Christophe Thibierge

6e ÉDITION

Analyse financière

Synthétique et opérationnel

- Un apprentissage progressif
- Un cas entièrement corrigé
- Un glossaire, un index

Vuibert

Sommaire

Introduction 1
Chapitre 1. Les documents financiers et leur lecture 5
Chapitre 2. Méthodologies et outils d'analyse financière 57
Chapitre 3. L'analyse des flux de trésorerie 93
Chapitre 4. Démarche d'une analyse financière 109
Chapitre 5. L'analyse des comptes consolidés 117
Conclusion 131
Étude de cas corrigée 133
Glossaire 149
Index 159
Table des matières 161

Chapitre 2

Méthodologies et outils d'analyse financière

Maintenant que nous avons détaillé la structure du compte de résultat et du bilan et que nous en avons dégagé les indicateurs fondamentaux, nous pouvons nous lancer dans l'analyse proprement dite. Pour cela, les analystes calculent des ratios, que nous allons détailler.

I. Introduction aux ratios

Un ratio consiste à rapporter (diviser) un indicateur à (par) un autre, par exemple :

$$\frac{\text{Valeur ajoutée}}{\text{Chiffre d'affaires}} \quad \text{ou} \quad \frac{\text{Dettes financières}}{\text{Passif}}$$

Les ratios permettent ainsi d'opérer des comparaisons, soit entre sociétés de différentes tailles et/ou différentes activités, soit de comparer plusieurs années pour une même société. La plupart du temps, ces ratios ont un sens économique :

$$\frac{\text{Valeur ajoutée}}{\text{Chiffre d'affaires}} \rightarrow \text{Taux de valeur ajoutée}$$

$$\frac{\text{Dettes financières}}{\text{Passif}} \rightarrow \text{Taux d'endettement}$$

Ainsi, l'analyste créatif, qui souhaite inventer de nouveaux ratios, devra toujours être attentif à l'homogénéité des indicateurs : par exemple, rapporter un résultat après amortissement à un actif brut (avant amortissement et provisions) n'est pas homogène.

Un aparté sur les normes

Les ratios présentés seront systématiquement accompagnés d'une colonne extrêmement dangereuse : la « norme ». Appliquer aveuglément cette norme conduira à quantité de catastrophes ou de mauvaises interprétations. D'où viennent ces normes prudentielles ? Elles peuvent venir soit d'une pratique (par exemple des recommandations des banquiers), soit de statistiques sur l'économie en général. Rappelons quelques idées simples :
– quand on est analyste débutant, on se sent plus rassuré si l'on peut situer un ratio par rapport à des chiffres de référence ;
– ces chiffres de référence doivent orienter le diagnostic et non pas s'y substituer. *Une analyse ne consiste pas à comparer des ratios à des normes, mais à mettre les ratios en relation* **entre eux** ;
– juger une entreprise par rapport à une moyenne, c'est décréter que toutes les entreprises doivent être moyennes, sans originalité dans leur positionnement ou dans leurs choix.

Nous allons maintenant détailler les ratios financiers les plus couramment utilisés[1].

II. Les ratios du bilan

Dans la figure 17, nous représentons les différents types de ratios qui portent sur le bilan. Nous allons voir successivement les ratios de structure et d'endettement, les ratios de liquidité et enfin les ratios de politique comptable.

1. Sauf indication contraire, tous les ratios des pages suivantes sont fondés sur des valeurs nettes au bilan, c'est-à-dire après amortissements et provisions.

