

# Analyse Financière

## Remise à Niveau

## Quelle est la différence entre un bilan et un compte de résultat ?

Bilan = reflet du **patrimoine** à un moment donné

Compte de résultat = compte de **flux** (mais pas tous les flux de l'entreprise, seulement ceux qui peuvent avoir une influence sur le résultat), ce qui s'est passé dans l'année + notion de **création de valeur**

Le compte de résultat explique le Bilan en partie → si une entreprise investit, ce n'est pas une opération de compte de résultat. Ce qui a à voir avec le patrimoine ne concerne pas le compte de résultat.

Acte de vente => *création de valeur*, que le client paie ou non, car le fait de génération comptable est la facturation.

Le compte de résultat impacte le bilan dès lors que les variations de bilan sont dues à une augmentation ou diminution de **valeur**.

Si on achète une maison 100% par endettement, notre patrimoine ne change pas : on est ni plus riche, ni plus pauvre, mais la **structure** de notre patrimoine a changé

**Patrimoine = ce qu'on a – la dette = actif – dette = capitaux propres = valeur de l'entreprise**

La structure patrimoniale est indicateur du risque

! Le système comptable a changé → problème des **normes IAS-IFRS**, adaptées surtout à des structures de groupe. C'est une obligation pour toutes les sociétés faisant appel public à l'épargne => 2 systèmes comptables car c'est trop cher de changer les normes comptables pour toutes les sociétés.

**IFRS International Financial Reporting Standard**, complément des normes **IAS International Accounting Standard**, sont des normes comptables internationales élaborées par l'IASB, **International Accounting Standards Board**, au lendemain des scandales financiers. Il s'agissait avant tout de rétablir la confiance en instaurant fiabilité, transparence et lisibilité des comptes. Les **normes IAS/IFRS** s'appliquent à toutes les sociétés cotées en Bourse dont la politique d'information doit respecter les contraintes imposées par le marché.

Faits déclencheurs des nouvelles normes : l'harmonisation européenne, les affaires Eron, Vivendi, et autres scandales financiers qui remettent en question les systèmes comptables.

Principale différence : le **principe de fair-value** → l'établissement des documents de synthèse se fera selon le principe de la valeur de marché avec une approche économique.

Le bilan doit faire apparaître l'ensemble des **outils de production**.

Exemple : le crédit bail

Avec l'approche patrimoniale, le crédit bail n'apparaissait pas au bilan. En effet, depuis 1956, on respecte le **principe de l'image fidèle** ⇔ Le bilan doit refléter le plus fidèlement possible le patrimoine de l'entreprise. Au bilan, n'apparaîtra que les éléments dont l'entreprise est **propriétaire**.

Une société mère qui marche bien se trouve du jour au lendemain en difficultés financières (tensions énormes sur la trésorerie). Pourquoi ? elle s'était portée caution d'une de ses filiales, ce qui n'apparaît pas du tout au bilan (c'est un engagement hors bilan) et la filiale est tombée.

Les normes IFRS ne règlent pas ce problème...

En période de crise, la valeur d'un actif est très basse.

Quand on passe en normes IFRS, si la valeur des actifs augmente (à leur valeur de marché), pour ne pas avoir un bilan déséquilibré, les *capitaux propres* augmentent, ce qui aurait pu être dangereux (entreprise sur valorisée...) mais cela n'a pas concerné beaucoup de sociétés.

! du fait que le bilan est arrêté à une date donnée, l'entreprise lisse ses comptes, nettoie son bilan...

ex : une entreprise qui solde son découvert fin décembre.

Les **dotations aux amortissements** sont purement une écriture comptable → pour ne pas être fiscalisé sur des actifs dépréciés. Cette charge fictive prend en compte la dépréciation des actifs, et donc baisse les impôts.

L'écriture des documents comptables est obligatoire : à déposer au tribunal du commerce et auprès de l'administration fiscale (sous peine d'amende) => logique fiscale du compte de résultat.

*Passif = ensemble des ressources*

*Actif = ce qu'on a fait de ces ressources*

Mais on ne sait pas exactement quelles ressources ont servi à quoi, ont payé quoi.

Les **réserves légales** : où se trouve l'argent ? Les réserves légales sont des ressources qui ont servi à financer des actifs, mais on ne sait pas lesquels ! ça peut être des immobilisations, des disponibilités...

Le législateur impose **10%** de réserves légales, ce pour les actionnaires (plus on gonfle les capitaux propres, plus les actionnaires ont une chance de récupérer des fonds)

### **Le compte de résultat**

Comment savoir le niveau de trésorerie généré par l'activité de l'entreprise ? le flux de trésorerie généré sur l'exercice ?

