

*Collection les mémentos finance
dirigée par Jack FORGET*

Analyse financière

De l'interprétation des états financiers
à la compréhension des logiques boursières

Jack FORGET

© Éditions d'Organisation, 2005

ISBN : 2-7081-3253-9

Éditions

d'Organisation

L'analyse financière : quel enjeu ?

Interpréter les documents comptables et financiers
pour évaluer les équilibres de l'entreprise

Abyssus abyssum invocat

L'abîme appelle l'abîme

(Expression figurée empruntée à un psaume de David)

Dans le champ de la gestion financière, l'analyse financière se rapporte à l'interprétation des états financiers de l'entreprise. Elle vise à la compréhension en profondeur des équilibres et des dynamiques financières de l'entreprise. Mais cet exercice d'interprétation des documents financiers de l'entreprise obéit à plusieurs logiques selon les finalités qu'elle poursuit.

L'analyse financière appliquée aux actions ne poursuit qu'un seul objectif : déterminer la capacité bénéficiaire future de l'entreprise.

Afin de disposer d'informations suffisamment fiables (même s'il ne s'agit que d'anticipations), il faut collecter les données fondamentales permettant d'anticiper la rentabilité future de l'entreprise.

La finalité de l'analyse financière est de sélectionner les actions présentant les meilleurs potentiels d'appréciation de leur rentabilité. Le métier d'analyste financier se distingue, en conséquence, de celui d'auditeur qui vérifie la validité des comptes et de celui du banquier qui s'intéresse principalement à la solvabilité future de l'entreprise. Il

se rapproche, en revanche, de la fonction que les agences de notation assument, le *rating* des emprunteurs s'appuyant à la fois sur les notions de rentabilité et de solvabilité.

L'analyse financière est une expertise qui requiert des compétences techniques spécifiques.

L'objectif de cet ouvrage, toutefois, n'est pas qu'une simple initiation à une technique qui, pour être maîtrisée de manière approfondie, supposerait des développements en comptabilité financière, en techniques actuarielles et en droit des sociétés qui excèdent largement son cadre.

Cet ouvrage s'adresse à l'ensemble des parties prenantes à la vie de l'entreprise. Son niveau de technicité est strictement limité aux notions prérequis nécessaires pour analyser des états financiers. En revanche, il se propose de mettre en perspective les dysfonctionnements, voire les scandales financiers, qui ont défrayé la chronique boursière ces dernières années.

Un premier chapitre traite de *l'information financière et comptable*. Elle constitue la matière première que l'analyse financière se propose d'interpréter. Sa qualité et sa fiabilité déterminent tous les commentaires qu'elle est susceptible de susciter. Or, les dysfonctionnements récents constatés sur les marchés financiers ont révélé une véritable crise de l'information financière et comptable.

Le deuxième chapitre se rapporte à *l'analyse stratégique appliquée à l'analyse financière*. Les états financiers ne sont que la traduction financière des performances économiques de l'entreprise. Une compréhension approfondie de leurs significations repose d'abord sur la compréhension des activités de l'entreprise, de ses métiers et de leurs logiques. Une analyse financière prospective doit prendre en compte les perspectives de croissance à long terme de l'entreprise.

Le troisième chapitre se réfère à *l'interprétation des états financiers*. Elle se situe au cœur même de l'analyse financière. La méthode des ratios est celle qui est la plus répandue pour rendre compte des grands équilibres financiers à partir de quelques indicateurs significatifs. Elle constitue le préliminaire indispensable pour mener une évaluation des entreprises. La pluralité des méthodes mises en œuvre indique que la valorisation d'une entreprise est un processus complexe qui peut conduire à des résultats divergents, surtout si elle est combinée avec une analyse boursière.

Le quatrième chapitre a trait à *l'évaluation boursière des entreprises*. La valorisation des actions dépend d'un nombre plus important de paramètres, mais beaucoup plus incertains, que les autres catégories de créances. L'évaluation de leur prix relatif se confond en grande partie avec l'évaluation de la rentabilité prévisionnelle des entreprises qui les émettent, et donc correspond à la finalité première de l'analyse financière.

Le cinquième chapitre essaie de redéfinir *les critères boursiers* de gestion au vu de la chronique boursière de la dernière décennie : à la formation de la bulle boursière durant la seconde partie des années quatre-vingt dix a succédé un krach rampant à partir de l'an 2000 et une phase consécutive de stagnation des cours boursiers. Il est vrai que l'on a constaté historiquement qu'après la résorption des bulles spéculatives, les cours des actifs tendent à stagner pendant une période de temps assez longue.

En conclusion, quelques enseignements seront tirés de *la crise boursière* que vient de traverser la quasi-totalité des pays développés. Toute crise est salutaire au sens où elle contraint les agents économiques à prendre conscience des dilemmes auxquels ils sont confrontés, et à se remémorer les principes fondamentaux qui sous-tendent les phénomènes économiques.

Face à la généralisation d'un endettement de moins en moins contrôlable, l'inflation peut apparaître comme une solution pour alléger la valeur réelle des créances. Les retraites par capitalisation ont, par ailleurs, profondément modifié les règles du jeu boursier.

Le rôle des analystes financiers est redevenu essentiel dans un contexte dans lequel l'évolution des marchés n'est plus guidée par un trend haussier ou baissier, mais est soumise à de fortes incertitudes.

La reconfiguration de l'actionnariat a permis de transférer le risque en capital à de nouveaux agents économiques. Enfin, le retour au principe de réalité a été précipité par les récentes tensions géopolitiques, par les incertitudes liées à la situation du secteur énergétique et par l'inégal accès des différentes catégories d'acteurs économiques aux innovations technologiques.

*Collection les mémentos finance
dirigée par Jack FORGET*

Analyse financière

De l'interprétation des états financiers
à la compréhension des logiques boursières

Jack FORGET

© Éditions d'Organisation, 2005

ISBN : 2-7081-3253-9

Éditions

d'Organisation

Comment les analystes interprètent-ils les états financiers ?

Interpretatio cessat in claris
L'interprétation est exclue des cas clairs
(Adage juridique emprunté au droit romain)

Seuls les dirigeants, les responsables financiers et, à moindre degré les bailleurs de fonds directs (banquiers, investisseurs en capital-risque), ont une connaissance effective de la situation financière d'une entreprise. Les autres intervenants doivent se satisfaire des données comptables et financières communiquées par l'entreprise, ainsi que des informations relatives à sa stratégie obtenues par différents canaux de communication.

En réalité, l'analyse financière est rarement exhaustive, ce qui est normal car l'étude fastidieuse de l'ensemble des ratios financiers ne permet que rarement d'obtenir une vision synthétique permettant de mettre en évidence les points significatifs. L'analyse financière synthétique, en fait, se réfère à quelques indicateurs (« des abrégés du réel ») qui suffisent à décrire le statut financier d'une entreprise avant d'entreprendre une analyse plus approfondie, mais souvent qui n'apporte que des éléments d'information marginaux confortant les premières analyses.

1. Préalables à propos de la méthode des ratios

1.1 Cinq ratios de base pour un diagnostic rapide

Une analyse financière se résume à cinq ratios.

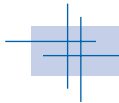
- Les deux plus importants d'entre eux sont ceux qui sont en mesure de prédire une cessation de paiements imminente. Il s'agit de la part que les frais financiers représentent dans le chiffre d'affaires (entre 3 et 5 %, l'entreprise doit être placée sous surveillance : au-delà de 5 %, la probabilité d'un dépôt de bilan est élevée). Ce ratio doit être confirmé par la part des frais financiers dans l'excédent brut d'exploitation (la frontière critique étant de 50 %).
- Le ratio de fonds de roulement mesure la part des capitaux permanents finançant des emplois à court terme. Il peut être exprimé de différentes manières, la plus simple demeurant le rapport entre les stocks et le fonds de roulement (ce dernier devant couvrir au moins 50 % des valeurs d'exploitation).
- Le ratio de liquidité restreinte, égal au total des créances à moins d'un an et des disponibilités rapporté aux dettes à moins d'un an doit être supérieur à 1. Il indique la capacité de l'entreprise à faire face à ses obligations à court terme.
- Le montant des capitaux extérieurs à plus d'un an ne doit pas excéder celui des capitaux propres après retraitement. La part des capitaux propres dans les capitaux permanents ne doit pas être inférieure à 50 %.

Ces cinq ratios permettent à tout observateur extérieur de se faire une idée suffisamment précise de la situation financière d'une entreprise très rapidement. Apparemment, le calcul de ces ratios est

facile et, surtout, il est possible de les rapporter à des grandeurs dont la valeur fait l'objet d'un consensus au sein de la communauté financière.

1.2 La question de la rentabilité des fonds propres

Il n'est pas fait mention d'un ratio normatif en matière de rentabilité des fonds propres. Il a souvent été argué pendant la période d'euphorie boursière que les investisseurs, en particulier les fonds d'investissements américains, exigeaient un taux minimal de rentabilité des fonds propres (« R.O.E. : *return on equity* ») de 15 % pour se porter acquéreurs des actions des grandes entreprises.



Une norme déraisonnable

Ces investisseurs sont trop avisés pour ne pas savoir que d'un point de vue macroéconomique, la rentabilité des entreprises est soumise à des fluctuations cycliques qui dépend des différents paramètres : évolution des marchés, cycle des investissements, niveau soutenable de l'endettement et répartition de la valeur ajoutée entre les différentes parties prenantes de l'entreprise (*stakeholders*). En conséquence, il est déraisonnable de fixer une norme minimale de rentabilité des fonds propres de l'entreprise, surtout si elle doit être respectée sur une longue période. De surcroît, cette norme concerne les grandes entreprises.

Pour ce qui a trait aux petites et moyennes entreprises, la situation est plus complexe.

L'arrivée dans leur capital de fonds d'investissements privés (*private equity*), surtout dans le cas des opérations de rachat d'entreprises par des actionnaires privés associés aux cadres de l'entreprise (L.B.O. :

leveraged-buy-out), peut modifier radicalement leurs équilibres managériaux : restructuration des systèmes de production et de distribution, redéfinition du marketing, forte croissance ponctuelle du chiffre d'affaires et amélioration sensible de la rentabilité.

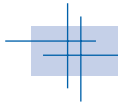
Mais les taux de rentabilité obtenus ne sont, en général, pas soutenables sur le long terme (sauf si les marchés connaissent une forte croissance, comme dans le cas de certains segments dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication).

De plus, les excédents financiers dégagés servent à rembourser l'emprunt gagé sur les actions de l'entreprise contracté pour le rachat de l'entreprise à ses anciens propriétaires.

1.3 Relativiser les principes de l'analyse financière

Il convient de relativiser cette approche pour un certain nombre de considérations qui, si elles ne remettent pas en cause les préceptes précédemment énoncés, les nuancent fortement.