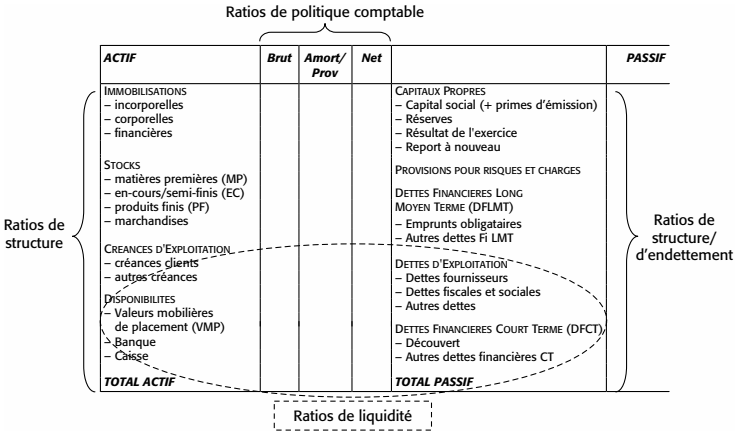

Figure 17. Les différents types de ratios au bilan

A. Les ratios de structure

Ratio	Nom	Interprétation	Norme
$\frac{\text{Immos corporelles et incorp.}}{\text{Actif total}}$	Part de l'actif immobilisé	Indique l'intensité capitalistique du métier (industrie lourde, services…)	> 30 % = capitalistique
$\frac{\text{Dettes financières}}{\text{Passif}}$	Taux d'endettement	Part des dettes dans les ressources totales de l'entreprise	> 60 % = élevé
$\frac{\text{Dettes financières}}{\text{Capitaux propres}}$	Levier	Rapport entre les apports extérieurs stables et les apports internes	> 1 = élevé
$\frac{\text{Dettes financières CT}}{\text{Dettes financières totales}}$	Répartition de la dette	Part des dettes financières qui est à court terme (donc instable)	> 40 % = élevé

Tableau 4. Ratios de structure

Les ratios de structure servent à caractériser l'importance des différents postes dans le total du bilan. Nous ne présentons ici que quelques ratios, mais la pratique courante consiste à exprimer les postes de l'actif en pourcentage du total de l'actif et à faire de même pour le passif. On peut aussi détailler les ratios : par exemple, le premier ratio donne la part de l'actif *industriel* immobilisé, car la formule n'inclut pas les immobilisations

financières. On peut parfaitement imaginer un autre ratio prenant en compte toutes les immobilisations, ou encore un ratio ne retenant que les immobilisations financières. Le maître mot est d'adapter son analyse (et les ratios) aux spécificités de l'entreprise étudiée.

B. Les ratios de liquidité

Ratio	Nom	Interprétation	Norme
$\frac{\text{Disponibilités (dont VMP)}}{\text{Dettes financières CT}}$	Liquidité immédiate	A-t-on assez de disponibilités pour rembourser les dettes financières CT ?	> 1 = OK
$\frac{\text{Créances clients + Dispo.}}{\text{Dettes expl. + Dettes financ. CT}}$	Liquidité courante	A-t-on assez d'actifs circulants (hors stocks) pour rembourser les dettes court terme ?	> 1 = OK
$\frac{\text{Stocks + Clients + Dispo.}}{\text{Fourn. + Dettes financ. CT}}$	Liquidité générale	A-t-on assez d'actifs circulants (avec stocks) pour rembourser les dettes court terme ?	> 1 = OK

Tableau 5. Ratios de liquidité

Les ratios de liquidité obéissent à la logique suivante : vérifier que l'on dispose de suffisamment d'actifs à court terme pour assurer le paiement des dettes à court terme (dans le cas contraire, on parle d'illiquidité). Dans une optique restrictive, on parle de **liquidité immédiate** et l'on considère que les disponibilités présentes à l'actif doivent pouvoir permettre de couvrir les dettes financières à court terme. Ainsi, si le banquier demande le remboursement immédiat des crédits à court terme, la société pourra honorer ses dettes et ne risquera pas de se retrouver en situation de cessation de paiement. Dans une optique plus élargie, on parle de **liquidité courante** : en comparant, d'une part, les sorties d'argent prévues à court terme, c'est-à-dire le remboursement des dettes financières court terme et le paiement des dettes d'exploitation aux fournisseurs, au personnel et à l'État et, d'autre part, l'argent disponible (les disponibilités) ainsi que les rentrées d'argent prévues (des créances clients qui vont être réglées). Enfin, on peut élargir ce calcul aux stocks, et l'on obtient alors la **liquidité générale**. Ce dernier indicateur suppose que les stocks sont correctement valorisés et pourront être vendus, ce qui peut conduire à une raisonnable méfiance quand on l'applique.