RNC = tout sauf de la trésorerie !

**EBE** = 1<sup>er</sup> indicateur de trésorerie car c'est le flux de trésorerie potentielle générée par le système d'exploitation. On dit « potentielle » car elle n'intègre pas les *décalages de temps* (paiement clients/fournisseurs)

**ETE** = excédent de trésorerie d'exploitation = **ENE** (excédent net d'exploitation) – variation du BFRE

CAF économique = autofinancement = CAF après retraitement des amortissements du crédit-bail

**ENE = EBE – IS**

ETE = le cash qui entre dans l'entreprise, moins les impôts = le niveau de trésorerie exploitable aujourd'hui par l'entreprise.

Les banques utilisent davantage l'EBE car elles regardent d'abord si le système d'exploitation génère assez de cash.

Résultat exceptionnel : opération de haut de bilan

**CAF** = indicateur du niveau de trésorerie potentielle générée par l'entreprise. Elle naît d'une comptabilité fictive : recettes – dépenses

Est-ce que la CAF doit se retrouver en banque ? non. La société a généré de la trésorerie dans l'année mais a aussi investi, remboursé des emprunts, etc.

**Autofinancement** = CAF – dividendes (car on sait que le coupon de dividende va être détaché dans l'année)

CAF = ressource longue car sans événement externe majeur (crise...), il n'y a aucune raison que la CAF diminue.

Indicateur **D/CAF ≈ 3 ou 5** (orthodoxie financière)

## **Les Soldes Intermédiaires de Gestion (9)**

### **\* Le Chiffre d'Affaires**

C'est le point de départ de toute analyse.

Il s'analyse dans le contexte de son secteur et dans son évolution.

Regarder si l'entreprise est **en croissance**, **à maturité** (boîte à cash, la plus lisible, la moins risquée), ou **sur le déclin**.

Il faut être le plus vigilant possible avec une entreprise en croissance.

**Effet ciseau** = financer une croissance avec du court terme = mauvaise gestion de la croissance.

Il faut savoir faire les investissements judicieux. La croissance marche par pallier, mais il faut s'assurer que le marché suive derrière.

Une société sur le déclin a un risque plus « programmé ».

Le déclin vient d'une récession de marché, d'un mauvais investissement ... ce qui peut éventuellement *se prévoir*.

Le CA apporte énormément d'informations **à périmètre constant**, c'est-à-dire dans le cas d'un groupe, on définit toujours un périmètre  $\Leftrightarrow$  toutes les sociétés qui vont être intégrées au groupe dans le sens comptable.

Pour un individu, le chiffre d'affaires est son salaire. Avec un salaire en croissance, l'individu peut adopter un rythme de vie disproportionné...

Le CA est la source de trésorerie. Le CA est-il gérable ? gérer les rythmes de production en essayant d'anticiper les commandes futures est très difficile. Logiquement, les entreprises optimisent leur chiffre d'affaires pour avoir les plus belles parts de marché  $\rightarrow$  on est plutôt *tributaire du CA*.

$\rightarrow$  *Etudier le CA en volume, en historique, et par rapport au secteur (risque sectoriel)*

-2 catégories d'entreprises : commerciales et industrielles

# Les entreprises commerciales : ne font pas de transformation (juste achat et vente de marchandises)

\* **Marge commerciale** = vente – achat marchandises

Qui doit permettre de financer tout le reste.

Le problème est qu'on ne peut pas tellement négocier les prix à cause de la concurrence

Ex : avec les achats sur Internet, concurrence accrue

$\Rightarrow$  la marge commerciale est souvent subie, bornée, pas contrôlée

Indicateurs importants pour les entreprises commerciales = le **coefficient**, le taux de marge et le taux de marque.

Avec un coefficient de 2, on achète à 100 HT, et on revend à 200 TTC. Le coefficient peut aller jusqu'à 10 (par exemple dans le secteur des bijoux fantaisie)