- Les indicateurs constituent des référentiels nationaux et ils n'ont pas nécessairement une valeur universelle compte tenu des structures de financement différentes des entreprises selon les pays (surtout en ce qui concerne la part respective des capitaux empruntés et des capitaux propres dans les capitaux permanents, et le niveau du fonds de roulement).
- La méthode d'analyse des comptes est immuable et doit s'appuyer sur les normes comptables en vigueur. La créativité appliquée à l'analyse financière doit être envisagée avec la plus grande circonspection. Les états financiers sont produits avec une fréquence qui dépend des normes légales en vigueur dans chacun des pays.



Protection contre les dérives de court terme

Afin d'éviter les dérives gestionnaires focalisées sur les objectifs de court terme, les entreprises européennes cotées ont refusé de s'aligner sur les normes nord-américaines en matière de publication des résultats (publications semestrielles et non trimestrielles des comptes).

- Les ratios doivent être interprétés avec une certaine distance. Certes, ils ne prennent de sens que par rapport à leur évolution (analyse diachronique) et par comparaison avec les entreprises du même secteur ou présentant des caractéristiques similaires (analyse synchronique). Mais les indicateurs de structure financière doivent être replacés dans le cadre plus général de l'analyse macro-économique. Une entreprise, surtout si elle est de grande taille, ne suscite pas une défiance générale à la vue de quelques ratios. Ses performances doivent être appréciées dans le long terme.

1.4 Une différence de traitement selon la taille de l'entreprise

À cet égard, il existe des différences de traitement radicales entre les grandes et les moyennes et petites entreprises, surtout de la part du système bancaire.

Une entreprise disposant d'une faible marge de manœuvre ou sans grande capacité d'influence subira une hausse de la prime de risque qu'elle verse à ses banquiers si elle présente une structure financière non conforme aux principes de l'orthodoxie financière.

Inversement, les grandes entreprises bénéficient d'un statut particulier. Qui plus est, en période de rationnement de crédit (*credit*

crunch), l'accès des petites et moyennes entreprises au crédit est fermé dès qu'elles ne respectent plus les ratios prudentiels de structure financière.



Un comportement absurde

Ce comportement tend à prolonger les phases récessives, comme l'a montré de manière absurde la crise de l'économie japonaise de la décennie 90.

Le principe du « too big to fail » s'applique aux grandes entreprises industrielles et commerciales qui bénéficient, dans une certaine mesure d'une attention bienveillante de la part des pouvoirs publics.



Exceptions au principe du « too big to fail »

Les grandes entreprises appartenant au patrimoine industriel d'un pays et qui font faillite (comme les groupes français Creusot-Loire ou La Manufacture des Armes et des Cycles de Saint-Etienne, l'ancien premier groupe allemand du B.T.P. Philip Holzmann ou l'ancien concurrent de Siemens, Allgemeine Elektrizitäts Gesellschaft.) constituent l'exception.

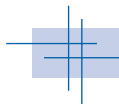
Les grands groupes en difficulté sont généralement restructurés ou adossés à des groupes plus solides. Le surendettement des entreprises permet également, dans certains cas, d'inverser les rapports de dépendance entre débiteurs et créanciers.

Lorsqu'une grande entreprise est menacée de faillite, les banquiers doivent arbitrer entre la perte certaine de leurs créances en cas de liquidation de l'entreprise et une probabilité de récupération des fonds prêtés, à condition le plus souvent qu'ils financent le redressement de l'entreprise se trouvant en difficulté (que ce soit par aban-

don de créances, par transformation des dettes bancaires en capitaux propres, ou par octroi de nouveaux crédits). Cet arbitrage dépend des rapports de force entre l'entreprise et ses banques d'une part, des interventions d'acteurs économiques et politiques extérieurs, d'autre part.

Mais le problème fondamental affectant les entreprises après la résorption d'une bulle financière a trait à la structure de leur actif. En effet, si ces entreprises ont procédé à des acquisitions d'entreprises (part de contrôle supérieure à 50 % de leur capital social, voire simple position d'actionnaire dominant) à un cours boursier supérieur à la valeur comptable de leur actif net, elles font apparaître à l'actif de leurs comptes consolidés, une survalueur (*goodwill*). Si le prix d'acquisition d'une entreprise acquise est supérieur à sa valeur nette comptable, il apparaît un écart positif dans les comptes consolidés qui doit obligatoirement être amorti (sur une durée d'au plus cinq ans, voire vingt ou quarante ans à condition que cette durée puisse être justifiée). La contrepartie de cet amortissement est imputée sur les réserves consolidées.

Cette disposition est essentielle et peut entraîner des pertes considérables si une entreprise a procédé à de nombreuses acquisitions d'entreprises qui s'avèreront par la suite fortement surévaluées, voire totalement dénuées de valeur.



Les plus grandes pertes comptables jamais constatées

Il en est ainsi des nombreuses *start-up* acquises à des prix sans rapport avec leur valeur économique suite à l'intense spéculation boursière qui a présidé à l'émergence de la netéconomie. Cette constatation de la non-valeur des actifs

acquis est la source des plus grandes pertes comptables jamais constatées dans l'histoire mondiale des entreprises. Elles ont concerné des entreprises comme America On Line-Time Warner, Deutsches Telekom, France Télécom ou Vodafone, qui ont dû enregistrer des dévalorisations considérables d'actifs (*write-offs*) acquis à des prix sans rapport avec leur valeur économique réelle.

Toutefois, il faut bien distinguer le cas des entreprises pour lesquelles l'ajustement des prix des actifs consolidés est une simple écriture comptable (qui certes se traduit par une perte de valeur d'un montant parfois gigantesque), de celles qui sont simultanément affectées par une crise de trésorerie.

En effet, lors d'une opération de fusion, le paiement s'effectue :

- soit sous la forme d'un échange de titres (ce qui suppose la fixation d'une parité d'échange) ;
- soit sous la forme d'un paiement en liquidités ;
- soit sous la forme d'une combinaison des deux modes de rémunération.

Les raisons de la crise des monopoles publics des télécommunications

La crise des anciens monopoles publics des télécommunications s'explique par le fait qu'ils n'ont pas été autorisés à émettre des actions pour rémunérer leurs acquisitions (et donc transférer le risque de variation des cours de leurs actions sur les cédants des entreprises acquises), leurs États respectifs désirant à l'époque conserver la majorité de leur capital. Les sociétés de télécommunications ont donc dû s'endetter pour acquérir des entreprises qui se sont avérées par la suite largement surévaluées, voire dépourvues de

valeur. Si les acquisitions avaient été rémunérées par des titres, les cédants auraient subi par contrecoup la dévalorisation de leur rémunération au fur et à mesure de la dépréciation des actifs qu'ils avaient cédés.

Une des raisons expliquant la langueur des cours boursiers, la longue stagnation boursière qui succède à la phase de résorption des bulles spéculatives, réside dans le temps requis pour ajuster progressivement la valeur boursière des entreprises à leurs valeurs comptables, c'est-à-dire patrimoniales. Après l'éclatement des bulles spéculatives, les comptes consolidés des grandes entreprises peuvent receler des actifs fictifs sous la forme de survaleurs non amorties. Celles-ci peuvent représenter une fraction significative de la capitalisation d'une place boursière.

1.5 L'analyse fondamentale ne parvient pas à rendre compte des comportements boursiers

Les logiques sous-tendant le fonctionnement des marchés boursiers ne recourent que partiellement celles guidant l'analyse financière.

A – La fausse naïveté des observateurs...

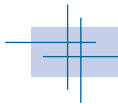
Les observateurs, feignant une fausse naïveté, constatent souvent le comportement apparemment absurde des cours boursiers. Les intervenants sont supposés aménager leurs positions sur des titres en fonction de l'écart entre leurs anticipations et les données réelles. Un écart favorable devrait entraîner une hausse des titres et un écart défavorable entraîner une baisse des titres, si les cours devaient refléter à tout moment l'ensemble des informations reconnues comme

vraies concernant les entreprises qu'ils représentent, voire symbolisent (le terme est choisi à dessein, tant l'écart entre la valeur comptable et la valeur boursière d'une entreprise peut être élevé).

B – ...Devant un processus complexe en grande partie inexpliqué

La réalité est beaucoup plus complexe à analyser et à rationaliser *a posteriori*. Il est aisé de constater que les informations sur une entreprise particulière ne sont qu'un des facteurs déterminant la variation des cours des actions. La formation des cours boursiers est un processus complexe, en grande partie non expliquée, qui n'est pas exclusivement imputable aux paramètres dérivés de l'analyse financière fondamentale (même si son assimilation à un processus strictement aléatoire est excessive). Par ailleurs, il est absurde de postuler que les marchés financiers sont inefficients à court terme et ont raison à moyen et à long terme.

Les performances des entreprises ne sont qu'un des éléments pris en compte par les investisseurs boursiers.



Asymétrie de comportement

Certes, les entreprises connaissant des difficultés financières ont quasiment toujours des cours bas. Mais l'assertion réciproque n'est pas validée dans les mêmes proportions. Nombre de moyennes et grandes entreprises à forte rentabilité ont des parcours boursiers décevants, surtout dans des contextes macroéconomiques défavorables aux marchés financiers.

L'analyse fondamentale, tant stratégique que financière, ne suffit pas à rendre compte des comportements des intervenants boursiers. Mais elle demeure un prérequis indispensable.

2. Comment étudier les soldes remarquables du bilan

Un bilan se définit comme l'image la plus fidèle possible du patrimoine (actifs et passifs) d'une entreprise à la date à laquelle il a été établi, du moins tant que ses éléments constitutifs ne doivent pas être évalués à leur valeur de marché.

Son étude est caractérisée par quelques soldes remarquables, dont le calcul restera toujours un prérequis indispensable, quelles que soient les méthodes de comptabilisation utilisées :

- Le fonds de roulement net (F.R.N.) est égal au total des ressources à plus d'un an (capitaux permanents) moins le total des emplois nets à plus d'un an (valeurs immobilisées nettes) ;
- Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (B.F.R.E.) est égal au total des emplois d'exploitation à moins d'un an (stocks et créances d'exploitation à court terme) moins les ressources hors exploitation à moins d'un an (dettes d'exploitation à court terme) ;
- Le besoin en fonds de roulement hors exploitation (B.R.E.H.E.) est égal au total des emplois hors exploitation à moins d'un an (créances hors exploitation à court terme) moins les ressources hors exploitation à moins d'un an (dettes hors exploitation à court terme) ;
- La trésorerie nette (T.N.) est égale aux liquidités à court terme (trésorerie et placements à court terme) moins les dettes bancaires et financières à court terme.