Nous avons quelques commentaires à faire sur ces ratios. D'abord, il faut noter que le ratio de liquidité immédiate n'est jamais qu'une reformulation de l'indicateur de trésorerie nette : plutôt que de réaliser la différence

entre les disponibilités et les dettes financières court terme (comme c'est le cas pour le calcul de la trésorerie nette), on rapporte ces deux postes l'un à l'autre à l'aide d'un ratio (la liquidité immédiate). Cela signifie qu'une société qui a une trésorerie positive aura *de facto* une liquidité immédiate supérieure à 1, et réciproquement. Enfin, et c'est le point le plus important, l'analyste devra prêter attention au fait que ces ratios sont calculés sur des valeurs du bilan, c'est-à-dire pour un jour particulier, qui est celui de la clôture des comptes. Une liquidité immédiate supérieure à 1 ne signifie pas que la société dispose, sur toute l'année, de cette même facilité. Il faut veiller au danger d'une application aveugle de ces règles : l'objectif n'est pas qu'une société puisse à tout moment rembourser immédiatement ses dettes financières court terme, sinon, on voit mal l'intérêt de s'endetter…

C. Les ratios de politique comptable

Ratio	Nom	Interprétation	Norme
$1 - \frac{\text{Immos corporelles nettes}}{\text{Immos corporelles brutes}}$	Taux d'amortissement des immobilisations corporelles	Indique à combien (en %) les immobilisations sont amorties (= à combien de leur durée de vie)	Norme de bon sens = 50 %
$1 - \frac{\text{Stocks nets}}{\text{Stocks bruts}}$	Taux de provisionnement des stocks	Indique la partie des stocks qui a été dépréciée	> 5 % : mauvais ; dépend du taux de marge
$1 - \frac{\text{Créances clients nettes}}{\text{Créances clients brutes}}$	Taux de provisionnement des créances clients	Indique la proportion de clients douteux (susceptibles de ne jamais payer)	> 5 % : mauvais ; dépend du taux de marge

Tableau 6. Ratios de politique comptable

Les ratios de politique comptable portent un nom un peu polémique. En effet, dès que l'on parle de politique comptable, on sous-entend une possibilité de manipulation ou au moins une possibilité de faire des choix. Pour être un peu plus politiquement correct, on devrait parler de ratios qui traduisent le lien entre le respect des normes comptables et la mesure de la performance économique.

Le premier ratio rapporte les immobilisations après amortissement aux immobilisations avant amortissement : un fort taux d'amortissement des immobilisations indiquera donc soit un vieillissement du parc

productif de la société, soit un choix comptable d'accélération de la dépréciation des actifs immobilisés. Comme nous l'avons déjà dit sur l'analyse des ratios, l'analyste surveillera non seulement le niveau du ratio, mais aussi son évolution.

Les deux ratios suivants concernent la politique de provisions sur les actifs circulants. Un pourcentage élevé de créances douteuses, matérialisé par un taux de provisionnement des créances important, signifiera un risque de non-paiement, avec les conséquences que l'on imagine sur la trésorerie de l'entreprise. De la même manière, des stocks fortement dépréciés par provisions pourront indiquer la présence de déchets ou de « rossignols » impossibles à vendre. À ce niveau d'analyse, il faudra être prudent : autant la présence de provisions élevées indique un risque d'exploitation, autant l'absence de provision ne signifie pas une absence de risque. Certaines sociétés peuvent avoir des stocks dépréciés et ne pas passer toutes les provisions requises, ce qui aboutit à un bilan trompeur. Enfin, encore une fois, la « norme » est donnée à titre purement indicatif…

III. Les ratios de marge

Calculer un ratio de marge consiste à rapporter un indicateur de résultat à un indicateur global du compte de résultat, le plus souvent les ventes. Il faudra veiller à ne pas confondre les notions de marge et de rentabilité : une marge exprime un résultat par rapport aux ventes, alors qu'une rentabilité compare un résultat par rapport à l'investissement engagé. Pour prendre un exemple, Christian Dior (ou Bouygues) réalise une forte marge sur ses produits, mais cela nécessite de gros investissements : la rentabilité ne sera pas forcément exceptionnelle.

