

**UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMARI DE TIZI OUZOU**  
Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion  
Département des sciences financières et comptabilité



Mémoire de fin de cycle  
Pour l'obtention du diplôme de master en Sciences Financières et Comptabilité,  
spécialité Finance d'entreprise

**Sujet :**

**L'IMPACT DE L'ANALYSE  
FINANCIÈRE SUR LA VALEUR  
DE L'ENTREPRISE**

**CAS : NAFTAL**  
District de commercialisation Tizi Ouzou

**Réalisé par :**

**LOTMANI Jugurta**

**Encadré par :**

**Mme MOUMOU Ouerdia**

**Membres du jury :**

**Président:** Mr MAHMMOUDIA Mehenna M.A.A

**Examineur :** Mme LIMANI Ratiba M.A.A

**Encadreur :** Mme MOUMOU Ouerdia M.C.B



**UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMERRI DE TIZI OUZOU**  
Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion  
Département des sciences financières et comptabilité



Mémoire de fin de cycle  
Pour l'obtention du diplôme de master en Sciences Financières et Comptabilité,  
spécialité Finance d'entreprise

**Sujet :**

**L'IMPACT DE L'ANALYSE  
FINANCIÈRE SUR LA VALEUR  
DE L'ENTREPRISE**

**CAS : NAFTAL**  
District de commercialisation Tizi Ouzou

**Réalisé par :**

**LOTMANI Jugurta**

**Encadré par :**

**Mme MOUMOU Ouerdia**

**Membres du jury :**

**Président:** Mr MAHMMOUDIA Mehenna M.A.A

**Examineur :** Mme LIMANI Ratiba M.A.A

**Encadreur :** Mme MOUMOU Ouerdia M.C.B

## **REMERCIEMENTS**

Avant tout développement sur cette expérience professionnelle, il apparaît opportun de commencer ce mémoire par des remerciements, à ceux qui nous ont beaucoup appris au cours de cette période, et même à ceux qui ont eu la gentillesse de faire du stage un moment très profitable.

Nous remercions aussi notre encadrante Mme Moumou, qui nous a formés et accompagnés tout au long de cette expérience professionnelle avec beaucoup de patience et de pédagogie. Enfin nous remercions l'ensemble des employés de NAFTAL district commercial de Tizi-Ouzou pour les conseils qu'ils ont pu nous prodiguer au cours de ce stage, malgré les difficultés liées à cette pandémie.

## DÉDICACES

Je dédie ce mémoire à :

*Mes parents,*

*Ma mère*, qui a œuvré pour ma réussite, de par son amour, son soutien, tous les sacrifices consentis et ses précieux conseils, pour toute son assistance et sa présence dans ma vie, reçoit à travers ce travail aussi modeste soit-il, l'expression de mes sentiments et de mon éternelle gratitude.

*Mon père*, qui peut être fier et trouver ici le résultat de longues années de sacrifices et de privations pour m'aider à avancer dans la vie. Puisse Dieu faire en sorte que ce travail porte son fruit ; merci pour les valeurs nobles, l'éducation et le soutien permanent venu de toi.

*Mes frères* qui n'ont cessé d'être pour moi des exemples de persévérance, de courage et de générosité.

*Mes professeurs* qui doivent voir dans ce travail la fierté d'un savoir bien acquis.

*Mes amis et amies* de par le monde qui n'ont cessé de m'encourager.

## Résumé

Selon un rapport *IBISWorld* de 2014 sur les institutions de valorisations aux États-Unis, 98 % des propriétaires d'entreprises ne connaissent pas la valeur de leur firme. Quel serait alors le résultat en Algérie ?

Connaître la valeur de son entreprise devrait être primordial dans un environnement économique en pleine évolution et mutation faisant intensifier la concurrence et mettant la stabilité des entreprises en jeu. L'entreprise devra utiliser les informations dont elle dispose d'une manière optimale pour lui permettre de prendre des décisions simples et efficaces.

Nous avons voulu exploiter le lien étroit reliant l'analyse et l'évaluation financière pour permettre à l'entreprise de se concentrer sur les majeurs vecteurs de valeur afin d'améliorer ses performances et d'affirmer sa pérennité. Notre question centrale qui est donc la suivante : « *Quelles seront les conséquences des conclusions faites par une analyse financière sur la valeur de l'entreprise ?* ».

Pour y répondre, nous avons utilisé une étude descriptive pour cerner le cadre théorique. Ensuite, nous avons établi une analyse financière à travers la démarche de *Pierre Vernimmen* pour ensuite valoriser la firme et tester sa sensibilité par rapport aux principaux vecteurs de valeur afin de permettre à l'entreprise de se concentrer sur les paramètres importants. Et la réponse aux deux hypothèses sont avérées affirmative avec des conclusions chiffrées sur sa sensibilité.

**Mots clés : Analyse financière, évaluation d'entreprise, valeur, vecteurs, sensibilité.**

## Abstract

According to a 2014 *IBISWorld* report on valuation institutions in the United States, 98% of business owners don't know the value of their firm. So, what would be the result in Algeria? Knowing the value of a company should be of paramount importance in a changing and evolving economic environment that intensifies competition and puts the stability of companies at stake. The company will have to use the information at its disposal in an optimal way to let it take simple and effective decisions.

We wanted to exploit the close link between financial analysis and valuation to allow the company to focus on the major value drivers to improve performance and assert its sustainability. Our central question is therefore the following: “*What would be the consequences of the conclusions drawn by a financial analysis on the value of the company?*”.

To answer this question, we used a descriptive study to define the theoretical framework. Then, we established a financial analysis through *Pierre Vernimmen*'s approach to then value the firm and test its sensitivity to the main value drivers in order to allow the company to focus on the important parameters. And the answer to both assumptions were affirmative with quantified conclusions on its sensitivity.

**Key words: Financial analysis, business valuation, value, vectors, sensitivity.**

## ملخص

وفقا لتقرير صادر عن المعهد في عام ٢٠١٤ عن مؤسسات التقييم في الولايات المتحدة، لا يعرف ٩٨٪ من أصحاب الأعمال قيمة شركاتهم. إذا ما هي النتيجة في الجزائر؟ إن معرفة قيمة الشركة لا بد وأن تكون ذات أهمية قصوى في البيئة الاقتصادية المتغيرة المتطورة التي تكثف المنافسة وتضع استقرار الشركات على المحك. وستضطر الشركة إلى استخدام المعلومات المتاحة لها على النحو الأمثل لتمكينها من اتخاذ قرارات بسيطة وفعالة. أردنا استغلال الصلة الوثيقة بين التحليل المالي والتقييم للسماح للشركة بالتركيز على محركات القيمة الرئيسية لتحسين الأداء والتأكيد على استدامتها. ولذلك فإن سؤالنا الرئيسي هو ما يلي: “*ما هو تأثير الاستنتاجات التي يستخلص منها تحليل مالي على قيمة الشركة؟*”. وللإجابة على هذا السؤال، استخدمنا دراسة وصفية لتحديد الإطار النظري. ثم أنشأنا تحليلا ماليا من خلال مقارنة *بيير فيرنيمين* لقيمة الشركة آنذاك واختبار حساسيتها فيما يتعلق بمحركات القيمة الرئيسية للسماح للشركة بالتركيز على المعايير المهمة. ووجد أن الإجابة على كلا الفرضين إيجابية في التوصل إلى استنتاجات كمية بشأن حساسيته. الكلمات الرئيسية: التحليل المالي، تقييم الأعمال، القيمة، المتجهات، الحساسية.