Structure simplifiée d'un bilan (optique bancaire)

ACTIF		PASSIF
<p>Classe 2 : Immobilisations Valeur brute Amortissements & Provisions Immobilisations incorporelles Immobilisations corporelles Immobilisations financières</p>	Valeur nette	<p>Classe 1 : Capitaux permanents Capitaux propres Réserve légale Réserve statutaire Résultat Dettes financières à plus d'un an Provisions réglementées Provisions pour risques et charges</p>
<p>Classe 3 : Valeurs d'exploitation Matières premières Produits semi-finis Produits finis</p>	Valeur nette Valeur nette Valeur nette	
<p>Classe 4 : Créances Créances d'exploitation Créances hors exploitation</p>	Valeur nette Valeur nette	<p>Classe 4 : Dettes Dettes d'exploitation à court terme Dettes hors exploitation à court terme Dettes bancaires à court terme (y compris la part des dettes financières à moins d'un an)</p>
<p>Classe 5 : Valeurs réalisables et disponibles Valeurs mobilières de placement Trésorerie</p>	Valeur nette	
Comptes de régularisation		Comptes de régularisation

Comme le bilan est équilibré (actifs = passifs), l'équation de base demeure :

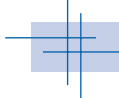
$$F.R.N. = B.F.R.E. + B.F.R.H.E. + T.N.$$

2.1 Le fonds de roulement

Cette première approche permet de définir les besoins de trésorerie comme le solde des besoins en fonds de roulement qui n'est pas couvert par le fonds de roulement.

Le fonds de roulement net peut se définir comme l'excédent des ressources à long terme destiné à couvrir les emplois à court terme. Cet excédent constitue la marge de sécurité permettant de financer le cycle d'exploitation avec des ressources qui ne sont pas exigibles pendant la durée de l'exercice comptable.

Le niveau optimal du fonds de roulement est usuellement estimé à la moitié de la valeur des stocks, voire les deux tiers de celle-ci, mais celui-ci doit être déterminé de manière plus précise en fonction des caractéristiques inhérentes à l'activité de l'entreprise.



L'orthodoxie doit parfois s'effacer devant des considérations d'opportunités

En matière d'analyse financière, les considérations générales doivent toujours être nuancées et précisées en fonction de la situation concrète dans laquelle l'entreprise se trouve.

Ces échéanciers doivent être révisés en fonction de la longueur du cycle d'exploitation et la distinction entre court terme et long terme perd toute sa signification lorsque celle-ci excède une année (cas de la fabrication des biens d'équipement industriels ou des chantiers de grande dimension).

Inversement des entreprises peuvent bénéficier de crédits à court terme suffisamment importants pour être en mesure de financer des emplois longs par des ressources courtes.

L'orthodoxie doit s'effacer devant les opportunités offertes par les conditions financières prévalant dans certains secteurs économiques.

Le fonds de roulement doit être rattaché au cycle des investissements et des financements à long terme. Les dépenses d'investissements, les cessions d'actifs, les souscriptions d'emprunts et les remboursements d'annuités, les augmentations de capital et les

rachats d'actions sont des opérations qui se traduisent par des mouvements de trésorerie. Leur principale caractéristique est leur nature non récurrente, voire exceptionnelle.

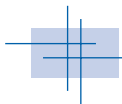
Toutefois, la principale source d'accroissement des fonds propres demeure l'autofinancement, c'est-à-dire les dotations aux amortissements, les dotations aux provisions à long terme et la part du bénéfice net non distribuée.

En conséquence, lors de l'établissement du budget prévisionnel de trésorerie, il est possible de programmer ces sorties de trésorerie de forte ampleur à des périodes pendant lesquelles l'entreprise bénéficie d'une situation de trésorerie excédentaire. L'optimisation de la gestion de trésorerie est d'abord une question de programmation dans le temps des décaissements importants.

Les dettes liées à l'acquisition d'actifs et les créances liées à la cession d'immobilisations sont incluses dans le calcul du fonds de roulement si leur échéance est supérieure à un an. Dans le cas contraire, elles doivent être prises en compte dans le calcul du B.F.R.H.E.

2.2 Le besoin en fonds de roulement d'exploitation et le cycle de production

L'entreprise est représentée comme un système associant les facteurs travail et capital afin d'accroître la valeur ajoutée des consommations intermédiaires qui, après transformation, deviennent des produits finis.



Une représentation dépassée

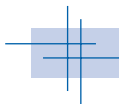
Cette représentation de l'entreprise correspond à la petite et moyenne entreprise de l'époque industrielle. Elle a l'avantage de faire coïncider le cycle de transformation des matières et

des consommations externes avec le cycle financier qui le sous-tend. Cette métaphore est de moins en moins pertinente dans une économie où les activités de service sont prédominantes.

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation correspond en fait au décalage temporel qui existe entre les encaissements liés à la vente de produits et de services et les décaissements nécessités par la production de ces mêmes produits et services.

- Les ventes sont soit réalisées au comptant, auquel cas elles se traduisent par une augmentation immédiate de la trésorerie, soit réalisées à crédit, auquel cas elles se traduisent par l'inscription des créances commerciales ;
- Les charges sont soit payées au comptant ou à très court terme (cas des salaires mensualisés), soit à crédit, auquel cas elles se traduisent par l'inscription de dettes d'exploitation.

Mais le cycle d'exploitation se rapporte en premier lieu à la durée nécessaire à la production des biens ou des services. Cette durée dépend des particularismes liés à l'activité de l'entreprise.



Évolutions actuelles

D'une manière générale, l'importance des valeurs d'exploitation (stocks) tend à décroître. D'une part, les entreprises industrielles travaillent en flux tendus afin de minimiser leurs stocks. D'autre part, les entreprises de services réalisent des prestations immatérielles qui souvent ne sont pas stockables.

La rationalisation du cycle d'exploitation passe principalement par la maîtrise des délais internes de production. En effet, les échéances des créances et des dettes d'exploitation dépendent de l'issue des

négociations menées avec les partenaires extérieurs de l'entreprise ou d'obligations légales. En tout état de cause, la marge de manœuvre de l'entreprise dans la gestion des encours des créances et des dettes d'exploitation est enserrée dans de fortes contraintes sur lesquelles l'entreprise n'a que peu de prise. Il lui est souvent loisible, de surcroît, de renoncer à un crédit fournisseur moyennant une réduction (escompte pour paiement comptant), et réciproquement de proposer à ses clients de régler leurs achats au comptant contre l'obtention de cette même réduction.

Le besoin en fonds de roulement est généralement négatif, contrepartie logique de la vocation de l'entreprise à créer de la valeur ajoutée. Les actifs à court terme doivent normalement excéder les passifs d'exploitation à court terme.



Le cas de la grande distribution et du BTP

Il existe bien entendu des exceptions dont les plus notables sont la grande distribution (paiement comptant des clients, stocks à forte rotation, crédits fournisseurs longs en raison de la position dominante des entreprises de distribution sur les entreprises manufacturières) et les travaux publics (avances consenties par les commanditaires pour préfinancer les chantiers : le préfinancement partiel des travaux publics - ou bien des conditions favorables pour le nantissement des marchés publics - est une tradition dans un pays dans lequel les collectivités territoriales sont le plus important commanditaire dans cette branche d'activité et dans lequel les différentes personnes morales de droit public assurent plus des quatre cinquièmes du chiffre d'affaires du B.T.P.).

L'objectif de la gestion des actifs de bas de bilan est de minimiser le besoin en fonds de roulement.

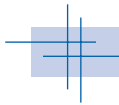
Par ailleurs, l'analyse des créances et des valeurs d'exploitation doit de préférence se fonder sur leur valeur brute plutôt que sur leur valeur nette. Celle-ci tient compte des dépréciations provisoires qui sont constatées par des provisions sur actifs circulants lors des écritures d'inventaire de fin d'exercice comptable. Ces actifs ont pris naissance durant le cycle d'exploitation de l'exercice écoulé et doivent faire l'objet d'un financement même s'ils se sont dévalorisés pendant celui-ci pour des raisons dépendantes ou indépendantes de la volonté de l'entreprise.

2.3 Le besoin en fonds de roulement hors exploitation

Le besoin en fonds de roulement hors exploitation comprend l'ensemble des actifs et des passifs qui n'entrent dans aucune des trois autres catégories. Les comptes de régularisation (charges constatées d'avance, produits constatés d'avance), les actifs fictifs (charges à répartir sur plusieurs exercices, primes de remboursement des obligations) et les écarts de conversion actifs et passifs (diminutions de créances ou augmentations de dettes induites par les fluctuations défavorables des taux de change relatifs aux devises dans lesquelles ces encours sont libellés, entre la date de leur enregistrement comptable et la date d'arrêté du bilan) en constituent la plus grande partie.

En toute logique, il conviendrait de dissocier la part des comptes de régularisation imputable au cycle d'exploitation de celle que l'on peut rattacher aux opérations hors exploitation (pour autant que cette information soit disponible).

Il faut y rajouter les dettes et créances rattachées aux immobilisations dont l'échéance est inférieure à un an et les dettes exceptionnelles (impôts sur les sociétés, dividendes mis en paiement au cours de l'exercice suivant).



Remarque

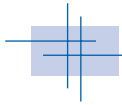
Ce solde est composite et difficile à analyser pour un observateur extérieur, car il résulte de conventions comptables pour sa majeure partie. De surcroît, il s'agit du solde dont la valeur absolue est traditionnellement la plus faible.

2.4 La trésorerie nette

La trésorerie nette est égale aux liquidités et aux placements financiers à court terme (valeurs mobilières de placement), déduction faite des dettes bancaires à court terme (concours bancaires courants, soldes créditeurs des comptes bancaires, dettes financières venant à échéance à moins d'un an).

L'analyse financière y rajoute les effets escomptés non échus qui sont comptabilisés en engagements hors bilan. Ils doivent faire l'objet d'un retraitement et être considérés comme des dettes bancaires à court terme au passif et des créances client à l'actif.

Si l'on fait abstraction du besoin en fonds de roulement hors exploitation, la trésorerie nette est égale à la part du besoin en fonds de roulement qui n'est pas financée par le fonds de roulement.



Observation

C'est une indication ponctuelle sur le niveau de liquidités dont l'entreprise dispose à la date de clôture du bilan. Mais, en l'absence d'autres informations, il est difficile pour un analyste extérieur de connaître l'évolution de son solde de trésorerie au cours de l'exercice.

3. Comment analyser les équilibres financiers de court terme à partir des états financiers

La méthode des ratios permet d'évaluer ponctuellement les soldes des actifs et des passifs apparaissant au bilan en les comparant aux flux enregistrés pendant tout l'exercice au compte de résultat. Chaque ratio est élaboré de manière à ce que les données portées au numérateur et au dénominateur soient cohérentes et homogènes.

Pour chaque paramètre, on dispose du solde de départ (bilan d'ouverture), du solde d'arrivée (bilan de clôture) et du flux enregistré entre ces deux dates (compte de résultat).

L'interprétation de ces ratios n'a de sens que par référence aux bilans passés de l'entreprise (des trois, voire des cinq dernières années) et aux bilans d'entreprises ayant une activité comparable.

3.1 Les ratios de synthèse concernant les encours à moins d'un an

A – Trois bons ratios...