Formule	Nom	Interprétation	Norme
$\frac{VA}{CA}$	Taux de valeur ajoutée	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge après paiement des charges externes ?	> 40 % = forte < 20 % = faible
$\frac{EBE}{CA}$	Taux de marge d'EBE	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge après paiement des charges externes et des salaires ?	Dépend du secteur
$\frac{\text{Résultat d'exploitation}}{CA}$	Taux de marge d'exploitation	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge après tous les coûts de production ? (charges externes, salaires, amortissements...)	Dépend du secteur
$\frac{\text{Résultat net}}{CA}$	Taux de marge nette	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge finale après tous les coûts ?	Dépend du secteur et de la structure financière

Tableau 7. Ratios de marge (présentation française)

Par ailleurs, étant donné que la présentation aux normes IFRS utilise d'autres indicateurs, nous donnons dans le tableau 8 les indicateurs de marge correspondants.

Formule	Nom	Interprétation	Norme
$\frac{\text{Marge brute}}{\text{CA}}$	Taux de marge brute	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge après paiement des coûts directs ?	> 45 % = forte < 20 % = faible
$\frac{\text{EBITDA}}{\text{CA}}$	Taux d'EBITDA	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge après paiement des coûts directs et indirects, et avant amortissement ?	Dépend du secteur
$\frac{\text{EBIT}}{\text{CA}}$ ou $\frac{\text{Résultat opérationnel}}{\text{CA}}$	Taux d'EBIT ou Taux de marge opérationnelle	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge après tous les coûts opérationnels ? (y compris les amortissements...)	Dépend du secteur
$\frac{\text{Résultat net}}{\text{CA}}$	Taux de marge nette	Pour 1 € de ventes, combien réalise-t-on de marge finale après tous les coûts ?	Dépend du secteur et de la structure financière

Tableau 8. Ratios de marge (présentation IFRS)

IV. Les ratios de rotation et de délais

Il est évidemment très utile de regarder l'évolution dans le temps des délais de paiement des sociétés. Avec notre discussion sur le BFR, nous savons désormais qu'une société peut faire faillite tout en étant par ailleurs rentable : il suffit que les clients paient de plus en tard, créant ainsi une crise de trésorerie qui conduit à la cessation de paiement. Les ratios de délais essaient d'apprécier les délais de paiement ou d'écoulement, en les exprimant en jours. Expliquons la logique d'un de ces ratios.

Ratio	Nom	Interprétation	Norme
$\frac{\text{Créances clients}}{\text{CA TTC}} \times 365$	Délai de paiement des clients	Les clients paient en moyenne à … jours	0-45 j ?
$\frac{\text{Dettes fournisseurs}}{\text{Achats et charges externes TTC}} \times 365$	Délai de paiement aux fournisseurs	Les fournisseurs sont payés en moyenne à … jours	0-45 j ?

Tableau 9. Ratios de rotation et de délais

Ratio	Nom	Interprétation	Norme
$\frac{\text{Stocks}}{\text{Coût de production HT}} \times 365$	Délai de rotation des stocks	Les stocks sont consommés en moyenne en … jours	Durée du cycle de production
$\frac{\text{BFR}}{\text{CA}} \times 365$	BFR en j. de CA	L'investissement en BFR représente … jours de ventes	?
$\frac{\text{CA}}{\text{Actif}}$	Rotation de l'actif	Pour 1 € d'actif, combien réalise-t-on d'euros de ventes ?	À comparer à une valeur sectorielle

Tableau 9. Ratios de rotation et de délais *(suite)*

A. Le délai de paiement des clients

Imaginons par exemple que l'on ait une créance clients de 10 millions d'euros et un chiffre d'affaires annuel de 70 millions d'euros. En rapportant la créance client au chiffre d'affaires annuel, on obtient que cette créance clients représente 14,28 % de ce chiffre d'affaires. Cela signifie que sur 70 millions de chiffre d'affaires qui ont été facturés sur l'année, 10 millions, soit 14, 28 %, n'ont pas encore été payés par les clients. On peut exprimer ce délai en pourcentage du chiffre d'affaires annuel ou en jours. Pour ce dernier cas, il suffit de multiplier 14,28 % par 365. On obtient le chiffre de 52 jours de chiffre d'affaires. Comme il s'agit probablement des 52 derniers jours de ventes facturées, on en déduit que les clients payent en moyenne à 52 jours.

B. Le délai de paiement aux fournisseurs et la rotation des stocks

La même logique s'applique pour les ratios de délais de paiement des fournisseurs et de délais d'écoulement des stocks. Toutefois, il faudra faire attention à l'homogénéité des ratios. En effet, il est logique de rapporter les créances clients au chiffre d'affaires facturé ; de la même manière, on rapportera les dettes fournisseurs aux achats de matières et de services externes et les stocks à leur coût de production. De même, on constatera que les créances clients sont rapportées aux ventes toutes taxes comprises, alors que les stocks, étant valorisés en HT au bilan, sont rapportés au coût de production hors taxes.