**Taux de marge** = marge commerciale / achat marchandises

**Taux de marque** = marge commerciale / vente marchandises

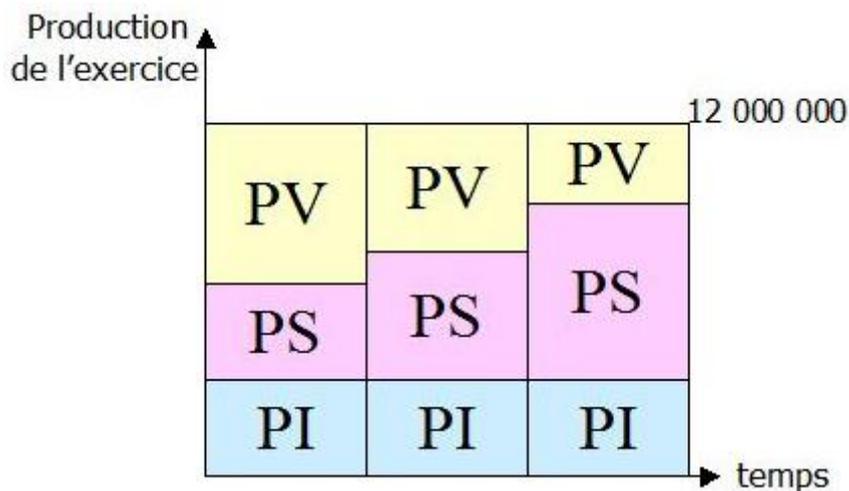
Les taux de marge et de marque sont constants dans le temps puisqu'on intègre les variations de stocks.

#Les entreprises industrielles

\* **Production de l'exercice** = somme des 3 catégories de production de l'entreprise = production **vendue** + production **immobilisée** + production **stockée**

La production de l'exercice permet d'expliquer le volume de charges que l'on trouve dans l'exercice.

Une société a sur 3 ans 12 000 000 de production de l'exercice stable ; on ne peut pas savoir si elle a *maintenu son niveau de production* et qu'en réalité la production vendue est en baisse alors il augmente les stocks. Mais la production stockée va se répercuter au Bilan.



La production de l'exercice n'est pas un indicateur très utile, le CA est plus parlant.

**-Consommations en provenance des tiers** = tout ce qui vient de l'extérieur = eau, gaz, électricité, achat de matières, etc.

\* **VA** = la création de valeur = Marge commerciale ou Production de l'exercice – consommations en provenance des tiers

Si on place 1000 sur un livret, et qu'on a 1020 au bout d'un an, on a pas de création de valeur !

Notre salaire n'est pas non plus une création de valeur, c'est une rémunération.

De par leur structure, les sociétés ont le droit d'acheter 100 et de vendre 120 : la création de valeur est la valeur que l'on apporte à la matière, une fois rémunérés les coûts extérieurs, de par notre activité.

Ex : faire une tour Eiffel avec des allumettes

Si VA négative, l'entreprise est-elle viable ? oui, mais seulement pour les entreprises qui font de la transformation financière ! En général, c'est très mauvais signe.

Ex :

Une société	HT	TVA	TTC
Vend	300	-58.8	358.8
Achète	100	+19.6	119.6

Elle paie  $-58.8 + 19.6 = 39.2$  aux impôts

Or la VA =  $300 - 100 = 200$  → la TVA ne porte bien que sur la valeur ajoutée !

PIB = somme des VA et le PIB est calculé à partir de la TVA, connaissant le taux.

Quand on dit « la France est en croissance négative de 1% », cela veut juste dire qu'on crée moins de valeur que l'année d'avant. Mais c'est très lourd de conséquences pour l'Etat car il touche moins de TVA qui est la recette la plus importante pour l'Etat.

On ne regarde pas trop la VA car c'est un indicateur partiel : on cherche des indicateurs plus généraux entant que banquier.

! au niveau de la VA, on a pas encore éliminé le facteur travail → indicateur biaisé ?

On regarde alors :

\* **EBE** = VA – charges de personnels – impôts, taxes et versements assimilés (tout sauf l'IS : cartes grises, timbres, taxes professionnelles...)

! La TVA n'apparaît pas dans le compte de résultat, elle ne touche que le bilan → le CA est HT dans le compte de résultat.

Les charges de personnels représentent 60% de la VA dans le secteur industriel français (tendance à la baisse)

Si on a une société qui est à 80%, soit la VA est faible (société pas assez créatrice de valeur), soit les charges de personnels sont fortes.

L'EBE est le dernier SIG qui prend en compte que des flux réels de trésorerie.

**EBE = la trésorerie potentielle dégagée par le système d'exploitation.**

Le système d'exploitation génère « EBE » en cash.

Ratio : **EBE / CA** (tous les ratios sur CA s'appellent « marge »)

Taux de marge sur EBE : **EBE / actifs économiques** = rentabilité économique

Ex : le système d'exploitation génère 16% de trésorerie potentielle.

EBE = dernier indicateur de trésorerie

### \* **Le Résultat d'exploitation**

L'EBE rémunère le travail mais pas le capital.

On intègre les dotations aux amortissements et les dotations aux provisions.

Les DAA sont des non-flux.

