

Introduction

Plus encore que pour d'autres thématiques de la finance, d'entreprise ou de marché, le domaine du diagnostic et de l'évaluation a besoin de références intrinsèques et d'éléments à la frontière de la discipline. C'est un domaine du management où doivent se croiser, de façon coordonnée, des procédures financières techniques, riviées à des supports méthodologiques clairs, des considérations portant sur l'image boursière rendue (perception externe) et des résultats matriciels relatifs à la qualité stratégique, voire contextuelle, des positionnements eu égard aux forces, faiblesses, opportunités et menaces (*SWOT*) : produits, relations interindustries, politique interentreprises, marchés captifs, risques d'affaire, etc. La vision proposée pour aborder les problèmes d'analyse financière et d'évaluation d'entreprise est donc « agrégative ». C'est une contribution universitaire à la formation au métier d'analyste financier qui porte sur l'entreprise une appréciation à la fois historique et prédictive. Elle est par conséquent de nature à intéresser les étudiants qui arrivent au bout de leurs études, spécialement dans le cadre d'un master finance ou d'une école de commerce. L'ouvrage cible également le professionnel du diagnostic et de l'évaluation d'entreprise, en poste dans une banque ou dans un cabinet, appelé à intervenir pour le compte de l'initiateur d'une offre publique ou au profit de la cible, en tant qu'expert indépendant, afin de porter un jugement sur le caractère équitable de l'offre.

L'objet de l'ouvrage et le profil des destinataires justifient l'importance accordée aux applications pratiques ainsi qu'aux données concrètes, les plus actuelles possibles. Les supports de validation empirique construits à partir de données réelles, comptables (base Altares) et de marché (sites boursiers), sont très nombreux. On trouvera, par exemple, des points de repère probants et éclairants sur Picard Surgelés, Coca-Cola Company, Danone, L'Oréal, le secteur français du bâtiment et des matériaux de construction, Christian Dior ou encore Sartorius Stedim Biotech. Dans le même esprit, des informations issues d'opérations publiques d'acquisition ou d'admission à la cote (visas de l'Autorité des marchés financiers, AMF) sont largement utilisées pour conforter des apports théoriques ou rendre très crédible une procédure. On l'aura compris, l'ouvrage s'inscrit dans une logique franche de finance appliquée.

Après une préparation adéquate de la matière première comptable, l'analyse financière doit être en mesure de fournir une opinion sur les résultats communiqués qu'il faut savoir apprécier sous l'angle de la rentabilité et du risque. Au-delà du constat, tiré de capteurs respectant une double cohérence, portant sur le contenu des termes retenus pour le calcul des ratios et la méthodologie suivie (type de données comptables), le diagnostic se veut aussi explicatif. La justification concerne les déterminants de l'enrichissement mis en lumière par une démonstration en biseau. Quelle est la puissance de la marge ou la force de l'activité de volume sur la rentabilité ? Si c'est la marge, quels sont les atouts qui permettent à l'entreprise de jouer sur cette variable-là ? En matière de contrôle des capitaux investis, pour améliorer les coefficients de rotation, le management est-il sélectif sur les actifs lourds ou sur le besoin en fonds de roulement ? Dans quelle mesure les choix effectués (sous-traitance, externalisation, flux tendus, crédit

VIII Analyse financière et évaluation d'entreprise

interentreprises, etc.) sont-ils risqués ? La structure financière exerce-t-elle une influence significative sur la hauteur et la variance de la rentabilité des capitaux propres et quel peut être l'impact subséquent des options retenues sur le rendement requis par les apporteurs de capitaux ? Avec ces quelques exemples de questions auxquelles il faut répondre, on voit bien que ce dispositif très intégré suppose des savoirs spécifiques à la discipline (finance), mais également des connaissances frontalières plus singulièrement comptables, stratégiques et économiques. Un tel regard, quelque peu transversal, porté sur l'analyse financière est logique parce que la performance est plurielle par sa mesure et ses facteurs influents.