# SOMMAIRE

<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS.....</b>	<b>i</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX.....</b>	<b>ii</b>
<b>LISTE DES FIGURES.....</b>	<b>iv</b>
<b>INTRODUCTION GÉNÉRALE.....</b>	<b>1</b>
<b>CHAPITRE 1: APPREHENDER ET DENOUEUR LE CONCEPT D'ANALYSE FINANCIERE 4</b>	
<b>INTRODUCTION</b>	
1.1.    FONDAMENTAUX DE L'ANALYSE FINANCIERE.....	4
1.2.    LA DEMARCHE ; CLE POUR UNE ANALYSE FINANCIERE INFALLIBLE.....	26
<b>CONCLUSION</b>	
<b>CHAPITRE 2: NOTIONS ELEMENTAIRES ET METHODES D'EVALUATION DES ENTREPRISES .....51</b>	
<b>INTRODUCTION</b>	
2.1.    LES PRINCIPES DE BASES ET L'IMPORTANCE DE L'EVALUATION D'ENTREPRISE.....	51
2.2.    LES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION D'ENTREPRISES.....	71
<b>CONCLUSION</b>	
<b>CHAPITRE 3: ÉTUDE CAS ; ANALYSE DE L'ENTREPRISE NAFTAL .....92</b>	
<b>INTRODUCTION</b>	
3.1.    PRESENTATION ET ANALYSE DE LA SITUATION FINANCIERE DE NAFTAL...	92
3.2.    ÉVALUATION DE NAFTAL ET TEST DE SENSIBILITE LA VALEUR FINANCIERE DE LA FIRME.....	118
<b>CONCLUSION</b>	
<b>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</b>	<b>138</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	
<b>ANNEXES</b>	
<b>TABLES DES MATIÈRES</b>	

## LISTE DES ABRÉVIATIONS

<b>AC</b> : Actif circulant	<b>LE</b> : Levier d'exploitation / opérationnel
<b>AE</b> : Actif économique	<b>M/CV</b> : Marge sur coût variable
<b>An</b> : Actifs nécessaires à l'obtention du bénéfice	<b>MB</b> : Marge brute
<b>ANC</b> : Actif net comptable	<b>MC</b> : Marge commerciale
<b>ANCC</b> : Actif net comptable corrigé	<b>MO</b> : Marge opérationnelle
<b>BFR</b> : Besoin en fonds de roulement	<b>NOPAT</b> : Net operating profit after tax
<b>CA</b> : Chiffre d'affaires	<b>P</b> : Price/prix (capitaux propres)
<b>CAF</b> : Capacité d'autofinancement	<b>PE</b> : Production de l'exercice
<b>CD</b> : Coût de la dette	<b>PM</b> : Point mort
<b>CMPC</b> : Coût moyen pondéré du capital	<b>RCAI</b> : Résultat courant avant impôts
<b>COGS</b> : Cost of goods sold (coût des ventes)	<b>REAI</b> : Résultat d'exploitation après impôts
<b>CP</b> : Capitaux propres	<b>REX</b> : Résultat d'exploitation
<b>D</b> : Dettes financières nettes	<b>RF</b> : Résultat financier
<b>DAA</b> : Dotations aux amortissements	<b>Rf</b> : Risk free (taux sans risque)
<b>DAP</b> : Dotation aux amortissements et aux provisions	<b>Rm</b> : Espérance de rentabilité du marché ou de l'indice
<b>DAS</b> : Domaines d'activités stratégiques	<b>RN</b> : Résultat net
<b>DCF</b> : Discounted cash-flow	<b>ROE</b> : Rentabilité financier, Return on equity
<b>DCT</b> : Dettes à court terme	<b>ROE</b> : Return on Equity
<b>DLMT</b> : Dettes à long et moyen terme	<b>ROI</b> : Rentabilité économique, Return on investment
<b>E</b> : Equity (Fonds propres)	<b>ROI</b> : Return on Divertissement
<b>EBE</b> : Excédent brut d'exploitation	<b>S</b> : Sales/Ventes
<b>EBIT</b> : Earnings before interests' taxes	<b>SB/Bn</b> : Super bénéfice
<b>EBITDA</b> : Earnings before interests' taxes depreciation and amortization	<b>SIG</b> : Soldes intermédiaires de Gestion
<b>ETE</b> : Excédent de trésorerie d'exploitation	<b>SR</b> : Seuil de rentabilité
<b>FCFF</b> : Free cash-flow to firm (FTD)	<b>TCR</b> : Tableau de compte de résultat
<b>FR</b> : Fonds de Roulement	<b>TFT</b> : Tableaux des flux de trésorerie disponibles
<b>FTD</b> : Flux de trésorerie disponibles	<b>TN</b> : Trésorerie
<b>FTE</b> : Flux de trésorerie d'exploitation	<b>TTC</b> : Toutes taxes comprises
<b>FTF</b> : Flux de trésorerie de financement	<b>Tx M/CV</b> : Taux de marge sur coût variable
<b>FTI</b> : Flux de trésorerie d'investissements	<b>VA</b> : Valeur ajoutée
<b>G</b> : Taux de croissance à l'infini	<b>VD</b> : Valeurs disponibles
<b>GW</b> : Goodwill	<b>VE</b> : Valeurs d'exploitation
<b>HT</b> : Hors tax	<b>VE/EV</b> : Valeur d'entreprise / Entreprise value
<b>I</b> : Taux d'intérêt	<b>VI</b> : Valeurs immobilisées
<b>IBE</b> : Insuffisances brutes d'exploitation	<b>VMP</b> : Valeurs mobilières de placement
<b>IBS</b> : Impôts sur le bénéfice des sociétés	<b>VR</b> : Valeurs réalisables
<b>Kcp</b> : Coût des capitaux propres	<b>β</b> : Indice bêta
	<b>ΔBFR</b> : Variation du besoin en fonds de roulement

