,64
Capitaux propres consolidés	1 873,44
Dettes financières non courantes	2 223,44
Passifs non courants	2 223,44
Dettes financières courantes	1 014,08
Autres dettes courantes	773,92
dont fournisseurs	613,28
Passifs courants	1 788
Total passif	5 884,88

NB : les capitaux employés en brut sont de 4 875,52 millions d'euros. Les capitaux employés en net sont de 4 383,52 millions d'euros.

ANNEXE 2

Compte de résultat consolidé simplifié au 31 décembre N

<i>(en million d'euros)</i>	Exercice N
Chiffre d'affaires	4 068,80
Achats et charges externes	-3 105,20
Personnel	-458,40
Autres charges nettes	0
Amortissements et provisions (dotations nettes des reprises)	-317,04
Résultat opérationnel courant	188,16
Autres produits et charges opérationnels	118,48
Résultat opérationnel	306,64
Coût endettement brut (charge d'intérêt)	-149,92
Autres produits et charges financiers nets	-21,12
Impôt	-11,92
Résultat sociétés mise en équivalence	14,00
Résultat net consolidé	137,68
<i>Dont minoritaires</i>	12,08
Résultat net part du groupe	125,60

ANNEXE 3

Tableau de flux de trésorerie au 31 décembre N

<i>(en million d'euros)</i>	Exercice N
Marge brute d'autofinancement	502,16
Variation BFR	140,88
Flux de trésorerie d'activité	643,04
Cessions	98,80
Acquisition d'immobilisations	-302,64
Variation du périmètre	15,84
Flux de trésorerie d'investissement	-188,00
Dividendes versés	-33,12
Apport capital	0
Variation dettes financières	-342,64
Flux de trésorerie de financement	-375,76
Incidence de la variation du cours des devises	61,92
Variation de trésorerie nette	141,20

ANNEXE 4

Données sectorielles de comparaison pour l'exercice N

Taux de marge opérationnelle	20 %
Taux de marge nette	10 %
ROCE moyen après IS	9 % en brut ; 8 % en net
ROE à partir du résultat net consolidé	15 %
ROE à partir du résultat net part du groupe	15 %
Taux d'endettement	100 %
Capacité moyenne d'endettement net	4
Liquidité générale	100 %
Liquidité réduite	80 %
Liquidité immédiate	20 %

ANNEXE 5

Extrait des principaux axes du reporting RSE du groupe SAKHARON

La déclaration des performances extra-financières en année N du groupe SAKHARON met en avant son engagement dans le développement durable et la responsabilité sociétale. Le groupe adopte une approche proactive face aux enjeux climatiques et économiques.

Le groupe encourage les pratiques agricoles respectueuses de l'environnement et économiquement viables pour ses coopérateurs. Il valorise 80 % de ses matières premières via des certifications environnementales comme le label Haute Valeur Environnementale (HVE). Il développe également des programmes d'agriculture bas carbone et régénérative, incluant des diagnostics et plans d'action concrets pour ses coopérateurs.

SAKHARON met l'accent sur la biodiversité, l'économie circulaire et la gestion durable des ressources. Les déchets agricoles et industriels sont valorisés à hauteur de 99 %, notamment pour produire de l'énergie (biogaz) ou des fertilisants. Le groupe investit également dans la réduction des impacts environnementaux à travers des projets comme la préservation des sols et des écosystèmes locaux.

Face aux enjeux climatiques, SAKHARON s'engage à atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. À court terme, il vise une réduction de 50 % des émissions (Scopes 1 et 2) et une optimisation de la consommation d'eau (-20 % d'ici 2030). Cela inclut des actions concrètes pour réduire les émissions tout au long de sa chaîne de valeur.

Le groupe développe des produits nutritionnellement bénéfiques et durables. Par exemple, il propose des ingrédients améliorant le Nutri-Score et des produits à base de protéines végétales. Il élargit également son portefeuille avec des offres bas carbone pour soutenir les objectifs environnementaux de ses clients.

SAKHARON œuvre pour la diversité, l'égalité des chances et le développement des communautés locales. Le groupe vise 50 % de femmes dans les postes de management et s'engage à réduire le taux d'accidents de 20 % par an.

Des initiatives locales, comme le renforcement des partenariats agricoles, soutiennent son ancrage territorial.