Cette approche factuelle et explicative de la performance, après un travail préparatoire nécessaire sur les documents synthétiques (compte de résultat, bilans financiers et tableaux de flux), serait en définitive incomplète si des considérations de prix concernant les ressources et prédictives sur les soldes (consensus) n'étaient pas introduites. C'est ce pas supplémentaire qui permet de se déplacer vers les concepts de création économique de valeur et d'évaluation d'entreprise. En somme, il est cohérent d'un point de vue pédagogique de passer d'une lecture financière convenable des pièces comptables à la rentabilité des capitaux investis pour, ensuite, dire si le management a su créer de la valeur au profit des parties prenantes et achever la trajectoire par une approche multicritère de l'évaluation d'entreprise, avec des données attendues.

L'ouvrage est structuré en six chapitres. Les deux premiers organisent la connaissance comptable pour une bonne maîtrise de la situation patrimoniale, des flux générateurs de résultat et des opérations à l'origine des concepts d'équilibre (tableau de financement) ou des différents *cash-flows* possibles (tableau des flux de trésorerie). Bien que le contenu de ces deux premiers chapitres emprunte beaucoup à la technique comptable, la perspective financière n'est pas très loin. Ainsi les restitutions aux actionnaires sont exposées et commentées dans le respect des contributions relevant de la théorie financière. De la même manière, nous abordons la relation entre analyse financière par les flux de trésorerie et valeur par les emplois et les revenus destinés aux investisseurs.

Les deux chapitres suivants proposent des critères de performance comptable et boursière. Les premiers capteurs sont, par définition, historiques, mais expriment une tendance qui pourrait représenter une bonne approximation du futur. Quant aux mesures de perception externe d'une société, certaines sont déterminées avec des données exclusives de marché, qui sont historiques, et d'autres établissent un lien entre valeur boursière actuelle et revenus ou agrégats attendus.

Enfin, les deux derniers chapitres de l'ouvrage portent sur l'évaluation d'entreprise. Après un exposé liminaire sur le contexte de l'opération, de nature à éclairer l'investisseur sur les potentialités ou les risques de la cible, et une présentation du cadrage technique habituel (*business plan*), sont déclinées les méthodes, directes et indirectes, d'évaluation du capital votant. Dans un souci de proximité avec l'actualité, nous examinons l'impact théorique d'une fiscalité personnelle confiscatoire sur la valeur d'entreprise dans un contexte à la Modigliani et Miller.

Le chapitre 1 propose une lecture financière du bilan et du compte de résultat afin de bien calculer, par la suite, des taux cohérents de rentabilité. Les données sont celles d'une seule entité (comptes sociaux) ou celles d'un groupe de sociétés (comptes consolidés). Il

faut savoir sortir du bilan les principales formes de capitaux investis, pour lesquels sont déterminés des taux de profit, mais aussi des masses patrimoniales que l'on combine pour porter un jugement sur l'équilibre financier (degré de compatibilité entre ressources et emplois). Les revenus résiduels que procurent les capitaux mis à disposition par les actionnaires et les prêteurs figurent dans le compte de résultat. Celui-ci restitue également la capacité d'autofinancement à l'origine de la valeur et de l'importance du financement externe additionnel. Nous appliquons notamment la procédure méthodologique exposée dans ce chapitre aux comptes de la société Picard Surgelés.

L'analyse par les flux est abordée au chapitre 2 par l'intermédiaire de deux structures d'accueil, le tableau de financement et le tableau des flux de trésorerie. Comparativement à l'information déduite de chacun des deux documents de synthèse comptable (voir chapitre 1), l'analyse par ces deux tableaux permet une perception à la fois plus dynamique et plus intégrée car les flux reconstitués proviennent du compte de résultat et affectent le bilan. La finalité des deux tableaux n'est pas la même, mais les enseignements déductibles ont en définitive une utilité complémentaire. Le tableau de financement rassemble les opérations à l'origine de la variation du fonds de roulement, calculable par le bas ou par le haut du bilan. Pour sa part, le tableau des flux de trésorerie propose une déclinaison des *cash-flows* apportés ou consommés par les opérations courantes, les actes d'investissement et les décisions de financement. Nous montrons l'intérêt de ces tableaux pour l'analyse financière et établissons une jonction avec la valeur d'entreprise à partir des flux sur gestion d'actifs et de leurs contreparties financières (revenus pour les investisseurs). Les exemples de ce chapitre concernent les comptes sociaux et les groupes cotés sur des marchés réglementés tenus d'appliquer les normes internationales. Un retour sur Picard Surgelés est effectué, par le tableau de financement, pour justifier et commenter les données du bilan financier sur deux exercices.