Ces ratios ne font que traduire sous forme de pourcentage les grands équilibres propres à la gestion du bas de bilan de l'entreprise :

- Le ratio de liquidité générale rapporte l'ensemble des actifs à moins d'un an (actifs circulants) aux dettes à moins d'un an. Il mesure ponctuellement la couverture des engagements à court terme de l'entreprise par des liquidités et des actifs susceptibles de se transformer en liquidités à court terme. Il donne également une indication sur la part des actifs circulants financée par des capitaux à long terme.

$$\text{Ratio de liquidité générale} \\ = \text{Actifs à moins d'un an} / \text{Dettes à moins d'un an}$$

- Si on exclut les valeurs d'exploitation (stocks), le ratio rapportant les créances à court terme et les disponibilités aux dettes à court terme permet d'évaluer la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements exigibles à court terme, sans tenir compte de la vente des produits finis ou de l'achèvement du cycle de production.

$$\text{Ratio de liquidité restreinte} \\ = (\text{Créances à moins d'un an} + \text{Disponibilités}) \\ / \text{Dettes à moins d'un an}$$

- Le ratio de trésorerie immédiate compare les disponibilités aux dettes à moins d'un an. Ce ratio est d'un emploi plus restreint

dans la mesure où il est toujours possible pour une entreprise d'accroître ses liquidités en recourant au crédit bancaire à court terme (escompte ou mobilisation des créances commerciales).

$$\text{Ratio de trésorerie immédiate} \\ = \text{Disponibilités} / \text{Dettes à moins d'un an}$$

B – ... Pour une analyse délicate

L'analyse de ces ratios est délicate pour un observateur extérieur pour trois raisons :

- La liquidité effective des actifs circulants, c'est-à-dire leur propension à se transformer le plus rapidement possible en disponibilités permettant de faire face aux obligations contractées par l'entreprise n'est pas indiquée dans les états financiers. Même si les règles comptables obligent l'entreprise à provisionner les actifs circulants dépréciés, cela n'implique pas que l'ensemble des actifs de court terme puisse se rendre liquide à court terme.
- Ces ratios indiquent une mesure ponctuelle des équilibres de bas de bilan à la date de la clôture de l'exercice comptable. Les variations de la trésorerie de l'entreprise restent inconnues à l'analyste extérieur qui ne dispose que des informations extraites du bilan. Les documents indiquant les variations infra-annuelles ou infra-semestrielles de la trésorerie de l'entreprise ne lui sont pas normalement communiqués.

Ces ratios non seulement ne reflètent qu'une vision statique de l'activité de l'entreprise, mais encore sont très ambivalents :

- D'une part, un niveau faible de disponibilités peut traduire un souci de minimiser les encaisses oisives : l'objectif de l'entreprise est d'assurer l'emploi le plus efficace possible de ses ressources ;

- D'autre part, l'entreprise peut disposer de disponibilités abondantes, mais qui correspondent à des engagements à long terme et qui ne sont pas mobilisables pour faire face au remboursement de dettes à court terme :
 - C'est le cas en particulier de certaines provisions spéciales, constituées ou non en franchise d'impôts, pour couvrir des engagements futurs (cas des gros travaux prévus à des échéances plus ou moins lointaines).
 - C'est également le cas des provisions constituées pour couvrir les dépenses de retraite complémentaire, lorsque la constitution de telles réserves incombe à l'employeur : ces fonds sont bloqués et ne sont pas mobilisables, en théorie, pour financer l'activité courante de l'entreprise.



Abus

Toutefois des scandales financiers récents ont montré que des directions de grandes entreprises n'avaient pas hésité à utiliser cette catégorie de ressources pour financer des politiques d'expansion hasardeuses ou procédant d'une analyse stratégique qui s'est révélée *a posteriori* erronée.

3.2 Les ratios de rotation des actifs circulants

A – Des ratios à caractère dynamique mais dont le calcul repose sur des conventions

Ces ratios ont tous une structure identique. Il s'agit de rapporter un compte figurant parmi les actifs circulants au poste du compte de résultat correspondant et de l'exprimer sous une forme rendant sa compréhension plus aisée.

Ce rapport entre un solde et un flux exprime une vitesse de rotation et son inverse un délai moyen. En ce sens, ces ratios se distinguent des ratios de trésorerie en raison de leur caractère dynamique.

Mais leur construction est plus délicate :

- En ce qui concerne le compte du bilan, il peut être considéré en lui-même ou pour sa valeur moyenne, calculée grâce au solde du bilan d'ouverture de l'exercice et au solde du bilan de clôture de l'exercice ;
- En ce qui concerne le poste du compte de résultat, le choix est parfois arbitraire.

L'exemple des marchandises revendues en l'état illustre cette complexité.

L'analyste extérieur dispose de quatre informations : le stock initial, le stock final, le montant des achats de marchandises de l'exercice et le montant des ventes.

- Le stock moyen est égal à : $(\text{stock initial} + \text{stock final}) / 2$.
- Le délai de rotation des marchandises est égal au stock moyen divisé, soit par la « consommation » de marchandises de l'exercice, soit par leur « production », ces deux notions étant définies par le Plan Comptable Général. Il peut aussi être calculé en se référant simplement aux achats ou aux ventes.

Délai de rotation du stock de marchandises

$$\begin{aligned} &= [(\text{stock initial} + \text{stock final})/2] \\ &/ (\text{achats} + \text{stock initial} - \text{stock final}) \times \text{nombre de jours} \\ &= [(\text{stock initial} + \text{stock final})/2] \\ &/ (\text{ventes} + \text{stock final} - \text{stock initial}) \times \text{nombre de jours} \\ &= [(\text{stock initial} + \text{stock final})/2]/(\text{ventes}) \times \text{nombre de jours} \\ &= [(\text{stock initial} + \text{stock final})/2]/(\text{achats}) \times \text{nombre de jours} \end{aligned}$$

En toute rigueur, il faudrait rapporter le stock moyen au coût de revient des marchandises vendues. Cette information n'est *a priori* pas disponible pour un analyste extérieur.

Les stocks doivent être rapportés, selon leur nature :

- soit à la consommation des matières premières (achats de l'exercice + stock d'ouverture du bilan – stock de clôture du bilan),
- soit à la production des biens finis (ventes de l'exercice + stock de clôture de l'exercice – stock d'ouverture du bilan).

Par ailleurs, ces délais sont traditionnellement exprimés en jours.

Mais ce nombre peut être égal soit :

- au nombre réel de jours de l'année,
- à une durée forfaitaire de 360 jours,
- au nombre réel de jours ouvrables.

B – Des ratios reposant sur des conventions et informations disponibles

La définition des ratios de rotation et des ratios de vitesse (qui sont leur inverse) repose sur des conventions et est tributaire des informations disponibles.

- Les ratios relatifs aux stocks sont différenciés selon la nature de ceux-ci :

- pour les marchandises revendues en l'état :

Délai de rotation des stocks de marchandises = $[(\text{stock initial} + \text{stock final de marchandises})/2]/(\text{achats de marchandises hors taxes} + \text{stock initial} - \text{stock final}) \times \text{nombre de jours}$

- pour les achats de matières premières et de consommations intermédiaires :

Délai de rotation des stocks = $[(\text{stock initial} + \text{stock final de matières premières})/2]/(\text{achats de matières premières hors taxes} + \text{stock initial} - \text{stock final}) \times \text{nombre de jours}$

- pour les produits semi-finis (le dénominateur est égal à la production de l'exercice, faute de pouvoir disposer du coût de revient des produits semi-finis, cette information étant calculée en interne par le système de comptabilité analytique) :

Délai de rotation des stocks = $[(\text{stock initial} + \text{stock final de produits semi-finis})/2]/(\text{vente de produits finis hors taxes} - \text{stock initial} + \text{stock final}) \times \text{nombre de jours}$

- pour les produits finis :

Délai de rotation des stocks = $[(\text{stock initial} + \text{stock final de produits finis})/2]/(\text{vente de produits finis hors taxes} - \text{stock initial} + \text{stock final}) \times \text{nombre de jours}$

- Les ratios relatifs aux créances client sont moins précis.

En effet, les créances commerciales s'entendent TTC. Elles doivent être comparées aux ventes TTC. Or, les créances sur des clients à l'exportation ne supportent pas de TVA. Il faudrait donc en toute rigueur calculer autant de ratios que de taux de TVA supportés par l'entreprise ou bien pondérer le chiffre d'affaires TTC en fonction des différents taux de TVA appliqués à ses ventes.

Enfin, il convient de réintégrer les effets portés à l'escompte mais non encore échus à l'encours du crédit client.

$$\text{Délai de rotation des créances clients} = (\text{créances clients} + \text{effets à recevoir} + \text{effets escomptés non échus} - \text{acomptes perçus sur commandes}) / (\text{chiffre d'affaires TTC}) \times \text{nombre de jours}$$

- Les ratios relatifs aux dettes fournisseurs sont confrontés à un problème similaire.

En effet, les dettes commerciales s'entendent TTC. Elles doivent être comparées aux achats TTC. Or, les dettes d'exploitation comprennent les dettes fiscales et sociales qui ne sont pas assujetties à la TVA. Il convient, en conséquence, de ventiler les dettes d'exploitation en fonction de la nature des créanciers de l'entreprise. Des ratios similaires peuvent être calculés, en effet, pour les dettes fiscales et sociales.

La signification de ceux-ci est néanmoins limitée, sauf si les encours sont suffisamment détaillés par nature.

$$\text{Délai de rotation des dettes fournisseurs} = (\text{dettes fournisseurs} + \text{effets à payer} - \text{acomptes versés sur commandes}) / (\text{achats T.T.C.}) \times \text{nombre de jours}$$

$$\begin{aligned} & \text{Délai de rotation des dettes fiscales} \\ & = (\text{dettes fiscales})/(\text{charges fiscales}) \times \text{nombre de jours} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Délai de rotation des dettes sociales} \\ & = (\text{dettes sociales})/(\text{charges sociales}) \times \text{nombre de jours} \end{aligned}$$

Tout poste de l'actif circulant peut faire l'objet d'un tel calcul. Dans le cadre du calcul du fonds de roulement normatif, tout poste du bilan doit être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires HT.

C – Une analyse financière pertinente, focalisée sur les enchaînements décisifs

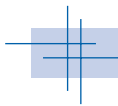
La pertinence d'une analyse financière dépend des informations qui sont disponibles. Les données incluses dans les états financiers sont suffisantes pour étudier les grands équilibres financiers de l'entreprise, pour autant qu'elles soient exactes. En revanche, il n'est possible de porter un jugement sur l'évolution du cycle d'investissement, du cycle d'exploitation et des éléments exceptionnels que si l'on dispose d'informations complémentaires qui ne sont connues que des dirigeants et des responsables financiers de l'entreprise.

Le diagnostic financier met en évidence l'interdépendance de l'ensemble des paramètres financiers et comptables. Une analyse pertinente ne doit pas faire la recension exhaustive de l'ensemble des variations, mais se focaliser sur les enchaînements décisifs qui expliquent la situation financière effective de l'entreprise. Il convient d'éviter au maximum les explications redondantes, tautologiques ou circulaires qui occultent les causes effectives.

Une analyse financière doit savoir sélectionner les paramètres pertinents pour expliquer les évolutions essentielles qui expliquent le statut financier de l'entreprise.