## **LISTE DES TABLEAUX**

TABLEAU 1 : COMPARAISON ENTRE LES CONCEPTS D'INCERTITUDE ET RISQUE .....	10
TABLEAU 2 : BILAN COMPTABLE (EXPLICATIONS) .....	15
TABLEAU 3 : RETRAITEMENTS ET RECLASSEMENTS D'ACTIFS.....	17
TABLEAU 4 : RETRAITEMENT ET RECLASSEMENTS PASSIFS.....	19
TABLEAU 5 : TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE METHODE DIRECTE.....	23
TABLEAU 6 : TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE METHODE INDIRECTE .....	24
TABLEAU 7 : LES DIFFERENTES APPROCHES DU CALCUL DU GOODWILL.....	77
TABLEAU 8 : METHODES DE CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE.....	84
TABLEAU 9 : ORGANISATION DES ENTREPRISES DU SECTEUR HYDROCARBURE (FILIALES SONATRACH 1982).....	93
TABLEAU 10 : FILIALES NATIONALES DE SONATRACH.....	94
TABLEAU 11 : CONCURRENTS ET INTERVENANTS ETRANGERS DE NAFTAL.....	96
TABLEAU 12 : INTERVENANTS NATIONAUX DE NAFTAL.....	96
TABLEAU 13 : SEGMENTATION DU MARCHE NATIONAL DES PRODUITS PETROLIERS.....	97
TABLEAU 14 : EVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES .....	101
TABLEAU 15 : ANALYSE DE LA PRODUCTION DE L'EXERCICE .....	101
TABLEAU 16 : CALCUL DE LA MARGE BRUTE .....	102
TABLEAU 17 : CALCUL DE LA VALEUR AJOUTEE .....	102
TABLEAU 18 : ETUDE DE L'EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION. ....	103
TABLEAU 19 : ETUDE DU RESULTAT D'EXPLOITATION.....	103
TABLEAU 20 : CALCUL DU LEVIER OPERATIONNEL .....	104
TABLEAU 21 : CALCUL ET ETUDE DE L'EFFET CISEAUX.....	105
TABLEAU 22 : CALCUL DU POINT MORT .....	106
TABLEAU 23 : RATIO DE LE ET DE L'OUTIL INDUSTRIEL .....	107
TABLEAU 24 : COMPARAISON DES INVESTISSEMENTS ET DES AMORTISSEMENTS .....	107
TABLEAU 25 : ETUDE DE LA RELATION EXISTANTE ENTRE LES INVESTISSEMENTS ET LES FLUX OPERATIONNELS .....	107
TABLEAU 26 : CORRELATION FLUX OPERATIONNELS ET INVESTISSEMENTS.....	107
TABLEAU 27 : CALCUL DU BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT .....	108
TABLEAU 28 : ETUDE ET ANALYSE DES RATIONS DE ROTATIONS .....	108
TABLEAU 29 : RATIOS DE ROTATION DANS LE SECTEUR [MOYENNE] .....	109
TABLEAU 30 : CALCUL DE LA CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT ; METHODE ASCENDANTE .....	109
TABLEAU 31 : CALCUL DE LA CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT ; METHODE DESCENDANTE .....	109
TABLEAU 32 : TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE : METHODE INDIRECTE.....	110
TABLEAU 33 : CALCUL DU RATIO DE REMBOURSEMENT .....	111
TABLEAU 34 : COUVERTURE DES DETTES A LONG TERME.....	111
TABLEAU 35 : RATIO DE COUVERTURE DES CHARGES FINANCIERES.....	111
TABLEAU 36 : CALCUL DES DIFFERENTS RATIOS DE LIQUIDITE .....	112
TABLEAU 37 : CALCUL DE L'EQUILIBRE FINANCIER A LONG TERME.....	112
TABLEAU 38 : CALCUL DES RATIOS DE STRUCTURES .....	113
TABLEAU 39 : BILAN ECONOMIQUE .....	113
TABLEAU 40 : CALCUL DE LA RENTABILITE ECONOMIQUE AVEC LA METHODE DIRECTE	114
TABLEAU 41 : CALCUL DE LA RENTABILITE ECONOMIQUE PAR LA METHODE INDIRECTE	114
TABLEAU 42 : CALCUL DE LA RENTABILITE FINANCIERE AVEC LA METHODE DIRECTE ..	115
TABLEAU 43 : CALCUL DE LA RENTABILITE FINANCIERE PAR LA METHODE DUPONT .....	115
TABLEAU 44 : CALCUL DE LA RENTABILITE FINANCIERE PAR EFFET DE LEVIER .....	116

TABLEAU 45 : CALCUL DE L'ANC PAR L'ACTIF DU BILAN.....	118
TABLEAU 46 : CALCUL DE L'ANC PAR LES CAPITAUX PROPRES .....	118
TABLEAU 47 : LA VALEUR PATRIMONIALE MOYENNE (ANC) .....	118
TABLEAU 48 : CALCUL DE L'ACTIF NET COMPTABLE CORRIGE (ANCC).....	119
TABLEAU 49 : CALCUL DU FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE.....	119
TABLEAU 50; CALCUL DE L'EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION A PARTIR DES CHARGES VARIABLES ET FIXES .....	120
TABLEAU 51 : PROJECTION ET CALCUL DE L'EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION .....	120
TABLEAU 52 : PROJECTION DES INVESTISSEMENTS .....	121
TABLEAU 53 : PROJECTION DU BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT .....	122
TABLEAU 54 : CALCUL DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLES PREVISIONNELS .....	122
TABLEAU 55 : TABLEAU DE COMPARAISON DES BETA.....	123
TABLEAU 56 : CALCUL DE COUT MOYEN PONDERE DU CAPITAL.....	124
TABLEAU 57 : CALCUL DU TAUX DE CROISSANCE A L'INFINI G .....	124
TABLEAU 58 : CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE PAR LES DIFFERENTES METHODES...	125
TABLEAU 59 : CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE PAR PROJECTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES A L'INFINI.....	125
TABLEAU 60 : CALCUL DE LA VALEUR DE NAFTAL PAR LA METHODE DCF .....	126
TABLEAU 61 : CALCUL DES DIFFERENTS MULTIPLES DE L'ENTREPRISE NAFTAL .....	126
TABLEAU 62 : COMPARAISON DU MULTIPLE DE L'EBE DU SECTEUR .....	127
TABLEAU 63: COMPARAISON DU MULTIPLE DU CHIFFRE D'AFFAIRES DU SECTEUR .....	127
TABLEAU 64: SENSIBILITE DE LA VALEUR INTRINSEQUE PAR RAPPORT AUX CMPC ET TAUX DE CROISSANCE .....	128
TABLEAU 65: VARIATION DE LA SENSIBILITE DE LA VALEUR INTRINSEQUE.....	129
TABLEAU 66: SENSIBILITE DU MULTIPLE DE L'EBE PAR RAPPORT AUX CMPC ET TAUX DE CROISSANCE .....	129
TABLEAU 67: SENSIBILITE DE LA VALEUR PAR RAPPORT A L'EVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES .....	129
TABLEAU 68: SENSIBILITE DE LA VALEUR PAR RAPPORT A L'EVOLUTION DES CHARGES VARIABLES .....	130
TABLEAU 69: SENSIBILITE DE LA VALEUR PAR RAPPORT A L'EVOLUTION DE LA PROPORTION DES CHARGES FIXES SUR CHIFFRE D'AFFAIRES.....	130
TABLEAU 70: SENSIBILITE DE LA VALEUR DE LA FIRME PAR RAPPORT AUX DELAIS CLIENTS .....	131
TABLEAU 71: SENSIBILITE DE LA VALEUR DE LA FIRME PAR RAPPORT AUX DELAIS FOURNISSEURS .....	131
TABLEAU 72 : SENSIBILITE DE LA VALEUR DE LA FIRME PAR RAPPORT AUX DELAIS DES STOCKS.....	131
TABLEAU 73: RECAPITULATIF DE LA SENSIBILITE DES DIFFERENTS VECTEURS DE VALEUR .....	132
TABLEAU 74: COMPARAISON ENTRE LES OBJECTIFS ET LES REALISATIONS A 50% .....	136
TABLEAU 75: LA VALEUR DE L'ENTREPRISE AVANT ET APRES APPLICATION DES RECOMMANDATIONS .....	137