Le chapitre 3 aborde la question de la perception de l'entreprise par le marché boursier, en principe cohérente avec le caractère adapté, ou pas, des décisions prises par le management. À ce stade, le diagnostic est établi à partir de critères restituant une performance boursière plutôt historique et de mesures hybrides qui accommodent données actuelles de marché et variables comptables prévisibles. On trouve, dans la première catégorie, des indicateurs simples de rendement et d'enrichissement (rendement annualisé, rendement normé, valeur actionnariale créée, etc.) et, dans la seconde, des capteurs connus comme le *PER*, le délai de récupération (*DR*) ou encore le *Market to Book Ratio* (*MBR*) qui produit la même information que celle fournie par la valeur ajoutée de marché (*MVA*). Nous justifions la pertinence de ces mesures par le dégagement de variables influentes (*pay-out ratio*, croissance, rendement requis, retour sur capitaux propres, etc.), et prenons des exemples de sociétés cotées. C'est ainsi qu'avec les données d'une société du secteur Santé (Sartorius Stedim Biotech), pour laquelle nous pouvons disposer d'un consensus sur l'état futur de variables comptables clés, une justification de la valeur ajoutée de marché est proposée à partir de deux hypothèses de préservation temporelle crédible de la rentabilité des capitaux propres (*ROE*) et du taux de rétention des bénéfices.

L'approche proposée par le chapitre 4, pour l'analyse de rentabilité et le calcul de la valeur créée au cours d'un exercice, est qualitative (analyse stratégique introductive) et

X Analyse financière et évaluation d'entreprise

très financière (procédure technique). L'approche strictement financière est séquentielle. Elle commence par la détermination des taux de profit et se poursuit par l'estimation de ce que coûtent les ressources. Les coûts financiers permettent de relativiser la rentabilité du capital employé et de dire si le gestionnaire enrichit ou appauvrit les parties prenantes. Tout en étant adossée à des paradigmes scientifiques reconnus, qui sont rappelés, nous présentons de façon très pragmatique (références aux procédures suivies par les experts et à des statistiques de marché) la procédure de calcul du coût du capital, *via* des *bêtas* endettés et désendettés. L'organisation explicative de la rentabilité du capital boucle la séquence. Elle vise à mettre en évidence les variables couramment influentes, tels que la capacité bénéficiaire (politique de marge), l'aptitude à faire du chiffre (stratégie de volume) ou encore l'endettement (politique de financement). Les résultats d'une étude empirique originale traitant de l'interdépendance entre stratégie d'acquisition du profit et création économique de valeur (*EVA*) sont livrés et commentés (analyse des données d'un échantillon de plus de 2 500 sociétés par une régression logistique binaire). Plus généralement, la diversité des exemples conforte le volet conceptuel du chapitre, y compris au plan de la prise de risque avec une application numérique sur la détermination d'une probabilité de défaillance. On retrouve, dans la partie Exercices du chapitre 4, le distributeur spécialisé Picard Surgelés comparé à son principal concurrent, le groupe Thiriet.