D – L'arbitrage entre sécurité et rentabilité

L'étude du besoin en fonds de roulement a montré que l'objectif d'une bonne gestion financière est d'optimiser la structure du passif de l'entreprise, et donc de déterminer la part du besoin en fonds de roulement qui doit être financée par le fonds de roulement et celle qui doit être couverte par des crédits bancaires à court terme. La question de l'investissement, au sens de mobilisation de capitaux propres ou de dettes financières à long terme dans le financement des besoins cycliques de l'entreprise, renvoie à l'arbitrage entre sécurité et rentabilité.



Évolution actuelle

Cette question est d'autant plus pertinente que les techniques bancaires actuelles permettent de financer des immobilisations sur des crédits à court terme renouvelés, quitte à courir le risque de taux d'intérêt et de non renouvellement des lignes de crédit.

3.3 Les équilibres de bas de bilan sont soumis à une logique cyclique

Si l'on se réfère à l'équation de base de l'équilibre du bilan, on sait qu'il se résume à quatre soldes primordiaux. Pour comprendre les conséquences des variations cycliques auxquelles l'entreprise est soumise, il convient d'examiner la variabilité de chacune des composantes.

$$\text{F.R.N.} = \text{B.F.R.E.} + \text{B.F.R.H.E.} + \text{T.N.}$$

- Le fonds de roulement net est le solde le plus stable au cours du temps. En effet, les investissements et les mouvements affectant les capitaux permanents sont des événements d'autant plus rares que les entreprises ont une taille réduite.
- Le besoin en fonds de roulement hors exploitation est un solde moins stable dans le temps, mais compte tenu de son montant normalement faible, son influence est réduite sur la cyclicité de la trésorerie.
- En conséquence, il apparaît que ce sont les variations du besoin en fonds de roulement qui exercent l'influence décisive sur l'évolution du solde de trésorerie. Les variations de la trésorerie nette sont dans leur majeure partie la conséquence des variations du besoin en fonds de roulement. Ces deux soldes sont les plus volatils.

3.4 L'entreprise est insérée dans un système économique qui détermine son développement

Elle est dépendante tant de ses fournisseurs que de ses clients.

Sa marge de manœuvre est nécessairement encadrée. Son pouvoir de négociation, en particulier en ce qui concerne les conditions de paiement accordées à ses partenaires, dépend de son pouvoir relatif : une entreprise en position dominante peut plus facilement imposer des conditions de crédit qui lui sont favorables. A l'inverse, une entreprise en position dominée doit subir les conditions de paiement qui lui sont imposées par ses fournisseurs et ses clients.

L'évolution du besoin en fonds de roulement est tributaire des relations qu'elle entretient avec ses partenaires industriels et commerciaux.

La réduction des variations de la trésorerie nette pourrait être idéalement obtenue en réduisant le besoin en fonds de roulement. Toute entreprise cherche donc à maximiser son crédit fournisseur et à minimiser son crédit client et ses stocks. Il va de soi qu'au niveau macroéconomique ces comportements sont rigoureusement contradictoires. C'est la raison pour laquelle une entreprise doit se plier aux usages en vigueur dans son secteur d'activité et donc s'accommoder des délais de règlement normalement constatés au sein de sa branche professionnelle.

Elle dispose d'une latitude d'action limitée avec ses clients.

L'entreprise ne bénéficie que d'une latitude d'action également limitée vis-à-vis de ses clients dans la mesure où le délai de paiement accordé est un paramètre, certes de deuxième ordre, qui entre en jeu dans la négociation commerciale.

Si l'on considère que les délais de paiement représentent davantage une contrainte pour l'entreprise qu'une opportunité, l'optimisation de la gestion de trésorerie repose sur les facteurs pour lesquels l'entreprise bénéficie de degrés de liberté plus importants :

- le niveau de fonds de roulement optimal, c'est-à-dire la part des capitaux permanents investis dans le financement du cycle d'exploitation. Il convient dès lors de déterminer les phases durant lesquelles le besoin de financement lié au cycle d'exploitation sera couvert par des crédits à court terme, et non par des capitaux permanents ;
- le contrôle du cycle interne de production et de distribution (approvisionnements – production – commercialisation – distribution) permettant de minimiser le montant des valeurs d'exploitation. C'est l'objectif poursuivi par l'organisation logis-

tique de l'entreprise, et plus généralement par les services en charge de l'organisation des processus de production et de distribution.

Cette gestion est rendue d'autant plus complexe qu'elle repose sur des prévisions nécessairement aléatoires, sur des scénarios divergents reposant sur des hypothèses dont le degré de réalisation est strictement probabiliste. L'entreprise ne peut pas annihiler l'incertitude, elle peut tout au plus l'anticiper et la gérer.

4. Comment analyser les équilibres de long terme à partir des états financiers

Les équilibres de haut de bilan se résument à l'examen d'un solde unique, le fonds de roulement. Il est égal à la différence entre les capitaux permanents et les actifs permanents, c'est-à-dire à la part des capitaux permanents qui finance des emplois à court terme. La question qui se pose alors est celle de son niveau optimal, celui qui permet d'optimiser la rentabilité de l'entreprise tout en assurant une certaine sécurité dans le financement de son activité.

4.1 L'optimisation du fonds de roulement

Le fonds de roulement net peut se définir, nous l'avons vu, comme l'excédent des ressources à long terme destiné à couvrir les emplois à court terme. Cet excédent constitue la marge de sécurité permettant de financer le cycle d'exploitation avec des ressources qui ne sont pas exigibles pendant la durée de l'exercice comptable. Le niveau optimal du fonds de roulement est usuellement estimé à la moitié de la valeur des stocks, voire les deux tiers de celle-ci, mais celui-ci doit

être déterminé de manière plus précise en fonction des caractéristiques inhérentes à l'activité de l'entreprise. Il peut être également exprimé en mois de chiffre d'affaires (1 à 2 mois).

À l'évidence, une règle inspirée par le principe de prudence devrait considérer que le fonds de roulement doit au minimum couvrir la part des stocks (ou valeurs d'exploitation) qui correspond au niveau des stocks de sécurité. Mais ces normes ne font pas l'objet d'un consensus aussi fort que les ratios relatifs au poids des frais financiers ou à la structure des capitaux permanents.

$$\text{F.R.N. en jours de C.A. H.T. :} \\ \text{Fonds de roulement} \times \text{Nombre de jours} / \text{Ventes H.T.}$$

$$\text{F.R.N. en jours de stocks :} \\ \text{Fonds de roulement} \times \text{Nombre de jours} / \text{Stocks}$$

Les ratios relatifs au fonds de roulement se réfèrent à son niveau relatif et à sa composition organique. Une des grandes règles prudentielles relatives à la structure financière du bilan de l'entreprise se réfère à la part relative des capitaux propres et des capitaux empruntés à long terme dans les capitaux permanents (y compris les contrats de crédit-bail comptabilisés en engagements hors-bilan).

En théorie, le montant des capitaux extérieurs à plus d'un an ne doit pas excéder celui des capitaux propres après retraitement. Il faut en effet veiller à soustraire les dividendes du bénéfice net et éliminer la dette fiscale latente des provisions réglementées constituées en franchise d'impôt et qui deviendra exigible lors de leur réintégration dans le compte de résultat.

Ratio d'endettement à terme :
Capitaux propres/Capitaux empruntés à long terme > 1

Ce ratio d'endettement à terme doit être mis en relation avec deux autres ratios :

- Le premier mesure la part des dettes bancaires dans le passif total (coefficient d'endettement). Le *gearing* en constitue une autre expression (dettes financières nettes / fonds propres).
- Le second mesure la capacité de remboursement de la dette à moyen et long terme par l'autofinancement. Une entreprise est réputée être en mesure de rembourser sa dette à moyen et long terme lorsque la capacité d'autofinancement représente plus d'un tiers de l'encours de la dette à moyen et long terme. Un ratio compris entre 1/3 et 1/5 indique que l'entreprise doit être placée sous surveillance. Un ratio inférieur à 1/5 signifie que la probabilité de cessation de paiements de l'entreprise est élevée à terme.

Ces trois ratios doivent être évidemment considérés comme des prédicteurs de la solvabilité à long terme de l'entreprise.

Ratio d'endettement : Dettes bancaires (y compris les contrats de crédit-bail)/Total du passif

**Ratio de remboursement des dettes à moyen et long terme :
C.A.F. /Dettes M.L.T. > 1/3**

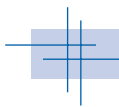
Lorsqu'un banquier examine un plan de financement prévisionnel relatif à un projet d'investissement financé pour une certaine quote-part par un crédit bancaire, il vérifie précisément que le solde des produits encaissés et des charges décaissées, et donc le cash flow pré-

visionnel, c'est-à-dire les liquidités générées par le projet (qui comprend à la fois le bénéfice non distribué et les dotations aux amortissements) est au moins supérieur à l'annuité de l'emprunt à rembourser. Plus ce rapport est élevé, plus le projet a des chances d'être financé par une banque.

Dans les faits, l'existence d'un parallèle entre l'amortissement d'un actif immobilisé et l'amortissement de l'emprunt qu'il a servi à financer est avérée.

La trésorerie disponible après avoir payé l'ensemble des charges à déboursier doit pouvoir être récupérée par le système bancaire, afin que les échéances des prêts qu'il a consentis pour financer le projet soient honorées.

Cette sécurité est d'autant plus indispensable que les revenus futurs escomptés ne sont que des espérances de gains. En ce sens, l'amortissement représente une rétention de trésorerie destinée à rembourser les dettes financières contractées pour financer l'immobilisation, plutôt qu'à abonder un fonds destiné à renouveler les immobilisations.



Une règle bien connue

On retrouve une règle bien connue des financiers qui veut que les dettes à moyen et long terme soient remboursées par les bénéfices, tandis que les dettes à court terme le sont par le chiffre d'affaires. Les crédits bancaires à court terme s'analysent en effet comme des avances consenties pour financer le cycle d'exploitation.

Ces ratios constituent des contraintes à observer dans tout processus d'optimisation de la structure du financement d'une entreprise.

Le passif de l'entreprise comporte l'ensemble des dettes de l'entreprise, autrement dit l'ensemble des engagements que l'entreprise a contractés auprès de tiers, les actionnaires, les banques et autres bailleurs de fonds, les fournisseurs et clients, l'état et les organismes sociaux, les fournisseurs d'immobilisations.

La structure de ce passif correspond à deux logiques complémentaires : une logique normée et une logique d'optimisation :

- La première réside dans le respect de certaines normes traduisant la solvabilité de l'entreprise ;
- La seconde vise à optimiser la composition du passif au regard du coût des différentes ressources.

4.2 Trois séries de ratios pour étudier les investissements

Trois séries de ratios sont utilisées pour analyser les modalités de financement des investissements, pour mesurer l'efficacité de l'entreprise et pour étudier les immobilisations.

A – Une première série pour analyser le taux d'autofinancement des investissements

La première série se rapporte au taux d'autofinancement des investissements. Le ratio (C.A.F./Investissements) mesure la part des investissements réalisés par l'entreprise qui est financée par des ressources internes.