## LISTE DES FIGURES

FIGURE 1 : DISPOSITION DU BILAN PATRIMONIALE.....	16
FIGURE 2 : PASSAGE DU BILAN COMPTABLE AU BILAN ECONOMIQUE.....	20
FIGURE 3 : DEUX TYPES DE COMPTES DE RESULTAT.....	21
FIGURE 4 : LES CYCLES MAJEURS DES FLUX DE TRESORERIE.....	22
FIGURE 5 : L'EFFET CISEAUX .....	35
FIGURE 6 : FLUX GENERES PAR LES INVESTISSEMENTS .....	38
FIGURE 7 : CAPITALISATION ET ACTUALISATION .....	55
FIGURE 8 : LES ACTEURS D'UNE OPERATION D'EVALUATION .....	56
FIGURE 9 : PROCESSUS D'EVALUATION.....	61
FIGURE 10 : LES INFORMATIONS PRINCIPALES RECOLTEES LORS D'UNE EVALUATION .	62
FIGURE 11 : SCHEMATISATION DE L'ANALYSE PESTEL.....	63
FIGURE 12 : ANALYSE DU MICRO ENVIRONNEMENT : PORTER.....	65
FIGURE 13 : DIAGNOSTIC INTERNE : CHAINE DE VALEUR .....	66
FIGURE 14 : MATRICE BCG .....	68
FIGURE 15 : RETRAITEMENTS METHODE ANCC.....	73
FIGURE 16 : L'IMPORTANCE DE LA VALEUR TERMINALE DANS L'EVALUATION.....	85
FIGURE 17 : UNE VUE D'HORIZON DES MULTIPLES BOURSIERS.....	86
FIGURE 18 : ORGANIGRAMME DE NAFTAL DISTRICT TIZI OUZOU.....	100
FIGURE 19 : TENDANCE ET EVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES .....	101
FIGURE 20 : COMPOSITION DE LA PRODUCTION DE L'EXERCICE.....	102
FIGURE 21 : REPRESENTATION GRAPHIQUE DE L'EFFET CISEAUX.....	105
FIGURE 22 : REPRESENTATION GRAPHIQUE DU PONT MORT / SEUIL DE RENTABILITE .....	106
FIGURE 23 : COMPARAISON DES DIFFERENTS RATIOS DE ROTATION À CEUX DES CONCURRENTS .....	109
FIGURE 24: VARIATION DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE SELON LES DIFFERENTS DELAIS RELATIFS AU BESOIN AU FOND DE ROULEMENT .....	132
FIGURE 25: SENSIBILITE DE LA VALEUR A UNE AMELIORATION DES PARAMETRES CLES.	133
FIGURE 26: EVOLUTION DE LA VALEUR INTRINSEQUE POUR UN OBJECTIF DE 50% DES CHARGES VARIABLES.....	133
FIGURE 27: EVOLUTION DE LA VALEUR ET DE LA MARGE BRUTE D'EXPLOITATION GRACE A LA MAITRISE DES CHARGES FIXES .....	135
FIGURE 28: REPRESENTATION GRAPHIQUE DE LA VALEUR DE LA FIRME AVANT ET APRES APPLICATION DES RECOMMANDATIONS .....	137

## Introduction générale

Dans un environnement en perpétuelle évolution et mutation, dans un contexte de globalisation et d'internationalisation ; la libre circulation des capitaux a engendré une modification radicale au sein du milieu économique et financier. Les entreprises sont la clé de l'essor économique, social et de nos jours écologique. L'importance des firmes est maintenant bien plus puissante que celle des États, car c'est elles qui portent le changement et le développement. C'est cette envie d'évolution, d'influence, de réussite, d'innovation et de révolution qui ambitionne les entreprises et rend la concurrence vorace, sévère, mais surtout décisive et cruciale.

Ces changements dans le monde financier n'ont pas seulement permis d'accentuer la rivalité, mais ils ont essentiellement accéléré et intensifié les risques de crises économiques et financières. Ce qui place aujourd'hui l'entreprise dans une situation gravissime, à tel point qu'il s'agit pour elles désormais d'une question de survie. Ce qui remet leur pérennité en cause et dans un état très pernicieux et périlleux. Autrement dit, le paysage financier s'enrichit régulièrement de nouvelles techniques et technologies, créant ainsi automatiquement de nouveaux risques. D'où le besoin de rester continuellement « à jour », et l'impossibilité de recenser un nombre précis de risques.

Désormais, le fond du sujet opère, lequel est d'assurer une étude qui permettra à l'entreprise de repérer ses points forts et d'éliminer ses faiblesses, mais pas que ; puisqu'elle aidera aussi à gérer les risques ainsi que d'améliorer ses performances. Un suivi qui est possible grâce à une démarche qui a révolutionné le monde de la gestion et de la finance d'entreprise, nous parlons ici de l'analyse financière. Nous traiterons un peu plus tard dans le chapitre 1 de son origine, de sa définition, et bien plus encore.

Le processus de communication de l'information financière, d'analyse des états financiers et d'évaluation vise à aider les investisseurs, les analystes, mais surtout les managers de la firme à comprendre en profondeur le rendement et le risque d'une entreprise, ainsi à utiliser ces informations pour prévoir la rentabilité et le risque futurs et, finalement, valoriser l'entreprise. Permettant des décisions d'investissement intelligentes, lorsqu'elles sont menées avec soin et intégrité, une analyse et une évaluation approfondies et réfléchies des états financiers sont une activité fascinante et potentiellement gratifiante qui peut créer une valeur considérable pour la société.

Cependant, comme le révèlent les récentes crises financières sur les marchés de capitaux, lorsque l'analyse et l'évaluation des états financiers sont effectuées avec négligence et sans intégrité, elles peuvent créer une énorme perte de valeur sur ces marchés et déclencher une profonde récession, même dans les économies les plus puissantes du monde. Les enjeux sont élevés. De ce fait, nous avons choisi d'établir une analyse financière d'une façon originale, méthodique, mais surtout organisée et efficace. Il s'agit de la méthodologie d'analyse de **PIERRE VERNIMMEN**, qui donne une vision très détaillée des caractéristiques de l'entreprise, il s'agit d'une feuille de route, une boussole pour mener à bien une analyse approfondit.

Warren BUFFET a dit « *If I Were a Business School Professor in Finance, I would assign the following exam: 'How do you value Internet companies?' And I would fail everyone that didn't leave the answer sheet blank* ». L'humour avec lequel cet investisseur de génie s'exprimait montre à quel point l'évaluation des entreprises est « un art et non une science ». Ces mots impliquent que lorsque l'on essaie d'évaluer la valeur d'une entreprise, il existe une gamme de réponses correctes possibles, qui peuvent toutes être justifiées comme étant les plus appropriées. Nous parlerons des différentes méthodes d'évaluation en profondeur dans le chapitre 2.

## **Motif du choix du sujet et du lieu de stage**

La relation existante entre l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise est très étroite. La détermination de la valeur d'une firme passe préalablement par une démarche d'analyse de la situation financière de l'entreprise. Ce qui nous a précisément intéressés est l'importance que peut avoir l'information financière générée par une analyse approfondie et bien détaillée sur l'amélioration de la valeur de la firme. Ce sujet nous a particulièrement captivés après avoir lu un article très intéressant intitulé « *Why Valuing Your Business Can Enhance Its Value* » écrit par Michael Carter Fondateur, PDG de *BizEquity*, publié sur « *entrepreneur.com* » le 9 septembre 2018. Parlant de l'importance de connaître la valeur de son entreprise pour améliorer cette dernière. Ainsi nous avons décidé de choisir comme sujet de mémoire une combinaison de deux socles de la finance d'entreprise moderne, l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Dès lors, notre sujet s'intitule « ***L'impact de l'analyse financière sur la valeur de l'entreprise.*** ».