Les DAP sont aussi réintégrées à la trésorerie et sont traitées alors comme de l'argent disponible. Sur certaines sociétés, il existe un risque au niveau des provisions. Les DAP nous permettent d'obtenir le REX mais il faut utiliser les DAP avec précaution.

$$r_e' = \frac{\text{REX}}{A_E} (1-t)$$

Une société détient un avantage dès lors que sa rentabilité économique est supérieure à celle du secteur (important pour l'estimation du good will).

-Le **Résultat Courant Avant Impôt**

### \* **Le Résultat Financier**

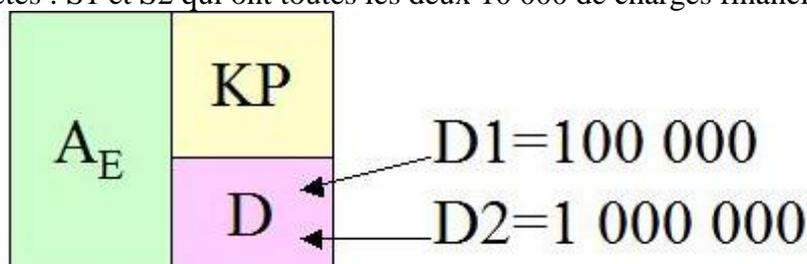
Les charges financières naissent de tous les financements : prêts MLT, financements CT

→ pour trouver un taux d'endettement moyen, prendre en compte tous les financements

$$r_D = \frac{\text{Charges financières}}{\text{Dettes}}$$

=coût de la dette

Prenons 2 sociétés : S1 et S2 qui ont toutes les deux 10 000 de charges financières



Le niveau des charges financières ne va pouvoir s'interpréter que par rapport à son support. Pour mesurer le risque de la dette, regarder les charges financières dans une analyse structurelle. Un montant en soi ne veut pas dire grand chose.

Au niveau des produits financiers, toutes les entreprises à maturité ont en général des produits financiers car ce sont des boîtes à cash qui n'ont que des investissements de renouvellement à faire.

Les entreprises qui supportent mieux la crise sont celles qui avaient de la *trésorerie* avant.  
**Secteurs cycliques** : l'automobile par exemple (dépend du modèle de voiture) => les sociétés d'automobiles ont beaucoup de cash pour gérer ces cycles.  
Quand elles ont beaucoup de cash, elles sont en haut de cycle.

### \* **Le résultat exceptionnel**

Il naît des cessions, des opérations de haut de bilan (hausse de capital, acquisitions...)

! Il faut toujours regarder les composantes du résultat exceptionnel.

Il sera toujours traité à la marge.

Regarder sa récurrence.

En général, le résultat exceptionnel est un signal positif, mais il faut aller chercher les informations dans la liasse.

-Impôt sur les bénéfices

-la participation des salariés (épargne salariale)

=Le **Résultat Net Comptable**

Meilleurs SIG : EBE, CA, REX

Pires SIG : production de l'exercice, le RNC car il est la conséquence d'une agrégation de résultats.

Les actionnaires sont cependant très intéressés par le RNC car c'est à partir de là que sont calculés les dividendes.

Le reste est réinjecté dans le capital de la société, qui appartient aussi aux actionnaires.

### **Le Crédit-bail**

Paradoxe du PCG : le crédit-bail retraité au bilan mais pas au compte de résultat.

Méthode de retraitement du crédit-bail : hypothèse = on achète le bien entièrement par endettement, et le remboursement de la dette se fait au rythme des DAA.

En réalité, on réinjecte à l'actif en valeur d'origine en emplois et ressources stables au bilan.

Le compte 612, rubrique « autres achats et charge externe », est sorti et éclaté en 2 catégories : **DAA** et **charges financières**. Et le critère de répartition dépend de l'EC => hausse VA car on enlève une charge.

=> L'EBE va augmenter autant que la VA. Le REX augmente moins car il augmente que du montant des charges financières.

Le RCAI ne bouge pas.

### **La CAF – capacité d'autofinancement**

=indicateur de référence

Son calcul vient de la comptabilité recette-dépense sans prendre en compte les délais de paiement.

La CAF est beaucoup utilisée. Mais le problème est le même que pour l'EBE => à la CAF, on va réintégrer le BFR.

Une société qui a 50 000 de CAF n'a pas 50 000 en banque → la CAF est un *flux de trésorerie* sur une année.

Une société peut avoir une CAF importante et une mauvaise trésorerie.