Il va de soi que la définition de ce ratio peut être complétée, tant en ce qui concerne le numérateur (adjonction des cessions des immobilisations), que le dénominateur (ventilation des investissements entre immobilisations incorporelles, corporelles et financières,

adjonction de la variation du fonds de roulement, qui constitue une forme d'investissement financier à long terme dans le financement du cycle d'exploitation).

B – Une deuxième série pour analyser la rentabilité et l'efficacité de la gestion de l'entreprise

La deuxième série se rapporte à la mesure de la rentabilité et de l'efficacité de la gestion de l'entreprise.

- Le numérateur est soit un solde intermédiaire de gestion, soit la capacité d'autofinancement.
- Le dénominateur correspond, soit aux capitaux permanents de l'entreprise, soit à l'actif immobilisé.

C.A.F. ou E.B.I.T. ou Résultat net/Capitaux propres

C.A.F. ou E.B.I.T. ou Résultat net/Capitaux permanents

C.A.F. ou E.B.I.T. ou Résultat net/Capitaux propres
et dettes financières

Valeur ajoutée ou Excédent brut d'exploitation ou E.B.I.T.D.A. ou
E.B.I.T. ou Résultat net/Valeur de l'actif immobilisé

Valeur ajoutée ou Excédent brut d'exploitation ou E.B.I.T.D.A. ou
E.B.I.T. ou Résultat net/Valeur moyenne de l'actif immobilisé

Le premier ratio exprime la rentabilité des capitaux propres.

Le deuxième ratio évalue la rentabilité des capitaux permanents.

Le troisième ratio est devenu particulièrement **prisé** à côté du *Return On Equity* (résultat net/capitaux propres) : il s'agit du *Return On Capital Employed* (résultat/capitaux propres et dettes financières).

Dans ce cas il est préférable de considérer comme numérateur une grandeur qui inclut les frais financiers et les bénéfices, et qui tient compte de leur statut fiscal différent (le bénéfice net doit supporter l'impôt sur les sociétés).



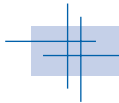
Les avantages de l'EBIT

Le choix de l'E.B.I.T. (*Earnings Before Interest and Taxes*) est plus cohérent que celui de l'E.B.I.T.D.A. (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). A défaut de vouloir prendre en considération le simple bénéfice net, tel qu'il résulte de la prise en compte de l'intégralité des produits et des charges, les analystes financiers, soucieux d'accroître la rentabilité économique apparente de l'entreprise, se sont focalisés sur un nouveau solde intermédiaire, l'E.B.I.T., qui a le grand avantage de neutraliser l'impact de la fiscalité directe et de la structure du financement (capitaux propres ou dettes financières).

Les quatrième et cinquième ratios mesurent l'efficacité de l'actif immobilisé, à savoir leur capacité à générer de la valeur ajoutée (V.A.), de l'excédent brut d'exploitation (E.B.E.), – excédent dégagé après paiement des charges salariales proche de l'E.B.I.T.D.A. –, de l'E.B.I.T. ou du résultat net (solde résiduel après comptabilisation de l'intégralité des produits et des charges).

À ces soldes de résultats, les analystes financiers préfèrent parfois la notion de cash flow, autrement dit les liquidités qui demeurent dans l'entreprise après paiement de l'ensemble des charges donnant lieu à des sorties de trésorerie (y compris les dividendes) et encaissement de l'ensemble des produits (à l'exclusion donc des créances non encore transformées en liquidités).

Les ratios de marges relatifs au seul compte de résultat mesurent la part des différents soldes intermédiaires de gestion rapportés à la production ou au chiffre d'affaires.



Appréciation

Le ratio de marge nette (résultat net/chiffre d'affaires) est le plus courant. Mais les ratios mesurant l'efficacité du système productif (Valeur ajoutée ou Excédent brut d'exploitation/Production) sont souvent plus significatifs. En réalité, une analyse approfondie de la formation du résultat implique une décomposition analytique de l'ensemble des postes du compte de résultat.

Résultat net ou Résultat courant/Chiffre d'affaires
E.B.I.T.D.A. ou E.B.I.T. ou C.A.F./Chiffre d'affaires
Valeur ajoutée ou Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires
Valeur ajoutée ou Excédent brut d'exploitation/Production
Résultat net ou Résultat courant/Production

C – Une troisième série pour étudier les immobilisations

La troisième série comprend les ratios d'analyse des immobilisations. Il s'agit bien entendu de prendre en considération les immobilisations qui font l'objet d'un amortissement. En sont exclus les terrains (sauf les terrains de gisement), les droits au bail et les fonds de commerce, les immobilisations financières, les immobilisations en cours et les œuvres d'art. Leur interprétation est toutefois plus ambiguë.

Dotation aux amortissements
/Valeur brute des immobilisations
Amortissements cumulés/Valeur brute des immobilisations

Ces deux ratios mesurent le vieillissement des actifs. Ces ratios sont à interpréter avec précaution.

Compte tenu des distorsions fiscales qui interviennent dans le calcul des amortissements, le premier ratio est peu significatif.

En revanche, le second ratio est un bon indicateur de l'âge des immobilisations, le cumul des dotations aux amortissements permettant d'en lisser les évolutions essentiellement déterminées par des raisons fiscales et non économiques.

Mais il convient de prendre en considération également les immobilisations intégralement amorties et qui figurent encore au bilan, tant qu'elles n'ont pas été cédées ou mises au rebut. Par ailleurs, la politique d'amortissement n'a que des conséquences indirectes sur la solvabilité et la liquidité de l'entreprise, puisque les dotations aux amortissements sont des charges calculées qui ne donnent lieu à aucun décaissement.

4.3 Les vertus de la méthode des ratios

La méthode des ratios a l'immense vertu de clarifier les concepts :

- L'examen de la solvabilité consiste à vérifier que l'entreprise dispose d'actifs suffisants pour rembourser l'intégralité des dettes qu'elle a contractées. Toutefois, en cas de liquidation d'une entreprise, la valeur nette comptable des immobilisations n'est qu'une valorisation conventionnelle de celles-ci et ne saurait préjuger de leur prix effectif de cession.
- L'étude de la liquidité vise à vérifier que l'entreprise dispose d'actifs à court terme suffisamment liquides pour faire face à ses dettes à court terme. Il s'agit de prévenir la cessation de paiements.

- L'étude de la rentabilité a pour objet l'étude de l'efficacité de l'entreprise, sa capacité à dégager des bénéfices, à utiliser de la manière la plus efficace possible ses actifs et ses facteurs de production pour dégager un surplus.

De surcroît, la méthode des ratios permet de calculer tout indicateur que l'analyste extérieur juge pertinent pour fonder son jugement.

5. Comment unifier les approches méthodologiques de l'étude des états financiers

Les états financiers *stricto sensu* (bilan et compte de résultat) ne sont pas des documents suffisants pour comprendre l'évolution des soldes remarquables du bilan, en particulier le premier d'entre eux, à savoir le fonds de roulement. Néanmoins, les approches synthétiques permettent d'étudier à la fois les variations des postes de haut de bilan, les variations de bas de bilan et le compte de résultat.

5.1 Le tableau de financement

Le tableau de financement normalisé proposé par le Plan Comptable Général de 1982 prévoit deux parties :

- La première partie indique les variations des postes de haut de bilan et permet de calculer la variation du fonds de roulement.

<p>Emplois stables</p> <p>Dividendes mis en paiement au cours de l'exercice</p> <p>Acquisition d'éléments de l'actif immobilisé</p> <ul style="list-style-type: none"> - Immobilisations incorporelles - Immobilisations corporelles - Immobilisations financières <p>Remboursement des capitaux propres</p> <p>Remboursement des dettes financières</p>	<p>Ressources durables</p> <p>Capacité d'autofinancement de l'exercice</p> <p>Cession ou réduction de l'actif immobilisé</p> <ul style="list-style-type: none"> - Cession d'immobilisations incorporelles - Cession d'immobilisations corporelles - Cession d'immobilisations financières <p>Augmentation des capitaux propres</p> <p>Augmentation des dettes financières</p>
<p>Augmentation du fonds de roulement</p>	<p>Diminution du fonds de roulement</p>

- La seconde partie permet de calculer la variation du besoin en fonds de roulement, la variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation et la variation de la trésorerie.

<p>Variation des actifs d'exploitation</p> <p>Stocks et encours de production</p> <p>Avances et acomptes versés sur commandes</p> <p>Créances clients et comptes rattachés</p> <p>Autres créances d'exploitation</p>
<p>Variation des dettes d'exploitation</p> <p>Avances et acomptes reçus sur commande</p> <p>Dettes fournisseurs et comptes rattachés</p> <p>Autres dettes d'exploitation</p>
<p>Variation du Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation</p> <p>Variation des autres débiteurs</p> <p>Variation des autres créditeurs</p>
<p>Variation du Besoin en Fonds de Roulement Hors Exploitation</p> <p>Variation des valeurs mobilières de placement</p> <p>Variation des liquidités</p> <p>Variation des concours bancaires courants</p>
<p>Variation de la trésorerie nette</p>

5.2 Les tableaux de variation de trésorerie

Il existe plusieurs modèles de tableaux (tableau des ressources et emplois de la Centrale des bilans de la Banque de France, tableau pluriannuel des flux financiers) permettant de calculer la variation prévisionnelle de la trésorerie en synthétisant l'ensemble des mouvements financiers dans un tableau unique.

Chaque modèle présente des soldes spécifiques et ordonne les flux selon ses présupposés. Tous ces modèles reprennent les mêmes éléments. Seule leur présentation et la définition des soldes intermédiaires diffèrent.

Ces tableaux comprennent :

- les données extraites du compte de résultat donnant lieu à des mouvements de fonds ;
- la variation du besoin en fonds de roulement ;
- les éléments du tableau de financement donnant lieu à des variations de trésorerie ;
- la variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation (variations des créances liées aux produits et aux charges financières et exceptionnelles, variations des dettes liées aux produits et aux charges financières et exceptionnelles, variations des créances et des dettes liées à l'acquisition et à la cession des immobilisations, l'impôt sur les sociétés, les dividendes et la participation des salariés).

Tous ces modèles intègrent les soldes extraits du compte de résultat donnant lieu à des mouvements de trésorerie et les soldes des deux parties du tableau normalisé de financement. Ils expliquent *in fine* la variation des liquidités d'un exercice sur l'autre.

Ces tableaux peuvent être utilisés pour analyser la variation constatée de la trésorerie d'une entreprise, ou pour prévoir son évolution.

Ils sont à rapprocher du tableau décrivant la variation des *cash flows* en comptabilité anglo-saxonne (*Cash flow statement*), tableau qui fait pendant à celui décrivant la variation des capitaux propres (*Statement of changes in shareholders' equity*).

Ces tableaux de synthèse sont employés, en conséquence, à titre rétrospectif et à titre prospectif. C'est la raison pour laquelle ils ont été développés par des praticiens de l'analyse financière.

5.3 Le tableau pluriannuel des flux financiers

Le tableau pluriannuel des flux financiers (TPFF) est l'un des modèles les plus élaborés. Il opère la synthèse entre le bilan et le compte de résultat (voir page suivante).