Concernant le choix du lieu de stage, nous avons opté pour une entreprise pétrolière et ce choix n'est pas anodin. En effet le pétrole devient progressivement rare et la transition énergétique devient un sujet incontournable et vital, surtout pour l'économie algérienne ou la diversification est crucial avec un pétrole en pleine dégringolade, une économie verte et totalement dépendante des énergies renouvelables, des automobiles automatiques et électriques fait que les entreprises à caractère pétrolier, voient leurs valeurs diminuer, c'est pour cela que nous traiterons ce sujet pour le cas de NAFTAL.

Par conséquent, nous nous sommes posé cette question qui en sera d'ailleurs le centre de notre recherche :

**« Quelles seront les conséquences des conclusions faites par une analyse financière sur la valeur de l'entreprise NAFTAL ? ».**

## **Hypothèses de recherche**

La question principale posée s'accompagne naturellement de deux suppositions complémentaires qui feront désormais l'objet de nos hypothèses, par conséquent elles se présentent comme suit :

- La première hypothèse ; la valeur de l'entreprise est sensible aux changements liés au coût du capital de l'entreprise NAFTAL.
- La deuxième hypothèse ; les décisions résultantes de l'analyse financière impactent la valeur de l'entreprise NAFTAL.

Une fois la problématique et les principales hypothèses de recherche déterminées, reste à créer une démarche de recherche propre à apporter une réponse à ces questions.

## **Méthodologie de recherche**

La méthode de recherche se base dans un premier temps sur une démarche documentaire ainsi, elle permettra de saisir le cadre conceptuel de l'analyse et l'évaluation financière des entreprises, cette partie nous permettra de cerner le sujet afin de répondre au mieux à la problématique.

Dans un deuxième temps, les méthodes quantitatives nous permettent d'évaluer la situation financière de la société par la méthode de *Pierre Vernimmen*, puis l'évaluation de la valeur de la firme et en fin l'établissement d'un test de sensibilité de la valeur de l'entreprise aux principaux vecteurs pour reconnaître ceux qui influencent le plus la valeur et permettre à l'entreprise de prendre des décisions optimales.

## **La structure du mémoire**

Notre travail se scinde en 3 parties ; la première étant sur les fondamentaux de l'analyse financière afin de retracer son histoire qui sera importante pour la définition du concept, ses questionnements et les missions de l'analyse financière. Puis dans cette même partie, nous aborderons une méthodologie d'analyse financière qui nous permettra de comprendre la situation de l'entreprise en profondeur en commençant par l'analyse des marges, car aucune entreprise ne peut survivre sans marges. Puis l'analyse des investissements, car la création nécessite une bonne politique d'investissements (rentables), ensuite ces investissements doivent être financés par différentes sources (dettes, capitaux propres ou autofinancement) et enfin l'analyse de la rentabilité à travers l'explication de l'effet de levier.

La deuxième partie porte sur les notions élémentaires et les différentes méthodes d'évaluation, la première section touchera tous les principes nécessaires à la compréhension et l'explication de l'évaluation financière d'une firme en parlant des différents intervenants jusqu'à la démarche en passant par le rôle de l'évaluation. La deuxième section quant à elle portera sur les différentes méthodes d'évaluations les plus utilisées, ainsi nous aborderons les approches patrimoniales et mixtes, l'évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles et enfin la méthode des multiples.

En définitive, le troisième chapitre fera l'objet d'une étude de cas sur NAFTAL district commercial de Tizi Ouzou, en commençant par une analyse financière par la démarche de Pierre Vernimmen afin d'établir des recommandations censées, puis la deuxième section portera sur la valorisation de la firme et le test de sensibilité de cette dernière par rapport aux recommandations faites depuis l'analyse financière.

# Chapitre 1 : Appréhender et dénouer le concept d'analyse financière

## Introduction

La finance dans une perspective générale est un concept très éloigné de la réalité qui le représente, une personne lambda ou même bien nous avant de nous initier dans ce domaine, avons une vue envers ce concept qui peut être décrit comme mystique, sombre ou même dangereuse et incompréhensible, cette perception très distordue est due au manque d'éducation de la population. On a étudié la géographie, l'histoire, les sciences, mais on ne nous a jamais appris comment gérer l'argent et comment le dépenser, cette mystification de la gestion de l'argent a fait que la population voie les gens qui réussissent (personnes physiques ou morales) comme des génies ou des gens qui ont découvert un secret à la richesse éternelle.

La réalité est malheureusement décevante, car il n'y a absolument aucun secret pour gérer son argent, les entreprises se vantent de trouver des techniques toutes aussi complexes l'une que l'autre pour en arriver à presque rien, des indicateurs, des formules et des tableaux pour ensuite revenir à la simple comptabilité à partie double qui nous donne tant d'informations indispensables en utilisant des concepts financiers simples.

Dans ce chapitre, nous allons parler de l'analyse financière du général au particulier, la première section sera dédiée aux fondamentaux de l'analyse financière pour enlever tout parasite pouvant apporter de l'incompréhension à ce concept, puis la deuxième partie du chapitre sera dédiée à une démarche d'analyse qui permettra d'arriver à des conclusions et recommandations, mais surtout à la compréhension de la situation de n'importe quelle firme d'une manière professionnelle et très simple.

## 1.1. Fondamentaux de l'analyse financière

Cette section va permettre de décortiquer le concept d'analyse financière pour faciliter la compréhension du sujet au fil de la lecture.

### 1.1.1. Chronologie de l'analyse financière

La détermination des banques et des institutions de crédits à vouloir apprécier la solvabilité et le risque de défaut de paiement de leurs créanciers a fait naître des notions très populaires telles que la structure du bilan et équilibres emplois ressources.

À la fin des années 60, après que l'analyse financière faisait fureur et avait pris une ampleur considérable, un événement important s'en est suivi, le développement des métiers de l'ingénieur-conseil et analyste financier qui se préoccupaient de plus en plus de la gestion de portefeuille et de la maîtrise du risque.

En 1970 l'analyse financière connaît une nouvelle évolution qui permettra de la simplifier et de la clarifier pour une meilleure communication et une interprétation logique, car la montée simultanée de l'inflation et de la récession des années 70 a fait que les analystes devaient intégrer des données plus complexes pour des études et résultats poussés.

Les années 80/90 se traduisaient par un intérêt capital de l'évaluation de la valeur des entreprises.

Mais ce n'est pas le point de départ de tout cela, si nous remontons dans les livres d'histoire, nous pouvons évaluer que des tablettes d'argile au cloud<sup>1</sup>, la comptabilité et la finance ont connu de vastes changements d'outils, de méthodes et d'orientations depuis leur création. Mais elles continuent d'évoluer face à un environnement en constante mutation.

La tenue des comptes remonte au début de l'histoire humaine. Des documents comptables primitifs ont été retrouvés dans les ruines de la Mésopotamie, de Babylone et d'autres civilisations anciennes datant de plusieurs milliers d'années. Les premiers comptes remontent aux civilisations mésopotamiennes tenant des registres qui détaillent les transactions concernant les animaux, le bétail et les cultures.

Les comptables sont probablement apparus alors que la société était encore dans un système de troc et d'échanges (avant 2000 avant J.-C.) Les grands livres de cette époque se lisent comme des récits avec les dates et les descriptions des échanges effectués ou les conditions des services rendus. Toutes transactions étaient conservées dans de grands livres individuels et, en cas de litige, ils fournissaient des preuves lorsque les affaires étaient portées devant les magistrats<sup>2</sup>.