La CAF est un indicateur ex-post → décalage de flux

La CAF est une ressource longue et récurrente

Ratio : 50% de la CAF doit être attribué au remboursement du capital de la dette. Pour connaître la dette à moins d'un an, regarder l'annexe 8 « Etat des dettes et créances »

## Le Bilan – 3 approches :

\***Bilan – liquidité ou bilan financier** : scinder le bilan en 2 catégories : plus d'un an, moins d'un an. Cela sert à mesurer la **liquidité** et la **solvabilité** d'une entreprise.

Vaut mieux une société non solvable mais rentable qu'une société solvable et non rentable.

Les non-valeur du bilan = fonds de commerce, frais d'établissements, etc.

\***Bilan fonctionnel** : à l'arrêté des comptes, le bilan présente un état des **cycles de l'entreprise**. Les cycles de l'entreprise sont : le cycle d'**investissement**, de **financement**, d'**exploitation** (3 cycles)

On dit souvent que l'exploitation est cyclique : le cycle commence à l'achat des matières premières et se termine au règlement du client ou fournisseur (= cycle **court**) ⇔ une semaine à 2 mois (sauf BTP où on finance par tranche, aérospatiale...)

Le cycle d'investissement et de financement est un cycle **long**. Ces 2 cycles sont indissociables : c'est suicidaire de financer du long avec du court (il y a des exceptions)

\*années 80 : approche en termes de **pool de fonds** ⇔ les ressources sont composées d'éléments qui n'ont pas le même rendement.

**Dette senior** = dette garantie

**Dette mezzanine** = dette moins garantie, qui coûte plus chère

Faut-il mieux se financer par capitaux propres ou dettes ? par capitaux propres est plus risqué => coûte plus cher.

Effet massue

**Return-on-equity** = « retour sur investissement » = taux de rentabilité (ou rendement ou encore revenu) de l'investissement. Il correspond au rapport entre le résultat net après impôt et le montant des capitaux investis. On parle, dans ce dernier cas, de **rentabilité financière**, qu'on distingue de différentes autres formes de rentabilité. Il arrive également que l'expression de retour sur investissement soit interprétée dans le sens de délai de récupération des capitaux investis.

L'entreprise cherche à satisfaire ses actionnaires plutôt que d'optimiser son rendement.

**Quasi fonds-propres** : ensemble des ressources permanentes de l'entreprise possédant certaines caractéristiques des fonds propres, notamment les comptes courants d'associés et les prêts participatifs (qui ont la particularité de n'être pas spécifiquement affectés au financement d'un besoin particulier, mais ont vocation à renforcer la structure financière et la capacité d'endettement de l'entreprise)

## Le bilan fonctionnel

= Bilan présenté en regroupant les emplois et les ressources selon le cycle auxquels ils se rattachent. Dans ce cadre, le solde des emplois et ressources liés au **cycle d'investissement** donne le **fonds de roulement** défini comme l'excédent des ressources stables sur l'actif immobilisé. Le solde des emplois et ressources liés au **cycle d'exploitation** correspond au **besoin en fonds de roulement**. La différence entre ces deux soldes définit la **trésorerie de l'entreprise**.

Son interprétation ne permet pas de voir si l'entreprise est rentable.

On est plus dans une logique de structure.

Cela permet de voir si le long finance du long

Il se présente avec le crédit-bail.

On en extrait un excédent = le FRNG = le matelas de l'entreprise = il sert à financer le BFR.

Le long finance du long et une grosse partie du court.

Le FRNG ne s'analyse pas tout seul. Il n'a de sens que si on le rattache au BFR d'exploitation.

Il est préférable que le FRNG soit positif.

Le BFR d'exploitation est un indicateur important. Le BFR a mobilisé de la trésorerie. Ce BFR naît du cycle d'exploitation. C'est de l'avance de trésorerie  
FRNG positif = on a bien financé du long avec du long.

BFR positif = le montant que la société a avancé : si la société n'avait pas eu ce montant là, on l'aurait retrouvé en découvert. Le BFR a été financé, l'ensemble des ressources a été affecté à l'ensemble des emplois.

Le BFRE est la conséquence d'un cycle court.

A aucun moment de la vie d'une entreprise le BFRE revient à zéro ⇔ l'entreprise a toujours ce besoin là. Le BFRE fluctue mais reste toujours au même seuil : **la partie dure/ fixe est financée par du long, et la partie variable est financée par du court** (si on était des bons gestionnaires)

-Moyens pour une entreprise d'avoir de la trésorerie courte = l'escompte (pas l'affacturage car il y a perte de propriété)

BFRE **normatif** = en jours de chiffre d'affaires

Le FR dépend aussi de l'amortissement de la dette (à la hausse) mais aussi du résultat net (à la baisse)

! à l'effet ciseau

La **Trésorerie nette** ne se gère pas, c'est un solde résiduel, la conséquence du BFR et du FRNG.