Comme on s'en doute, ces trois délais sont des indicateurs très importants de la gestion financière de l'entreprise, parce qu'ils ont un impact direct sur la trésorerie disponible. Tout allongement du délai de paiement

des clients indique une dérive, éventuellement un geste commercial, mais aboutit inéluctablement à des rentrées d'argent retardées ; de la même manière, un allongement du délai d'écoulement des stocks signifie une durée plus longue d'immobilisation de l'argent au sein de l'entreprise. Il appartient alors à l'analyste d'identifier les causes de cet allongement des stocks : mévente, mauvaise gestion des stocks d'en-cours, mauvaise anticipation de la demande future, évolution du cycle de production…

Comme on peut finalement le constater, il n'y a pas de norme absolue concernant ces trois ratios : ceux-ci dépendront des délais normalement consentis dans un secteur donné. Il faudra toutefois se souvenir que ces ratios de délais représentent en fait des entrées différées en trésorerie. Cela signifie, en termes financiers, qu'un allongement du délai de paiement des clients représente un manque à gagner, soit en placements de trésorerie, soit en économie de frais de découvert. Ainsi, le fait de proposer une ristourne à ses clients en échange d'un paiement plus rapide est un acte de bonne gestion financière si le montant de la ristourne consentie est inférieur à l'économie de frais de découvert résultant du paiement plus rapide.

C. La décomposition du BFR en jours de CA

Nous retrouvons ici, dans les ratios de délais, l'indicateur du besoin en fonds de roulement. Nous nous souvenons que cet indicateur représente les avances monétaires dans les frais de production et qu'il est corrélé aux ventes. Le calcul de ce ratio présente un premier intérêt : si le BFR est effectivement corrélé aux ventes, alors le ratio BFR/ventes (le tout exprimé en jours) devrait rester stable au fil des années. Toute augmentation de ce ratio signifiera en fait une dégradation du BFR par rapport aux ventes, aboutissant probablement à des problèmes de trésorerie. Mais cet indicateur présente une autre utilité : il peut être décomposé en trois ratios de délais. On se souvient que le BFR = stocks + créances clients – dettes d'exploitation. En divisant l'ensemble de l'équation par les ventes et en multipliant par 365, on obtient l'équation suivante.

$$\frac{\text{BFR}}{\text{CA}} \times 365 = \left(\frac{\text{Stocks}}{\text{CA}} \times 365\right) + \left(\frac{\text{Créances clients}}{\text{CA}} \times 365\right) - \left(\frac{\text{Dettes d'exploit.}}{\text{CA}} \times 365\right)$$

L'avantage de cette décomposition est que, désormais, on peut expliquer les évolutions du BFR par les évolutions, respectivement, du délai d'écoulement des stocks, du délai de paiement des clients et des délais de paiement aux fournisseurs. Certes, il faudra être attentif : ces trois

indicateurs ne correspondent pas exactement aux indicateurs de délais que nous avons vus précédemment, car ils sont tous rapportés directement aux ventes. En d'autres termes, un stock qui représente 15 jours de *ventes* ne signifie pas que les stocks sont écoulés en 15 jours. Néanmoins, c'est cette simplification qui permet de décomposer le BFR. La décomposition permettra d'identifier les postes responsables de l'évolution du BFR, postes pour lesquels l'analyste calculera les vrais délais d'écoulement[1].

D. La rotation d'actif

Le dernier ratio présenté ici n'est pas exactement un ratio de délai, même s'il en a les caractéristiques. Quand on regarde ce ratio, on se rend compte qu'il répond à la question suivante : « Pour 1 € d'investissement dans l'actif, combien ma société réalise-t-elle de ventes annuelles ? » Le ratio de rotation de l'actif appelle trois commentaires. Premièrement, c'est un indicateur du dynamisme commercial et industriel de la société. Une société dont la rotation d'actif s'améliore est une société qui utilise de plus en plus efficacement ses investissements. Deuxièmement, la rotation de l'actif est un indicateur très sectoriel : il est évident que, suivant la nature des capitaux engagés, on n'obtiendra pas les mêmes valeurs dans un secteur de services, qui nécessite peu d'actif, ou dans la sidérurgie lourde. Troisièmement, nous verrons que la rotation d'actif est un des facteurs explicatifs de la rentabilité. Sans anticiper sur l'explication, soulignons qu'une société qui vend de forts volumes est une société dont les actifs « tournent » rapidement, ce qui est garant du renouvellement régulier de l'exploitation et, finalement, de la rentabilité des actifs investis.