Le tableau pluriannuel des flux financiers propose des soldes intermédiaires originaux :

- la valeur ajoutée (premier solde intermédiaire du compte de résultat) ;
- le résultat brut d'exploitation (qui correspond à l'excédent brut d'exploitation) ;
- l'excédent de trésorerie d'exploitation (égal à l'E.B.E. - Δ B.F.R.E.) ;
- le solde économique, ou solde interne, ou D.A.F.I.C. (disponible après financement interne de la croissance) égal à l'E.T.E. diminué des investissements non financiers de l'exercice ;
- le solde financier (solde externe) est égal à la variation de l'endettement diminué des coûts liés à l'endettement et aux capitaux propres ;
- le solde de gestion (solde courant) est égal à la somme des soldes économique et financier ;

Production de l'exercice – consommations externes =	Valeur ajoutée
Valeur ajoutée + Subventions d'exploitation – Impôts, taxes et versements assimilés – Charges de personnel et cotisations sociales =	Résultat brut d'exploitation (Excédent brut d'exploitation)
Résultat brut d'exploitation (Excédent brut d'exploitation) – Variation du B.F.R. =	Excédent de trésorerie d'exploitation
Excédent de trésorerie d'exploitation – Investissements en immobilisations = ...	Solde économique (Solde interne)
Solde économique (Disponible Après Financement Interne de la Croissance)	
Variation de la dette à court, moyen et long termes – Charges financières – Annuités du crédit-bail – Impôts sur les bénéfices – Participation des salariés – Distribution des dividendes =	Solde financier (Solde externe)
Solde économique (Solde interne) + Solde financier (Solde externe) =	Solde de gestion (Solde courant)
Solde de gestion (solde courant) + Variation des capitaux propres + Produits de cession des immobilisations + Produits financiers – Acquisition d'immobilisations financières – Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation + Produits exceptionnels – Autres charges exceptionnelles =	Variation des disponibilités

- la variation des liquidités se calcule en rajoutant au solde de gestion la variation des capitaux propres, les autres éléments financiers et exceptionnels, ainsi que la variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation. Le solde final englobe l'ensemble des éléments résiduels. Son interprétation est en rendue d'autant plus difficile.

L'originalité du T.P.F.F. est d'isoler le cycle d'exploitation (E.T.E.) et de mettre en évidence un solde central, le D.A.F.I.C.

En effet, le maintien de la compétitivité de l'entreprise suppose que celle-ci réalise un certain montant incompressible d'investissements. Il est judicieux de dissocier les investissements en immobilisations réalisés pour maintenir la compétitivité de l'appareil de production, des investissements en immobilisations financières (assimilés à des investissements de diversification par croissance externe). A long terme, le D.A.F.I.C. doit être positif : l'exploitation courante doit dégager assez de ressources pour permettre à l'entreprise de maintenir sa compétitivité.

Le regroupement en un solde financier de l'ensemble des coûts liés aux moyens de financement (y compris les capitaux propres) et de la variation de l'endettement est également original.

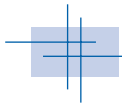
L'accroissement de l'endettement sert d'abord à financer les coûts directs et indirects des capitaux propres et empruntés. Il est utilisé également pour couvrir les immobilisations financières (à savoir les investissements de diversification).

Enfin la variation des liquidités est calculée in fine.

Pour ce calcul sont pris en considération les autres éléments financiers et exceptionnels, ainsi que la variation des dettes et des créances rattachées.

La place marginale réservée aux augmentations de capital est conforme à la réalité.

La place marginale réservée aux augmentations de capital est d'autant plus conforme à la réalité que des programmes de rachat de leurs propres actions initiés par les entreprises aux trésoreries excédentaires sont mis en œuvre (malgré la fragilisation de la structure financière des entreprises qui en résultent) de moins en moins rarement.



Un taux de rentabilité moyen élevé

Le contexte macroéconomique contemporain présente une configuration très spécifique. Le taux de rentabilité moyen des entreprises est élevé. Il est significativement supérieur au taux d'intérêt des financements extérieurs, qu'il s'agisse des concours bancaires ou des emprunts obligataires (si l'on fait abstraction des primes de risques exigées pour les débiteurs les moins solvables). Et le niveau de capitalisation des entreprises reste élevé malgré la résorption des bulles financières des marchés boursiers.

Un des moyens les plus efficaces à court terme pour accroître la rentabilité des capitaux propres des entreprises est de réduire le montant de leurs capitaux propres (rachat des actions, puis annulation de l'autocontrôle).

Le rapprochement entre les soldes comptables extraits du compte de résultat d'une part, et les dettes, les créances et les liquidités, telles qu'elles apparaissent au bilan d'autre part, est cependant parfois plus complexe.

Ainsi les dividendes et la participation des salariés sont mis en paiement pendant l'exercice qui suit celui pendant lequel ils ont été enregistrés dans le compte de résultat. L'impôt sur les sociétés fait

l'objet de paiements d'acomptes et d'une régularisation ultérieure. C'est la raison pour laquelle ce sont les soldes comme l'E.T.E., le D.A.F.I.C., le solde financier et le solde de gestion qui sont considérés comme les plus pertinents.

6. Comment les banques détectent les entreprises défailtantes

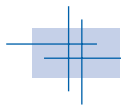
6.1 Des investigations périodiques sur les causes des défailtances

Les causes de la défailtance des entreprises donnent lieu à des investigations périodiques, mais il est normal dans une économie fondée sur la concurrence qu'il se produise un renouvellement du tissu économique. En période de forte croissance, le nombre de faillites reste élevé, même s'il connaît un accroissement en cas de récession.

Ces études font ressortir cinq grandes catégories de causes de défailtance :

- 1) accidents (décès du dirigeant) ;
- 2) modifications de l'environnement peu prévisibles (baisse conjoncturelle du chiffre d'affaires, défailtance de clients importants, crise de trésorerie) ;
- 3) modifications de l'environnement prévisibles mais non anticipées (inadéquation des produits à la demande, non-compétitivité de l'offre) ;

- 4) contraintes préexistantes dans l'environnement mais devenant de plus en plus imparables (obsolescence de l'appareil de production, réalisation d'investissements déconnectés de l'évolution des marchés) ;
- 5) problèmes internes de gestion (crise de l'équipe de direction, incompetence des dirigeants, succession des chefs d'entreprise non préparée).



Deux causes essentielles aux faillites les plus spectaculaires

Les faillites ou quasi-faillites les plus spectaculaires enregistrées récemment résultaient de malversations financières et de rachat d'entreprises réalisés à des prix sans commune mesure avec leur valeur économique effective (« start-up » lancées prématurément dont l'offre en produits et en services n'était pas prête d'un point de vue technologique et ne correspondait encore à aucune demande solvable).

6.2 L'analyse discriminante ou méthode des scores

L'analyse discriminante consiste à calculer un indicateur synthétique (*score*) permettant d'identifier les entreprises présentant un risque de défaillance et à les différencier des entreprises considérées comme sans risque. Ce score est égal à la somme pondérée de ratios financiers identifiés comme déterminants. Selon la valeur du score obtenu, l'entreprise est classée sur une échelle de risques.

L'élaboration d'un tel modèle dépend moins de la méthodologie statistique utilisée que du stock de connaissances statistiques constitué par le prêteur.

Une des fonctions discriminantes les plus complètes demeure celle mise au point par la Banque de France dans le cadre de la Centrale des Bilans. Surtout, elle fait l'objet d'une publication destinée au public.

Toutefois, chaque banque a développé une méthode de scoring, qui lui est propre, pour ses différentes catégories de prêts et de clientèles. Sa validité intrinsèque dépend de la qualité de la banque de données dont la banque dispose. C'est une des raisons pour lesquelles il est difficile à un nouvel acteur bancaire de contester un marché déjà occupé par les banques déjà installées. En effet, celles-ci disposent de méthodes statistiques éprouvées permettant d'éliminer les clients considérés comme risqués.

6.3 Une segmentation du marché bancaire défavorable aux nouveaux entrants

Les clients éliminés par les banques principales auront alors tendance à se tourner vers un nouvel entrant sur le marché bancaire.

A – Les dilemmes et les risques du nouvel entrant sur le marché bancaire

- Si celui-ci dispose d'une méthode de scoring suffisamment discriminante, il les éliminera à son tour, mais ne réalisera qu'une percée commerciale limitée, voire ne sera pas en mesure de contester la prééminence des banques occupant les différents segments du marché des prêts bancaires : sa part de marché restera marginale.

Si celui-ci n'a pas eu accès à une banque de données pertinente lui permettant d'élaborer une méthode de scoring suffisamment discriminante, il acceptera comme emprunteurs des clients à risques.

Si par ailleurs les conditions économiques générales se dégradent, les agents économiques les plus fragiles en période de prospérité risquent de ne plus pouvoir honorer leurs engagements vis-à-vis du nouvel entrant sur le marché bancaire et leurs prêts sont susceptibles de se révéler non-performants en période de récession. Le nouvel acteur bancaire sera alors victime d'un risque systémique non diversifiable, celui inhérent à la conjoncture économique à l'échelle d'un pays tout entier. Il sera victime d'un processus d'antisélection des bons dossiers de crédit.



Limites de l'analyse

Cette analyse est pertinente pour les populations d'emprunteurs nombreuses (particuliers, P.M.E.). Elle ne l'est pas pour les populations d'emprunteurs restreintes, comme les grandes entreprises. Mais, dans ce cas, la problématique de l'irruption d'un nouvel entrant sur le marché bancaire se pose dans des termes un peu différents.

B – Des chances pour les nouveaux entrants ?

- Le nouvel entrant peut prendre des parts de marché en proposant des conditions bancaires très favorables à ses nouveaux clients si ceux-ci ont un statut financier élevé, auquel cas ses gains seront limités, voire négatifs (mais le démarchage de la clientèle des grandes entreprises ne nécessite pas de devoir créer un grand réseau aux coûts de structure élevés et donc de les amortir par un volume d'affaires suffisamment important).
- Le nouvel entrant peut également s'intéresser à la clientèle des grandes entreprises à la situation financière dégradée, auquel cas il s'expose à un risque de perte en capital que les gains plus élevés en frais financiers et en commissions bancaires peuvent ne pas couvrir.

6.4 Des marchés bancaires à faible contestabilité

Ces considérations expliquent la faible contestabilité des marchés bancaires nationaux. Si une banque veut s'installer dans un pays étranger, elle éprouvera de grandes difficultés à rentabiliser un réseau d'agences créé *ex nihilo*. Il est plus facile de racheter un réseau déjà constitué à un acteur bancaire installé qui désire s'en séparer ou plus simplement prendre une participation au capital d'une banque locale, voire la racheter.

La concurrence sur la banque de détail (particuliers et P.M.E.) est difficilement contestable par un nouvel entrant, sauf s'il construit un réseau de distribution autre qu'un réseau d'agences (distribution de produits d'épargne par des réseaux déjà constitués, ou bien distribution des produits bancaires par des canaux électroniques, quitte à ne toucher qu'une fraction de la clientèle potentielle).