Jusqu'à la fin des années 1400, ces informations étaient toujours organisées dans un style narratif avec tous les chiffres en une seule colonne, si un montant a été payé, dû ou autre. Cela s'appelle la comptabilité à entrer unique et est similaire à ce que beaucoup d'entre nous font pour garder une trace de nos chèquiers.<sup>3</sup>

En 1494, celui qu'on appelait le père de la comptabilité, a publié un manuel intitulé « *Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionalita* » qui jetait les bases de la comptabilité double comme celle que nous connaissons aujourd'hui, il s'agit bien de **Luca Pacioli**, cependant, le grand public n'a pas pu voir ces enregistrements, du moins pas encore.

La découverte du nouveau continent et les vagues migratoires intenses d'européens ont conduits à un développement très rapide de ces nouvelles terres, le développement des sociétés aux États-Unis et la venue du chemin de fer ont été les vecteurs de la transformation de la comptabilité en pratique comptable. De ces deux facteurs, le chemin de fer était de loin le plus percutant. Pour transporter les biens et les personnes à leur destination, il fallait des réseaux de distribution, des horaires d'expéditions, la collecte des recettes, des tarifs compétitifs. Le moyen d'évaluer si tout cela était fait de la manière la plus efficace possible, la comptabilité répondait à toutes ces questions avec ses estimations de coûts, ses états financiers, ses ratios d'exploitation, ses rapports de production et une multitude d'autres paramètres donne aux entreprises les données dont elles ont besoin pour prendre des décisions éclairées.

Imaginons que vous dirigiez une entreprise et que votre passif courant monte en flèche (généralement les dettes à moins exigibles à moins d'un an). Comment sauriez-vous si vous les suivez ? Comment détermineriez-vous ou mesureriez-vous la probabilité que l'entreprise soit en mesure de payer ses dettes à court terme ? C'est là que l'analyse financière est devenue extrêmement utile aux dirigeants d'entreprise ainsi qu'aux employés.

Avant 1929, au milieu de XIX<sup>e</sup> siècles dans un contexte de développement industriel et dans une optique d'expansion, les industries se ruiaient sur les nouveaux types de crédits accordés

---

<sup>1</sup> Le Cloud (ou cloud computing) est une technologie qui permet de mettre sur des serveurs localisés à distance des données de stockage ou des logiciels qui sont habituellement stockés sur l'ordinateur d'un utilisateur, voire sur des serveurs installés en réseau local au sein d'une entreprise.

<sup>2</sup> A. (2019, 9 December). History and the development of financial analysis. Consulté 10 juin 2020, à l'adresse <https://www.fintibi.com/history-and-the-development-of-financial-analysis/>.

<sup>3</sup> P. (2020, 20 janvier). Histoire financière : l'évolution de la comptabilité. Consulté 10 juin 2020, à l'adresse <https://www.lefinancier.fr/education/finances-d-entreprise-comptabilite/histoire-financiere-levolution-de-la-comptabilite>.

par les banques, nous parlons ici de l'avènement des crédits d'exploitation. Ces derniers faisaient objet de solides garanties qui consistaient dans la majeure partie des cas et surtout dans les pays européens et plus précisément en France dans des biens fonciers et immobiliers.

Dans l'autre côté aux USA le majeur inducteur de l'avènement de l'analyse des états financiers était l'industrialisation de l'économie, le management professionnel ainsi que le secteur financier prenant plus de place. Les banquiers mesuraient la solvabilité de l'entreprise dans une optique liquidative ignorant tout autre facteur expliquant les performances et la pérennité de l'entité.

À la suite du *krach boursier de 1929*, le Congrès américain a adopté le *Security Act de 1933* et le *Security Exchange Act de 1934*. Ces lois interdisaient la tromperie, les fausses déclarations et autres fraudes lors de la vente de titres. Il a également créé la *Security and Exchange Commission (SEC)*, en lui donnant de larges pouvoirs pour superviser et réglementer le secteur des valeurs mobilières. L'*Exchange Act* a également habilité la SEC à exiger des rapports périodiques d'information de la part des sociétés dont les titres sont cotés en bourse<sup>4</sup>.

Peu après, les professionnels de la finance prenaient conscience qu'une firme pouvait être solvable, mais non liquide, il s'est découlé plusieurs règles comme le fait d'associer la durée du financement à la durée du bien financé. Les banques ont mis une nouvelle technique en place consistant à octroyer à un montant inférieur au bien garanti, la marge était la différence entre actif circulant et dettes circulantes à moins d'un an, le concept de *fonds de roulement* est donc né.

En 1945, la fin de la Seconde Guerre mondiale a permis d'ouvrir les esprits et à encourager les pays à s'industrialiser d'avantages, cela a permis aux banques d'innover pour répondre à une telle demande, c'est à partir de là que le concept d'*autofinancement* commença à se faire connaître, cela est apparu en exigeant aux industriels un plan de financement détaillé permettant de mesurer les ressources internes réellement secréter par les entreprises. Dans cette optique, les banquiers ne regardaient guère la nature des investissements des industriels, mais, se contentaient du plan de financement de la firme et sa capacité de remboursement.

Suis à cela, une optique de continuité d'exploitation voit le jour en mettant en évidence l'équilibre entre emplois et ressources, de ce fait, la notion de *capacité d'autofinancement* devient la base de l'obtention des emprunts.

Dès les années 60, on s'aperçoit que les problèmes de liquidités et d'équilibre au bas du bilan ne viennent pas en réalité de la différence entre actif circulant et passif à moins d'un an, mais du décalage existant entre le paiement des charges d'exploitation et l'encaissement des produits du même type (exploitation). On constate que le bas du bilan est certes liquide à court terme, mais récure à chaque exercice et à chaque augmentation de l'intensité de l'activité, il se caractérise donc par une particularité à être liquide, mais permanent à activité constante.

Dès les années 70, un climat critique s'installe, une crise d'une grande envergure touche la planète entière sur un point très sensible au plan international, ce point est la crise pétrolière de l'automne 1973, un sujet qui a remué la scène politique, mais surtout économique, installant ainsi une récession tout en provoquant une inflation considérable. Cela a permis de remettre en cause la réalité économique de la capacité d'autofinancement qui représentait un flux théorique et potentiel, de là vient un nouveau concept plus satisfaisant qui est plus en relation avec l'exploitation de l'entreprise et ne prend en compte ni impôt ni charge financière, il s'agit de l'excédent de trésorerie d'exploitation.

---

<sup>4</sup> A. (2019, 9 December). History and the development of financial analysis. Consulté 13 juin 2020, à l'adresse <https://www.fintibi.com/history-and-the-development-of-financial-analysis/>.

La fin des années 70 marque une étape très importante pour le monde de la finance en général et celle de la finance d'entreprise en particulier, en effet le tournant se fait suite à la conférence du G7 de Toronto de 1979 où ces puissances décident de mettre fin à l'économie dite d'endettement au détriment des marchés financiers. Les capitaux propres étant maintenant la source de financement de base, la problématique change de rive et se penche vers l'évaluation de ces capitaux et donc de la valeur de l'entreprise. De ce fait l'accent est mis sur la rentabilité de l'entreprise et la recherche des flux de trésorerie disponibles.

Toutefois, il est à noter que malgré le passage sévère vers une économie de marché ne signifie absolument pas que le recours à l'endettement est oublié, il est juste constaté que le recours à ce dernier devient progressivement accessible aux entités ayant une capacité d'endettement favorable (en fonction des capitaux propres et flux de trésorerie disponible).