V. Les ratios de rentabilité

A. Qu'est-ce que la rentabilité ?

Calculer une rentabilité, c'est calculer le rapport entre un investissement initial (une mise de fonds) et le résultat effectivement dégagé par cet investissement. Il y a plusieurs types d'investissements, qui dégagent donc des résultats de types différents. Investir dans des actions procure

1. À la fin du chapitre 1, nous avons présenté la notion de BFR hors exploitation. Le lecteur pourra appliquer les mêmes ratios de délais (en jours de ventes) à ce BFR hors exploitation, même si, par nature, le BFR hors exploitation est rarement corrélé aux ventes.

par exemple des dividendes et une plus-value lors de la revente ; investir dans une machine permet de générer des revenus (nets des coûts de production) sur toute la durée de vie de cet actif.

Formule	Nom	Interprétation	Norme
$\frac{\text{Résultat d'exploitation (ou EBIT)}}{\text{Actif total}}$	Rentabilité de l'actif	Pour 1 € investi dans l'actif, combien l'exploitation dégage-t-elle comme résultat annuel ?	À comparer à l'exigence de rentabilité des actionnaires, ou à une valeur sectorielle, ou au coût de la dette.
$\frac{\text{Résultat d'exploitation (ou EBIT)}}{\text{Capitaux engagés}}$	Rentabilité économique nette (ou ROCE)	Pour 1 € investi dans les capitaux engagés (immobilisations et BFR), combien l'exploitation dégage-t-elle comme résultat annuel ?	
$\frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$	Rentabilité financière (ou ROE) ou rentabilité pour l'actionnaire	Pour 1 € investi par l'actionnaire dans la société, quel est le résultat annuel dégagé ?	À comparer à l'exigence de rentabilité des actionnaires ou aux taux de placement sur les marchés.

Tableau 10. Les principaux ratios de rentabilité.

En termes de ratios de rentabilité, nous distinguons grossièrement deux types de ratios : d'une part, les ratios de rentabilité économique (2 premiers ratios du tableau 10), d'autre part, la rentabilité financière (3e ratio du tableau 10). Les ratios de rentabilité économique sont calculés hors frais financiers, c'est-à-dire sans aucune référence au niveau d'endettement de la société. Par ailleurs, dans notre exemple, ils sont calculés avant impôt. En outre, la rentabilité financière, ou rentabilité pour l'actionnaire, est elle-même calculée après frais financiers (elle dépend donc du niveau d'endettement de la société), et après impôt sur les sociétés. Ces deux types de ratios ne sont donc pas directement comparables. Nous verrons cependant qu'une relation fondamentale établit une liaison entre la rentabilité économique et la rentabilité financière : il s'agit de la formule de l'**effet de levier**.

La notion de rentabilité est fondamentale en finance. À tout moment, un gestionnaire financier doit pouvoir déterminer la rentabilité de ses investissements et juger de la pertinence de ses choix. On sait aussi qu'il existe un couple risque-rentabilité, qui établit qu'un actif risqué doit procurer une rentabilité élevée et que les actifs peu risqués génèrent des rentabilités faibles. Cette relation est toujours vérifiée et dans les rares cas où

un actif présente des caractéristiques attrayantes, des opérations rapides d'arbitrage « ramènent » cet actif sur la droite du couple risque-rentabilité. Nous allons successivement détailler la rentabilité économique, puis la rentabilité financière par le biais de la formule de l'effet de levier.