À retenir

- ✓ La force de la méthode des ratios réside dans sa flexibilité et dans son pragmatisme. Si on dénomme n le nombre de soldes apparaissant dans les états financiers, le nombre théoriquement calculable de ratios est au moins égal à $n \times (n - 1)$, à condition de ne pas rajouter d'autres paramètres comme les durées ou les données financières (taux d'intérêt, taux de change). Or, de la sélection des ratios les plus pertinents dépend la qualité du jugement porté sur la situation financière d'une entreprise.

- ✓ Les typologies établies à propos des ratios sont évidemment nombreuses. Il est aisé d'opposer les ratios mesurant la rentabilité, l'efficacité et la productivité aux ratios évaluant les structures et les répartitions. Mais ce sont ceux permettant de restituer la dynamique des phénomènes qui sont les plus discriminants, ainsi que ceux qui peuvent être comparés avec des normes validées par la communauté des analystes financiers.

- ✓ Les méthodes statistiques permettant de prévoir le risque de défaillance des entreprises ne se fondent pas exclusivement sur l'étude des données extraites de leurs états financiers, mais doivent également tenir compte des spécificités des secteurs économiques ou des paramètres macroéconomiques, géographiques ou géopolitiques afin de prévenir l'émergence de risques systémiques.



Exemples numériques solubles sur tableur

Cas N° 2 : La méthodes des ratios appliquée aux deux versions de la comptabilité d'une même entreprise

En reprenant les données du cas n° 1, quelques ratios ont été sélectionnés afin de montrer qu'une même situation financière peut donner lieu à des interprétations opposées, si les données comptables ont été arrangées dans un sens favorable à l'entreprise.

- L'entreprise est devenue bénéficiaire, alors qu'elle était déficitaire ;
- L'efficacité du système productif a été fortement accru en diminuant le poids apparent des actifs et en accroissant la valeur ajoutée produite ;
- Son endettement est devenu supportable s'il est évalué à l'aune des frais financiers. Toutefois il progresse, s'il est mesuré par rapport aux capitaux permanents ou au total du passif ;
- La structure financière générale (fonds de roulement, ratios de trésorerie) s'améliore substantiellement ;
- L'évolution des ratios des postes constituant le besoin en fonds de roulement dépend de la hausse du chiffre d'affaires, de l'augmentation de l'encours des créances clients et de la variation des différents stocks. Ces modifications sont peu significatives.

Analyse financière	États financiers initiaux	États financiers retraités
Fonds de roulement	1 036 985	2 721 110
Besoin en fonds de roulement	1 595 786	2 065 786
Besoin en fonds de roulement hors exploitation	-319 436	-355 311
Trésorerie nette	-239 365	1 010 635
<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>	932 155	977 155
<i>Earnings before interest and taxes</i>	177 155	325 488
Fonds de roulement / Chiffre d'affaires	17,59%	40,95%
Fonds de roulement / Valeurs d'exploitation	63,49%	159,76%
Fonds de roulement (jours de C.A. Hors Taxes)	63,33	147,42
Besoin en fonds de roulement (jours de C.A. Hors Taxes)	97,45	111,92
Besoin en fonds de roulement hors exploitation (jours de C.A. Hors Taxes)	-19,51	-19,25
Trésorerie nette (jours de C.A. Hors Taxes)	-14,62	54,75
Dettes financières à long terme + leasing / Capitaux permanents	20,84%	31,25%
Dettes financières + leasing / Total passif	35,48%	36,44%
Frais financiers directs / Chiffre d'affaires	4,00%	3,55%
Frais financiers directs / Excédent brut d'exploitation	-176,38%	29,24%
Ratio de liquidité générale	137,50%	239,46%
Ratio de liquidité restreinte	78,44%	152,17%
Ratio de liquidité immédiate	51,89%	94,05%

Comment les analystes interprètent-ils les états financiers ?

Rotation des stocks de matières premières (jours)	92,20	86,63
Rotation des stocks de produits finis (jours)	49,49	46,48
Rotation des créances clients (jours)	33,51	47,79
Rotation des dettes fournisseurs (jours)	75,76	75,76
Résultat net / Capitaux propres	-1,56%	1,13%
<i>Earnings before interest and taxes</i> / Capitaux propres	4,72%	6,84%
<i>Earnings before interest and taxes</i> / Capitaux permanents	3,74%	5,21%
<i>Earnings before interest and taxes</i> / Capitaux propres et dettes financières	2,76%	4,60%
Valeur ajoutée / Actif immobilisé net (hors leasing)	90,30%	111,29%
Amortissements cumulés / Valeur brute des immobilisations (hors leasing)	40,24%	40,48%

*Collection les mémentos finance
dirigée par Jack FORGET*

Analyse financière

De l'interprétation des états financiers
à la compréhension des logiques boursières

Jack FORGET

© Éditions d'Organisation, 2005

ISBN : 2-7081-3253-9

Éditions

d'Organisation

Sommaire

Introduction

L'analyse financière : quel enjeu ?	9
--	---

Chapitre 1

Comprendre le débat sur l'information financière et comptable	13
--	----

1. Saisir le rôle de l'analyse financière	14
1.1 Les différents agents économiques n'ont pas accès aux mêmes niveaux d'information	14
1.2 Toute information doit être soumise à un examen critique	16
1.3 Le rôle d'interprétation de l'analyste financier	17
2. Prendre la mesure de la crise de l'audit externe	19
2.1 Le nécessaire repositionnement des cabinets d'audit	19
2.2 La question de l'indépendance des agences de notation	27
3. Approfondir la compréhension de la crise de l'information comptable et financière	27
3.1 Concevoir la complexité du droit comptable	28
3.2 Savoir distinguer la fraude de l'opportunisme comptable	36
3.3 Comprendre la nature des défaillances du système de contrôle externe des comptes	45
4. Comprendre les dilemmes propres à l'information comptable et financière	47
4.1 Diffusion et valeur de l'information	48
4.2 Informations différées et fonctionnement du marché des titres	49
4.3 La difficile identification des pratiques frauduleuses	49
4.4 Contraintes et libertés des analystes financiers	50
4.5 Est-il possible de remédier aux dysfonctionnements structurels des marchés financiers ?	52

Chapitre 2

Prendre en compte le rôle de l'analyse stratégique dans l'analyse financière	63
---	----

1. Appréhender le rôle, les méthodes et l'influence des analystes financiers	64
--	----

1.1 Le recours aux mêmes méthodes, quel que soit l'objectif de l'analyse	66
1.2 L'évaluation du positionnement stratégique de l'entreprise	68
1.3 L'approfondissement par les techniques de benchmarking	69
1.4 Pertinente mais complexe et risquée, l'analyse des décisions stratégiques	71
1.5 Une fragile capacité d'anticipation	74
1.6 Une position d'influence grâce aux prophéties autoréalisatrices	75
2. Prendre conscience de l'influence de la globalisation sur l'évaluation des entreprises	76
2.1 Les multinationales deviennent des nébuleuses de sites procédant à des échanges multiples de flux matériels, informationnels et financiers	76
2.2 Les conséquences de la mondialisation sont paradoxales	78

Chapitre 3

Comment les analystes interprètent-ils les états financiers ?

1. Préalables à propos de la méthode des ratios	84
1.1 Cinq ratios de base pour un diagnostic rapide	84
1.2 La question de la rentabilité des fonds propres	85
1.3 Relativiser les principes de l'analyse financière	86
1.4 Une différence de traitement selon la taille de l'entreprise	87
1.5 L'analyse fondamentale ne parvient pas à rendre compte des comportements boursiers	91
2. Comment étudier les soldes remarquables du bilan	93
2.1 Le fonds de roulement	94
2.2 Le besoin en fonds de roulement d'exploitation et le cycle de production	96
2.3 Le besoin en fonds de roulement hors exploitation	99
2.4 La trésorerie nette	100
3. Comment analyser les équilibres financiers de court terme à partir des états financiers	101
3.1 Les ratios de synthèse concernant les encours à moins d'un an	102
3.2 Les ratios de rotation des actifs circulants	104
3.3 Les équilibres de bas de bilan sont soumis à une logique cyclique	110
3.4 L'entreprise est insérée dans un système économique qui détermine son développement	111
4. Comment analyser les équilibres de long terme à partir des états financiers	113
4.1 L'optimisation du fonds de roulement	113
4.2 Trois séries de ratios pour étudier les investissements	117
4.3 Les vertus de la méthode des ratios	121
5. Comment unifier les approches méthodologiques de l'étude des états financiers	122

5.1 Le tableau de financement	122
5.2 Les tableaux de variation de trésorerie	124
5.3 Le tableau pluriannuel des flux financiers	125
6. Comment les banques détectent les entreprises défilantes	129
6.1 Des investigations périodiques sur les causes des défilantes	129
6.2 L'analyse discriminante ou méthode des scores	130
6.3 Un segment du marché bancaire défavorable aux nouveaux entrants	131
6.4 Des marchés bancaires à faible contestabilité	133

Chapitre 4

Comment les investisseurs financiers valorisent-ils les actions ?

1. Questions préliminaires à propos du marché des actions	140
1.1 Comment les marchés boursiers intègrent-ils l'information disponible ?	140
1.2 Qu'apporte l'étude sociologique des marchés financiers ?	146
1.3 Qu'apporte l'étude psychologique des marchés financiers ?	148
2. Comment utiliser les modèles de valorisation des actions	156
2.1 Les modèles actuariels	157
2.2 Les modèles fondés sur la mesure du risque	162
2.3 La prévention du risque par la diversification des actifs financiers	166
3. Comment évaluer des titres ou des droits non cotés	171
3.1 L'évaluation des entreprises non cotées	171
3.2 L'évaluation des entreprises soumises à des augmentations de capital	179
4. Les paradoxes des approches les plus récentes	181

Chapitre 5

Comprendre les dynamiques économiques et financières sur la longue durée

1. Un bref rappel historique	192
1.1 La crise institutionnelle et le krach boursier de 1929	192
1.2 La faillite bancaire du Japon	193
1.3 Hypothèses sur la formation des bulles spéculatives	194
2. La modélisation permet-elle d'expliquer les mécanismes boursiers ?	195
2.1 L'axiome de la rémunération du risque	196
2.2 Le modèle de la contagion mimétique des opérateurs	198
2.3 Les limites de la modélisation	200
3. Les cycles boursiers de long terme sont-ils favorables à la valorisation des entreprises ?	203

3.1 La fonction réelle des marchés financiers	203
3.2 Le renouvellement du tissu des grandes entreprises	204
3.3 Les tendances boursières à long terme	205
Conclusions	209
1. La montée mal contrôlée de l'endettement	210
1.1 Les pièges de l'endettement	210
1.2 La réhabilitation paradoxale de l'analyse fondamentale et des analystes financiers ...	217
1.3 Le transfert du risque en capital à de nouveaux investisseurs	219
2. Le retour au principe de réalité	224
2.1 Le processus de retour à des niveaux raisonnables de valorisation des actions	225
2.2 La spécialisation des économies	229
Index	233