Les années 90 se sont caractérisées par le développement de l'informatique et donc la possibilité de faire des simulations permettant de mieux maîtriser le risque et d'établir le maximum de scénario pour se préparer à d'éventuels imprévus.

### 1.1.2. Définition de l'analyse financière

La définition de ce concept diffère d'un auteur à un autre, parmi les plus connues, nous pouvons citer celle de COHEN Elie : « *L'analyse financière constitue un ensemble de concepts, méthode et instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, et à la qualité de ses performances* »<sup>5</sup>

Ainsi que celle de LAHILLE Jean-Pierre : « *L'analyse financière peut être définie comme une démarche, qui s'appuie sur l'examen critique de l'information comptable et financière fournie par une entreprise à destination des tiers, ayant pour but d'apprécier le plus objectivement possible sa performance financière et économique (rentabilité, pertinence des choix de gestion...), sa solvabilité (risque potentiel qu'elle présente pour les tiers, capacité à faire face à ses engagements...) et enfin son patrimoine* »<sup>6</sup>

Pour aller plus loin que ces auteurs, nous allons éplucher ce concept afin de l'éclaircir et de le simplifier. Prenons d'abord le mot *analyse* ;

Selon le dictionnaire LAROUSSE, une analyse est une « *Étude minutieuse, précise faite pour dégager les éléments qui constituent un ensemble, pour l'expliquer, l'éclairer : Faire l'analyse de la situation.* »

Donc une analyse s'agit d'une étude effectuée dans le but de connaître, de distinguer les diverses parties d'un ensemble, d'un tout, dans le but d'identifier ou d'expliquer les rapports qui les relient les unes aux autres.

Puis l'adjectif financier, selon LAROUSSE : « *Qui concerne la gestion des patrimoines privés ou publics ainsi que les opérations effectuées sur le marché des capitaux à long terme (émissions d'actions, d'obligations).* »

Ainsi l'adjectif financier renvoie à tous ce qui est relatif aux ressources pécuniaires dont dispose une personne, un groupe et au milieu de la finance et aux affaires d'argent.

Par conséquent nous pouvons définir l'analyse financière comme une démarche intellectuelle permettant d'étudier les résultats historiques de l'entreprise ainsi que les données prévisionnelles en utilisant des méthodes de recueil d'informations. Puis fonder des hypothèses

<sup>5</sup> COHEN, Élie. Analyse financière. 4e édition. Paris : Economica. (2004). P.07.

<sup>6</sup> LAHILLE, Jean-Pierre. Analyse financière. 1ere édition. Paris : Dalloz. (2001). P.01.

et des suppositions. Cette démarche passe par un cheminement de questionnements logiques tout en utilisant des concepts d'analyse de performances, de risque et de solvabilité, pour ensuite aboutir à des conclusions et recommandations pouvant servir de support à des décisions stratégiques.

Naturellement, l'analyse financière consiste à comprendre le passé pour diagnostiquer le présent et essayer de prévoir l'avenir.

### 1.1.3. Principaux questionnements de l'analyse financière

Les principales questions de l'analyse financière dépendent de ceux qui les posent et de leurs buts ;

- Les premiers concernés par l'analyse financière sont **les prêteurs**, et cela depuis le début comme nous l'avons vu dans la sous-section 1.1, la préoccupation des prêteurs se résume en une seule question qui est la suivante ;

*Est-ce que l'entreprise va être capable ou non de tenir ses engagements de remboursements et de paiements des intérêts ?*

L'appréciation de la solvabilité ou du risque de faillite est le thème fondamental et traditionnel du diagnostic financier, car il représente un caractère vital dans la mesure où une entreprise est insolvable, elle a potentiellement un risque de disparition et de faillite.<sup>7</sup>

- Avec la marchandisation et l'arrivée massive des **actionnaires** poussant les entreprises à une course de profits sans merci, la seule préoccupation de ces derniers peut se résumer comme ceci :

*L'entreprise va-t-elle dans la durée être capable de créer de la valeur ?*

Les actionnaires ont une vue purement pécuniaire visant à maximiser le résultat pour des profits de plus en plus conséquents et dans la majeure partie des cas sans soucier de l'environnement dans toutes les définitions possibles.

- Et enfin, la vision des **dirigeants**, cette optique est plutôt difficile, car elle peut différer d'un dirigeant à un autre selon sa façon de voir les choses, mais dans la majeure partie des cas et dans la logique, ils se soucient de satisfaire les deux protagonistes précédents cités (actionnaires et prêteurs), mais aussi de se poser cette question fondamentale :

*Quelles sont les décisions optimales pour améliorer la performance de la firme dans le but de garder une vision à long terme et de garantir la pérennité dans un environnement instable ?*

Depuis ce point de vue, nous parlerons plus en détail dans la sous-section suivante qui présente les missions de l'analyse financière.

- Mais la littérature financière néglige souvent un autre protagoniste qui peut effectuer une analyse financière, il s'agit d'un **chercheur d'emploi ou bien du salarié** lui-même ; en effet tous les salariés ou ceux qui cherchent un emploi n'ont pas cette culture financière et cette vision des choses, mais ceux qui peuvent le faire, le font et pour une raison qui n'est pas des moindres puisqu'ils veulent s'assurer que la firme dans laquelle ils travaillent ou veulent travailler ait un avenir économique et social durable. La question qu'ils peuvent éventuellement se poser est :

*Cette firme, me garantira-t-elle un emploi stable et un salaire respectable pour les x prochaines années ?*

<sup>7</sup> Cohen, Élie. Gestion financière de l'entreprise et développement financier. Dans ; les objectifs et les méthodes du diagnostic financier. Paris, France : Edicef. (1991). P 69-70.

### 1.1.4. Les missions de l'analyse financière,

La gestion financière et l'analyse financière s'amalgament très souvent, cela est absolument normal puisque cette dernière constitue une très grande partie de la gestion financière, et leurs missions se confondent très souvent puisqu'elles sont pratiquement les mêmes.

Nous avons choisi le terme « mission » puisqu'il renvoie à la raison d'être et le cœur d'une activité. Par conséquent, nous allons expliciter les missions essentielles de l'analyse financière d'un point de vue interne, c'est-à-dire en termes de gestion financière.

#### 1.1.4.1. Le maintien et suivi du niveau des performances financières

Une entreprise doit mesurer ses résultats, en assurer un suivi régulier, veiller à ce qu'ils soient en harmonie avec les objectifs mis en place et suivre l'évolution de son environnement. Elle doit analyser les écarts observés et décider de potentielles corrections.

On entend dire par « performances », toute organisation maximisant ses résultats tout en étant efficace et efficiente.

L'efficacité, pour une entreprise sont les objectifs fixés préalablement, elle doit donc établir et évaluer les projets de sorte qu'elle entreprend uniquement ceux dont elle arrivera à tirer des profits (projets rentables). Cela satisfera non seulement l'entreprise elle-même, puisqu'elle dégagera des profits, mais aussi les apporteurs de capitaux. Ainsi, dans le cas d'un emprunt, les responsables devront s'assurer que les ressources financières obtenues seront utilisées dans des conditions suffisamment efficaces pour permettre le versement par l'entreprise des intérêts prévus et des remboursements, aux échéances convenues avec le prêteur.<sup>8</sup>

Mais pour qu'une firme soit performante, l'atteinte des objectifs n'est pas suffisante, elle doit utiliser le moins de ressources possible pour garder le maximum de profits, nous parlons alors ici de l'efficacité. Il s'agit de l'optimisation des ressources consacrées à l'atteinte des objectifs. Les ennemis de l'efficacité sont l'oisiveté et le gaspillage<sup>9</sup>. L'oisiveté est la sous-utilisation d'un facteur de production (par exemple une machine qui ne fonctionne que trois heures par jour) et le gaspillage est la consommation abusive d'une ressource (machine mal entretenue qui nécessite des interventions fréquentes...).