B. La rentabilité économique : détail technique

Il existe plusieurs formules de la rentabilité économique. On parle successivement de rentabilité de l'actif, de rentabilité des capitaux engagés *(Return On Capital Employed – ROCE)* ou de retour sur investissement *(Return On Investment – ROI).* Plutôt que de nous faire l'exégète de différents textes, nous préférons détailler la logique de cet indicateur de rentabilité économique. Avant tout, cette rentabilité a été conçue pour être indépendante du mode de financement de l'entreprise. En d'autres termes, deux entreprises ayant exactement le même métier, l'une très endettée et l'autre financée uniquement par capitaux propres, devraient malgré tout avoir la même rentabilité économique. On voit ici que l'objectif de la rentabilité économique est de mesurer la performance industrielle et commerciale, c'est-à-dire la rentabilité du métier d'une entreprise donnée.

B.1. On part de l'actif comptable…

La formule la plus simple consiste à calculer la **rentabilité de l'actif** : on considère le total de l'actif comptable comme l'ensemble des investissements réalisés et le résultat d'exploitation comme le fruit de ces investissements. Le ratio obtenu est grossier, comptable, mais il est simple (c'est peut-être pour cette raison qu'il est utilisé par les Américains)[1]. On peut néanmoins se rendre compte que le total de l'actif ne représente pas exactement l'ensemble des investissements d'exploitation de l'entreprise. En effet, lors de notre discussion sur la présentation du bilan en termes de capitaux engagés et lors de la présentation du concept de besoin en fonds de roulement, nous avons montré qu'il existe une version plus dynamique, plus précise, des investissements d'exploitation réalisés par l'entreprise. Si, au lieu de l'actif comptable, on retient ces investissements, c'est-à-dire les immobilisations plus le BFR, on aboutit à un nouveau ratio.

1. Ce ratio peut être calculé en brut, c'est-à-dire avant amortissements et provisions, ou en net (après amortissements et provisions). *Cf.* tableau 11.

Étude de cas corrigée

SkiVaPa SA

Vous devez faire l'analyse de la société SkiVaPa, qui a clôturé ses comptes 2016. La société SkiVaPa réalise des fixations de sécurité (skis et snowboards) ainsi que des pièces mécaniques pour l'industrie des remonte-pentes dans les stations de ski. Cette société a connu une expansion à l'international, en zone euro et hors de la zone euro (Russie, États-Unis, Pérou…), ce qui lui a assuré une forte croissance.

Le dirigeant de la société souhaiterait la vendre, mais ce n'est pas urgent. Pour l'instant, il souhaiterait qu'en plus d'une analyse financière détaillée, vous lui donniez des éléments sur la génération de liquidités (cash-flows) de sa société.

N.B. Les comptes sont présentés au format IFRS (chiffres en milliers d'euros).

BILAN				
Actif	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Immobilisations corporelles et incorporelles brutes	75,7	97,1	131,8	149,3
– Amortissements et provisions	32,9	38,9	47,5	51,4
Immobilisations corporelles et incorporelles nettes	42,8	58,3	84,3	97,9
Immobilisations financières	3,3	3,3	3,3	3,3
Immobilisations nettes	46,1	61,6	87,6	101,2
Stocks bruts	16,1	21,6	30,9	35,5
– Provisions	0,7	1,0	1,8	2,3
Stocks nets	15,5	20,6	29,1	33,3
Créances clients brutes	53,0	92,2	179,1	234,9
– Provisions	3,6	7,4	17,5	24,8
Créances clients nettes	49,4	84,8	161,6	210,1
Disponibilités	1,6	1,7	1,9	2,0
TOTAL ACTIF NET	**112,6**	**168,7**	**280,1**	**346,5**
TOTAL ACTIF BRUT	**149,7**	**215,9**	**347,0**	**425,0**

Passif	2013	2014	2015	2016
Capitaux propres	42,6	44,1	84,3	97,9
Capital social	20,0	20,0	20,0	20,0
Résultat de l'exercice	1,5	4,3	4,1	11,2
Réserves	21,1	19,8	60,1	66,7
Dettes financières long terme	32,8	58,4	30,9	35,5
Dettes d'exploitation	26,0	36,8	56,1	66,1
Dettes financières court terme	11,1	29,3	108,8	147,0
TOTAL PASSIF	**112,6**	**168,7**	**280,1**	**346,5**
COMPTE DE RÉSULTAT	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Chiffre d'affaires	151,6	179,0	219,0	236,7
– Coût des ventes	–101,6	–116,7	–137,7	–146,7
Marge brute	50,1	62,3	81,3	90,1
– Frais administratifs et commerciaux	–38,8	–39,9	–41,4	–42,2
EBITDA – Amortissements – Provisions	11,3 –4,4 –1,9	22,4 –6,0 –4,2	39,9 -8,7 –10,9	47,8 –3,9 –7,8
Résultat opérationnel – Frais financiers + Produits financiers	5,0 –2,8 0,2	12,3 –6,2 0,2	20,3 –14,1 0,2	36,2 –19,4 0,2
Résultat avant impôt	2,4	6,2	6,4	16,9
Résultat extraordinaire – Impôt sur les sociétés	**–0,1** –0,8	**0,2** –2,1	**–0,2** –2,1	**–0,1** –5,6
Résultat net	1,5	4,3	4,1	11,2