Financer du long avec du court est-il viable ? FRNG structurellement négatif (la grande distribution, le tourisme, les pharmacies...)

Si BFR positif est un besoin long terme, lorsqu'il est négatif c'est une ressource long terme pour l'entreprise.

**TER = tableau emplois-ressources** → permet d'expliquer les stratégies de l'entreprise.

= **tableau de financement** = selon le PCG, c'est le tableau des emplois et des ressources qui explique les **variations du patrimoine** de l'entreprise au cours de la période de référence. Il permet d'appréhender l'évolution de l'équilibre financier en mettant en évidence les principales grandeurs et variables financières, notamment :

- les investissements et leur financement
- les ressources de financement interne
- l'évolution de la trésorerie

L'entreprise ne se dit pas « j'ai de l'argent, je vais investir » mais « je veux investir, je vais trouver de l'argent »

Emplois → ressources

L'investissement est une obligation pour l'entreprise en croissance.

Le TER permet d'expliquer la variation du FRNG.

Emplois	Ressources
<p>-<b>dividendes</b> : distributions mises en paiement au cours de l'exercice</p> <p>-<b>augmentation des immobilisations</b> = acquisitions d'éléments de l'actif immobilisé = immobilisations incorporelles + immobilisations corporelles + immobilisations financières</p> <p>-<b>charges à répartir</b> sur plusieurs exercices = montant brut transféré au cours de l'exercice</p> <p>-<b>diminution des capitaux propres</b></p> <p>-<b>remboursement de la dette</b> = emprunt</p>	<p>-la <b>CAF</b> (ressource interne)</p> <p>-les <b>cessions</b> ou réductions d'éléments de l'actif immobilisé</p> <p>-<b>augmentation des quasi fonds propres</b> : subventions, hausse des comptes courants, titres hybrides</p> <p>-<b>augmentation des capitaux propres</b> : augmentation de capital ou apport – le capital appelé non versé</p> <p>-<b>augmentation de la dette</b> : sauf concours bancaires courants et soldes créditeurs de</p>

remboursé au cours de l'exercice	banque, hors primes de remboursement des obligations
$\Delta$ FRNG (ressource nette)	$\Delta$ FRNG (emploi net)

-Normalement, les **charges à répartir** ont totalement disparu. Elles sont réparties sur 5 ou 10 ans, mais apparaissent uniquement l'année où l'événement survient. Et au bilan, seulement le montant net apparaît (et pas le montant brut ni l'amortissement)

-Une **réduction des capitaux propres** est génératrice de consommation de trésorerie. Elle peut venir d'un **résultat négatif** par exemple. Des capitaux propres obligent à faire une déclaration au tribunal de commerce, et cela ne peut arriver qu'un an. Sinon, la société est en liquidation judiciaire, et la banque n'est alors pas remboursée car la dette ne couvre pas la valeur de l'actif. Une baisse des capitaux propres peut aussi venir d'une **baisse du capital social** : cela arrive quand la société rachète ses propres actions avec son propre argent. Et comme l'**autocontrôle** est interdit, elle détruit ces actions achetées. C'est une stratégie pour restructurer l'actionnariat (anti-OPA), car cela permet de réduire le volume des titres, d'augmenter le prix des titres, et d'amplifier les pourcentages de contrôle => reconcentration des pouvoirs sur le noyau dur de l'actionnariat. On peut aussi adopter cette stratégie quand l'entreprise est sous-évaluée sur le marché, mais cela est coûteux pour l'entreprise.

La baisse des capitaux propres peut aussi venir d'une sortie du **capital risker**.

Une baisse des capitaux propres peut être un bon ou un mauvais signal. Si l'entreprise ne veut pas varier le dividende, ou verser un dividende exceptionnel, mais quand même rémunérer les actionnaires, elle peut racheter ses titres. Mais c'est un mauvais signal dans le sens où l'entreprise ne sait pas quoi faire de son argent, c'est-à-dire qu'elle n'a pas de projets d'investissement.

-Le **remboursement de la dette** : on parle ici du capital de la dette, les intérêts étant déjà remboursés.

-**quasi fonds-propres** = subventions, hausse des comptes courants, titres hybrides.

-En général, une hausse des capitaux propres est un bon signal car si on la voit, c'est qu'elle est réellement faite, et cela signifie que les souscripteurs croient en leur entreprise.

-Une **hausse des dettes** est un bon signal aussi car cela veut dire que les banques ont bien voulu financer.