La coopérative agricole valorise la participation active de ses membres (coopérateurs agriculteurs) dans les processus décisionnels. Le groupe promeut également la transparence dans ses pratiques, notamment à travers des rapports annuels détaillant ses actions RSE et ses progrès. En outre, il engage un dialogue constant avec ses clients, ses partenaires et les communautés locales pour coconstruire des solutions durables et répondre aux défis économiques, environnementaux et sociaux.

Ces engagements montrent la volonté de SAKHARON de conjuguer performance économique et responsabilité sociétale, tout en répondant aux attentes croissantes des parties prenantes pour une transition écologique dans le secteur agro-industriel.

ANNEXE 6

Données relatives aux deux emprunts obligataires

Le groupe SAKHARON souhaite lever 400 millions d'euros par émission d'obligations vertes.

Ces fonds vont être alloués exclusivement à des projets éligibles conformes aux critères définis par les *Green Bond Principles* (GBP) :

- investissements dans des infrastructures à faible émission de carbone ;
- développement de nouvelles lignes de production d'éthanol à partir de biomasse ;
- amélioration des processus industriels pour réduire la consommation d'énergie.

En N-1, le groupe avait obtenu : A chez S&P, A3 chez Moody's et A- chez Fitch. Or, depuis plusieurs années, SAKHARON fait appel à un organisme de notation extra-financier nommé **EthiFinance** afin d'évaluer la performance globale du groupe au-delà de ses aspects financiers et ainsi déterminer ses axes de progression sur ses enjeux environnementaux, sociétaux et de gouvernance (ESG). Le groupe SAKHARON constate une hausse de sa notation correspondant à la mise en œuvre de sa politique RSE.

Avec une note globale de 72/100, le groupe a obtenu le certificat EthiFinance ESG Ratings N-1, niveau Or.

Afin d'assurer le succès de cette opération de financement, le groupe doit choisir entre deux emprunts obligataires dont les caractéristiques sont décrites ci-dessous.

Caractéristiques de l'emprunt obligataire « *Green Bond 1* »

Valeur nominale de l'obligation : 1 000 €

Maturité : 4 ans

Taux nominal : 4 %

Valeur d'émission : 950 €

Valeur de remboursement : 1 050 €

Mode de remboursement *in fine* avec coupon annuel à taux fixe

Taux de rendement actuariel brut à l'émission (TRAB) : 6,6 %

Caractéristiques de l'emprunt obligataire « Green Bond 2 »

Valeur nominale de l'obligation : 500 €

Maturité : 6 ans

Taux nominal : 3,5 %

Valeur d'émission : 460 €

Valeur de remboursement : 550 €

Mode de remboursement *in fine* avec coupon annuel à taux fixe

Taux de rendement actuariel brut à l'émission (TRAB) : 6,6 %

Tendance du marché obligataire mondial

Il semble que, depuis la fin N-1, le marché obligataire mondial soit reparti à la hausse. Les perspectives de baisse de taux des banques centrales ainsi que la baisse de l'inflation ont dopé la valorisation des obligations des entreprises. L'année N devrait être porteuse de bonnes nouvelles pour les émetteurs d'emprunts obligataires si la baisse des taux se concrétise.

ANNEXE 7

Gestion du risque de change

La société CANNARUN, filiale du groupe SAKHARON, possède une dette de 1 700 000 \$ auprès d'un fournisseur, qu'elle a contractée à l'occasion d'un achat d'intrants le 17 juin N (le règlement est prévu pour le 30 septembre N).

La société CANNARUN, craignant une évolution défavorable des cours, s'est renseignée auprès de sa banque sur les différents outils à sa disposition. Parmi les outils de couverture de risque, sa banque lui propose les contrats dérivés ci-dessous pour la dette de 1 700 000 \$:

- un call USD/EUR – échéance 30/09/N – cours garanti à 1 \$ = 0,785 €. Prime : 1 % du nominal en euros ;
- un contrat d'achat à terme de dollars – échéance 30/09/N – cours garanti à 1 \$ = 0,786 €.

L'évolution des cours est la suivante :

- au 17 juin N : cours 1 \$ = 0,780 € ;
- au 25 août N : cours 1 \$ = 0,785 € ;
- au 30 septembre N : cours 1 \$ = 0,790 €.