Le chapitre 5 propose une représentation générale du contexte de l'évaluation d'entreprise et approfondit le *business plan* qui est une pièce de travail importante du processus préalable (prévisions pluriannuelles de données financières utiles et groupage des flux structurants). Nous insistons sur deux occasions de valorisation d'une entreprise : l'admission à la cote et l'opération publique d'acquisition. Les risques pour l'acquéreur de titres sont déclinés et nous revenons sur le diagnostic stratégique de nature à justifier, par une synthèse des forces et des faiblesses, dans un environnement fait d'opportunités et de menaces, le niveau de prix proposé. Le plan d'affaires est présenté de façon théorique et avec un cas pratique que l'on retrouve, ensuite, pour valorisation des capitaux propres, une fois les méthodes d'évaluation exposées.

Ces méthodes d'évaluation font justement l'objet du dernier chapitre de l'ouvrage. Toutes les techniques sont présentées dans le chapitre 6, celles fréquemment utilisées, comme l'évaluation par les flux de trésorerie disponibles (*DCF*) ou encore l'approche dite analogique spécialement par les multiples, mais aussi celles qui le sont moins, bien que théoriquement pertinentes, tels le *Residual Income Model (RIM)*, le *Dividend Discount Model (DDM)* et la procédure de l'actif net rajusté qui oblige à apprécier l'immatériel comme les marques. La voie choisie conduit directement aux capitaux propres ou, indirectement, par l'intermédiaire d'une valeur d'entreprise. Au plan pratique, l'offre découle d'une approche multicritère qui débouche sur plusieurs propositions d'où l'on sort un prix fréquemment centré sur le milieu de la fourchette. Comme l'évaluation est un sujet très pratique, nous faisons référence, dans ce chapitre, à des données réelles de marché extraites de notes visées par l'AMF. Nous proposons un cas très complet, monté à partir des termes d'une offre publique d'achat simplifiée, en date du 17 juillet 2012, à l'initiative de Prowebclub et ciblant la société Prowebce, spécialisée dans l'édition de logiciels pour les comités d'entreprise et le e-commerce.

Pour éviter au lecteur des recherches inutiles, suite à des « anomalies » éventuelles de première lecture sur les résultats des applications proposées, il est bon de préciser que les cas pratiques de l'ouvrage ont été résolus (calculs) à l'aide du logiciel Excel. Cela veut dire que le support informatique, qui ne procède pas à des approximations sur le chiffrage intermédiaire, livre en permanence des résultats les plus justes possible. Mais en termes de présentation, nous sommes tenus de formater les réponses à quelques décimales seulement. Par conséquent, des écarts mineurs peuvent apparaître entre les résultats que nous communiquons et ceux que l'on trouve en utilisant des données intermédiaires arrondies.

Ce nouvel ouvrage n'aurait pas vu le jour sans l'initiative de mon collègue, le professeur Roland Gillet. Merci à toi, Roland, pour cette occasion répétée de collaboration, ainsi que pour ta réactivité à chaque envoi de chapitre. Mes remerciements vont également à Pearson France, plus particulièrement à l'éditeur Pierre Morin pour m'avoir fait confiance dans le respect des délais qui m'étaient impartis, et à Estelle Jelen pour le sérieux de sa relecture. Sans le savoir, mes étudiants du master Finance de l'université de Toulouse 1 Capitole (IAE) ont testé la plupart des applications numériques, des exercices et des cas de cet ouvrage. Cela m'a permis d'améliorer leur contenu et de l'adapter le plus possible à la réalité des entreprises et des marchés. Je voudrais, ici, les remercier collectivement.

Information

Dans la partie *Problèmes et exercices* de chaque chapitre, les applications sont regroupées d'abord par énoncé puis par solution. La numérotation des tableaux de ce volet pratique n'est donc pas linéaire. Elle suit en effet chaque exercice pour lequel énoncé et solution sont séparés.

Ressources complémentaires de la plateforme eText

Vous trouverez à la fin de l'ouvrage le code d'accès nécessaire pour vous inscrire à la plateforme eText interactive.

Pour compléter la partie « Applications » de chaque chapitre, de nombreux exercices supplémentaires sont disponibles sur la plateforme eText. Ils ne sont pas systématiquement signalés dans le livre au format papier. Connectez-vous pour accéder à ces exercices complémentaires.