Société SkiVaPa – Analyse financière

Introduction

D'après les informations dont on dispose, on s'attend à observer les caractéristiques suivantes pour la société SkiVaPa :

– métier industriel, donc investissements importants ;
– cycle de production court, donc stocks limités ;
– proportion importante de coûts fixes ;
– saisonnalité forte (qui risque de ne pas être très visible, les comptes étant publiés une fois par an, toujours à la même date).

Les critères qui semblent importants pour juger du métier seront :
- les marges ;
- la rotation des actifs ;
- la gestion des stocks ;
- la rentabilité économique (ROCE).

I. Analyse de la croissance, des investissements, des financements

a. La croissance

	2014	2015	2016
Croissance des ventes	+18,1 %	+22,3 %	+8,1 %
Croissance de l'actif (net)	+49,9 %	+66,1 %	+23,7 %
Croissance des immobilisations brutes	+28,3 %	+35,7 %	+13,3 %
Croissance des immobilisations nettes	+33,6 %	+42,2 %	+15,6 %

Le chiffre d'affaires est en croissance forte. Le développement régulier des sports d'hiver et l'engouement pour les stations de ski expliquent probablement cette croissance. La dernière année se caractérise en revanche par un ralentissement de la croissance. Les explications sont peut-être climatiques (moindre enneigement des stations de ski) ou conjoncturelles (réduction des dépenses de tourisme, récession éventuelle). Il serait important pour l'analyste de juger si cette évolution est ponctuelle ou structurelle. En effet, la question importante est de pouvoir estimer le niveau des ventes l'année suivante, et à plus long terme.

En comparant les chiffres de croissance, on constate que la croissance de l'actif est bien supérieure à celle des ventes, ce qui est plutôt mauvais : en terme de rotation d'actif (indicateur que nous calculerons ci-après), l'actif s'alourdit par rapport aux ventes, ce qui indique un plus grand besoin de capitaux, et une moindre efficience commerciale. Nous y reviendrons en détail.

On constate enfin que la croissance de l'actif est due pour partie à la croissance des immobilisations (qui augmentent plus vite que les ventes), mais pas seulement. En d'autres termes, cette société investit régulièrement et fortement sur les dernières années, mais d'autres éléments de l'actif (stocks ? créances clients ?) font augmenter la taille de l'actif. Cette évolution, qui reste à expliquer, est *a priori* mauvaise : les ventes ne suivent pas la croissance des investissements. Il reste à espérer que les marges ont été améliorées.

Analyse financière

6e ÉDITION

Une boîte à outils de définitions, de méthodes d'analyse et d'exemples concrets pour décrypter les documents financiers des sociétés.

Sommaire

1. Les documents financiers et leur lecture. 2. Méthodologies et outils d'analyse financière. 3. L'analyse des flux de trésorerie. 4. Démarche d'une analyse financière. 5. L'analyse des comptes consolidés.
Étude de cas corrigée. Glossaire. Index.

Public

- Étudiants en analyse financière (écoles de management, licences, masters, mastères spécialisés)
- Cadres qui suivent un MBA
- Professionnels en entreprise et représentants du personnel souhaitant comprendre les documents financiers de l'entreprise

Des ressources complémentaires sont téléchargeables sur le site www.thibierge.net, rubrique « analyse financière ».

Auteur

Christophe Thibierge est professeur de finance au groupe ESCP Europe.

Illustration de couverture : © Kenishirotie/Fotolia.com

ISBN : 978-2-311-40341-1

9 782311 403411

www.Vuibert.fr