Emplois – ressources =  $\Delta$ FRNG =  $\Delta$ BFR +  $\Delta$ TN

Quand la variation du FRNG est associée aux emplois, cela veut dire qu'on a un excédent de ressources LT ( $R > E$ ), et que la variation du FRNG est positive.

CAF -  $\Delta$ BFRE = flux de trésorerie d'exploitation

On a toutes les informations passées dans les chiffres.

## Les LBO

LBO = **leverage buy out** = technique financière d'achat d'une société avec effet de levier, par l'entremise d'une **holding** disposant de capitaux, avec recours à deux types d'endettement : la **dette senior** en emprunts bancaires classiques, et la **dette mezzanine** en obligations à bons de souscriptions, en obligations convertibles et en obligations à haut risque (type *junk bonds*)

4 leviers

→ **effet de levier financier** : accroissement de la rentabilité des capitaux propres par l'utilisation intensive de capitaux empruntés, lorsque le **coût de l'endettement** (intérêt plus commissions) est inférieur à la **rentabilité économique** (le bénéfice). Il mesure l'influence de l'endettement (dettes financières) sur la rentabilité des capitaux propres, ou rentabilité financière. Il est positif lorsque la rentabilité de l'ensemble des capitaux investis (capitaux propres + dettes financières) ou rentabilité économique, est supérieure au coût de l'endettement. Dans cette hypothèse, l'endettement accroît la **rentabilité financière**, et cet

accroissement est d'autant plus élevé que, d'une part, le **levier d'endettement** (rapport dettes financières / capitaux propres) est lui-même élevé, et, d'autre part, l'écart entre la rentabilité économique et le coût de l'endettement est important. Il est négatif dans le cas inverse et signifie alors que l'endettement dégrade la rentabilité financière. On parle alors d'**effet de massue**. Notons que si l'endettement permet d'accroître la rentabilité des capitaux propres, il accroît également la variabilité de cette rentabilité, appelée risque financier.

→ **l'intégration fiscale** : quand la société détient sa filiale à plus de 95%, elle est autorisée à intégrer fiscalement sa filiale. Régime fiscal des groupes de sociétés, applicable depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1988, permettant, sur option, à une société mère de se constituer seule redevable de l'impôt sur les sociétés (IS), à raison du résultat réalisé par l'ensemble du groupe. La définition fiscale du groupe est cependant plus restrictive qu'en droit des sociétés puisque seules les sociétés dont la société mère détient, directement ou indirectement, au moins **95%** du capital peuvent être intégrées. Ce régime, réservé aux sociétés soumises à l'IS, permet une compensation intégrale des résultats bénéficiaires et déficitaires à l'intérieur d'un groupe.

→ **levier juridique** : avec une holding, qui permet d'acheter une entreprise avec peu d'argent

→ **levier social** : restructuration de l'équipe dirigeante pour redynamiser la société

## Bilan fonctionnel

A <sub>E</sub> = emplois stables – BFRE	KP
	D nette
Hors Exploitation	

Ressources stables = KP + dettes

D nette = dette – trésorerie nette

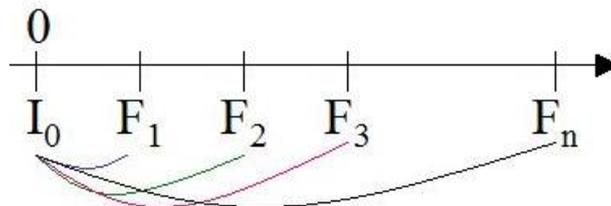
La dette est incompressible

Un actif vaut ce qu'il rapporte : pour estimer la valeur d'un actif, il faut estimer ce qu'il va rapporter.

La **VAN** est un indicateur de **création de valeur**

$$\text{Valeur Actuelle Nette} = I_0 + \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\text{FNT}_i}{(1+r)^i}$$

FNT = flux nets de trésorerie



La création de valeur est ce qu'on gagne en plus.

VAN = montant que l'on gagne en plus, une fois satisfaite la contrainte de taux.

On accepte tous les projets pour lesquels la VAN est supérieure ou égale à zéro.

Le **TIR**/TRI = rendement économique moyen du projet = indicateur moins rigoureux car c'est une moyenne.

Le projet rapporte aux **apporteurs de capitaux**, aux actionnaires (KP) ou à la banque (dette).

$$r'_e = \frac{REX(1-t)}{A_E}$$

si  $r'_e=15\%$ , et que quand on intègre le financement par dette,  $r'_e=20\%$ , càd qu'on a intégré aux FNT le remboursement des charges financières après impôt et le remboursement du capital (=remboursement de la dette) = FNT **ajustés**  
on obtient en fait la **rentabilité financière**

$$r'_f = \frac{RNC}{KP}$$

Le choix de financement peut alors profiter aux actionnaires.

Les actionnaires mettent de l'argent dans un projet qui rapporte 15%, et eux gagnent 20%.

Par exemple : un projet de 10 000€ rapporte 11 000€ soit un rendement de 10%

Si on emprunte 4 000€, au taux de 5%, on a 4 200€ à rembourser.

Et on apporte 6 000€, au taux de rendement de 13,3%, pour avoir 6 800€.

Résultat : le taux de rendement est supérieur quand on apporte 6000€ que quand on apporte les 10 000€.

Dans certains cas, plus on s'endette, plus on est riche.

$$A_E = KP + D$$

$$RNC = r'_e \times A_E - r'_D \times D$$

Le taux de la rentabilité et la coût de la dette sont calculés après impôts.

$$RNC = r'_e \times (KP + D) - r'_D \times D$$

$$RNC = r'_e \times KP + (r'_e - r'_D) \times D$$

$$\text{Or } r'_f = RNC / KP$$

$$\text{Donc } r'_f = r'_e + (r'_e - r'_D) \times D / KP$$

Si la société n'est pas endettée,  $r'_f = r'_e \Leftrightarrow$  tout revient aux actionnaires.

Si la société s'endette, les actionnaires remportent ce que rapportent les actifs, plus un terme qui est positif quand les actifs génère une rentabilité au moins égale à ce que coûte la dette.

Si les actifs rapportent 4%, et la dette coûte 6%, alors les actionnaires gagneront moins de 4%.

C'est l'**effet massue** (aujourd'hui de plus en plus courant car la rentabilité a diminué avec la crise). Mais il n'y a pas de risque de faillite, car on est dans une logique de rendement et non une logique de trésorerie, mais cela s'annonce mal !

Lorsqu'un titre ne rapporte pas ce qu'on attend, son prix diminue.

Si on passe en valeur de marché, la relation d'effet de levier est toujours vérifiée, mais l'effet est dégradé. Nous, on fait toutes notre analyse en valeur comptable. Alors que l'actionnaire est en valeur de marché, car il a acheté l'action en valeur de marché.

**MEDAF** = modèle créé au début des années 70, qui cherche à déterminer la rentabilité attendue de l'action. « si l'action cote tant, c'est que les actionnaires attendent une rentabilité de tant ». Cette théorie prend en compte l'aversion naturelle des investisseurs pour le risque (plus précisément, ils cherchent à maximiser leur profit pour un risque donné, ou à profit donné veulent minimiser le risque pris)

$$k = \text{ce qu'on attend des marchés} : k = r_s + (r_m - r_s)$$

$$r_s = \text{taux dans risque (taux du livret A)}$$

$$r_m = \text{ce que rapporte le marché (moyenne de l'indice)}$$

$$r_m - r_s = \text{prime de risque}$$

Mais nous on achète des valeurs qui évoluent différemment selon l'indice.

$$k_i = r_s + \beta_i (E(\hat{r}_m) - r_s)$$

$\beta_i$  = indicateur du risque du titre i (en moyenne)

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(r_m, r_i)}{\sigma_{rm}^2}$$

si  $\beta_i = 1$ , alors le titre est **neutre**  $\Leftrightarrow$  en moyenne, le titre fait comme le marché

si  $\beta_i < 1$ , alors le titre est **défensif**, il fait moins bien que le marché

si  $\beta_i > 1$ , alors le titre est **offensif**, il fait mieux que le marché

si  $\beta_i < 0$ , alors le titre fonctionne à l'envers du marché = **valeur refuge** (ex : l'or)

$r_f = k$  en valeur de marché = RNC/KP

Le **théorème de Modigliani-Miller** est un des théorèmes fondamentaux de la finance d'entreprise moderne. Il affirme que, dans un monde sans taxes, exonéré de coûts de transaction et sous l'hypothèse de l'efficacité des marchés, la valeur de l'**actif économique** n'est pas affectée par le choix d'une structure de financement. Modigliani et Miller remportèrent le **Prix Nobel d'économie** respectivement en 1985 et en 1990, en particulier pour cette contribution à la théorie financière.

Théorie de la pizza : La crise des crédits subprime montre que les intervenants ont oublié la théorie de la pizza : coupée en deux, quatre ou huit, le nombre de portions ne change pas la taille de la pizza. De même, le tranching des fonds de titrisation en equity, mezzanine et dette senior n'en a pas changé le risque, ni la valeur...