La performance est donc une notion subjective puisqu'elle confronte des réalisations avec les objectifs que l'on s'est préalablement donnés pour les atteindre. Pour autant, cette subjectivité n'implique certainement pas l'absence de mesure ! Celle-ci s'exerce par des indicateurs quantitatifs, mais aussi qualitatifs (souvent construits à partir d'enquêtes). Ces derniers se traduisent souvent par des notes.

Les indicateurs peuvent être des données brutes (effectif de l'entreprise, chiffre d'affaires...), des ratios (taux de marge, taux de notoriété...) ou des pourcentages d'évolution (de données brutes ou de ratios). Les indicateurs d'efficacité sont forcément des ratios.

Un indicateur de performance n'a d'intérêt que s'il est suivi dans le temps et s'il peut être comparé (par exemple avec le même indicateur d'un concurrent).

Il existe plusieurs domaines dans lesquels une entreprise peut être performante. L'ensemble des indicateurs propres à l'un d'eux compose un tableau de bord, destiné à piloter une structure (direction, unité de production...). La périodicité de ce document est adaptée à son utilisation

<sup>8</sup> Cohen, É. Gestion financière de l'entreprise et développement financier. Dans ; les objectifs et les méthodes du diagnostic financier (Paris, France : Edicef. (1991). P 17-18.

<sup>9</sup> Henri Bouquin. Comptabilité de gestion. Economica (2008 ). P 82

(quotidienne, mensuelle, annuelle...)<sup>10</sup>. Le moyen le plus pertinent permettant de suivre les performances de l'entreprise est d'établir des objectifs quantifiable et simple.

### 1.1.4.2. La maîtrise des risques financiers

Avec l'internationalisation et l'interdépendance des marchés, l'exposition des entreprises a des risques financiers n'a jamais été aussi élevé, le plus simple exemple que nous pouvons prendre est la crise actuelle liée au virus *COVID 19*, la communauté financière internationale l'a nommée « *The Great Lock Down* ». Cette dernière a mis la plupart des entreprises dans état extrêmement dangereux.

Avant d'explicitier les principaux risques financiers, nous devons savoir ce qu'est le risque en finance ;

Le risque fait référence à la probabilité que nous recevions un rendement sur l'investissement qui est différent du rendement que nous prévoyons faire. Il y a une différence entre le risque et l'incertitude : le risque à un résultat inconnu, mais nous savons à quoi ressemble la distribution sous-jacente des résultats. L'incertitude implique également un résultat inconnu, mais nous ne savons pas à quoi ressemble la distribution sous-jacente. Ainsi, les jeux de hasard comme la roulette sont risqués, tandis que l'issue d'une guerre est incertaine.

Par ailleurs, nous pensons qu'il est indispensable de distinguer entre ces deux concepts, par conséquent nous proposons ce résumé ;

TABLEAU 1 : COMPARAISON ENTRE LES CONCEPTS D'INCERTITUDE ET RISQUE

Incertitude	Risque
<input type="checkbox"/> Des événements inconnus et non probabilisables.	<input type="checkbox"/> Des événements connus et probabilisables .
<input type="checkbox"/> Une situation floue et opaque.	<input type="checkbox"/> Le concept de "risque" ce base sur le postulat "d'expérience d'autrui".
<input type="checkbox"/> Il n'ya aucune expérience qui peut générer des solutions préalables.	<input type="checkbox"/> Les expériences d'événements similaires permettent de construire des connaissances pour gérer les risque futurs en établissant des modèles mathématiques ou théoriques.
<input type="checkbox"/> En économie,l'incertitude est illustrée par l'avènement de nouvelles technologies,innovations et procédés qui peuvent bouleverser l'économie.	

Source : Fait par nous-mêmes

#### 1.1.4.2.1. Le risque de faillite

Le risque de défaillance constitue un risque vital qui met enjeu la survie même de l'entreprise. Il justifie l'attention que ses responsables accordent à la maîtrise de ce risque et explique pourquoi le maintien de la solvabilité ou de l'équilibre financier (dont nous parlerons juste après) constitue un impératif majeur de la gestion financière. Bien sûr, les crises de solvabilité ne conduisent pas toujours à la faillite et, lorsque la défaillance peut être en fin de compte surmontée, après des problèmes de règlement, l'entreprise échappe à la menace de disparition et assure sa survie. Mais, même dans ce cas, la défaillance entraîne des coûts spécifiques qui

<sup>10</sup>BAUDOT, J.-Y. (s.d.). La performance. Consulté 17 juin 2020, à l'adresse <http://www.jybaudot.fr/Management/performance.html>.

doivent également être pris en compte lorsqu'il s'agit d'apprécier les enjeux du risque de faillite.<sup>11</sup>

L'analyse du risque de faillite est intimement liée à liquidité ainsi qu'à la solvabilité, comme le célèbre adage le dit « l'argent est le nerf de la guerre »<sup>12</sup>. Nous pouvons analyser ce risque de différentes manières que nous verrons dans la deuxième section à travers l'analyse dynamique et statique des financements.

#### 1.1.4.2.2. **Risque de change et de taux**

Les entreprises travaillant à l'international subissent des risques liés aux fluctuations des taux de change, l'exposition à ce risque découle tout d'abord des achats et des ventes de devises qu'une entreprise réalise dans le cadre de l'exercice de ses activités commerciales.

Les fluctuations des taux de change peuvent entraîner une perte de valeur des actifs libellés en devises étrangères. De même, des taux de change plus élevés peuvent augmenter la valeur des dettes libellées en devises étrangères lorsqu'elles sont converties dans la monnaie de référence de l'entreprise.

D'autre part, les entreprises sont soumises à un risque de taux d'intérêt. Il renvoie aux effets défavorables que peuvent engendrer les fluctuations et variations des taux d'intérêt sur les marchés de capitaux. Ainsi, un emprunt à taux d'intérêt variable peut fluctuer avec la hausse des taux, l'entreprise s'expose donc à une potentielle hausse de ses emprunts, par contre si une firme détient des emprunts à taux fixe alors que les taux baissent, elle perdra l'avantage de la baisse des taux et de potentiels gains en diminuant ses charges fixes. Par conséquent il se peut qu'un de ses concurrents eu le sort de profiter de la situation et donc de gratter sur leurs marges afin de gagner des parts de marché.

Il faut tout de même comprendre qu'il y a une relation inévitable entre le taux de change et le taux d'intérêt, cela revient de la macroéconomie, mais, il est important de le mentionner puisque les entreprises pourront faire des stratégies afin profiter des situations au lieu de se laisser emporter par une vague de perte<sup>13</sup>. Tout d'abord, un taux d'intérêt plus élevé indique une économie forte et les investisseurs sont plus sujets d'investir dans une économie qui croît. La demande pour la monnaie locale est donc susceptible d'augmenter, cela conduit généralement à une augmentation de sa valeur. En bref, un taux d'intérêt plus élevé signifie que vous obtenez un meilleur taux de rendement sur le capital que vous détenez dans un compte bancaire. Les investisseurs préfèrent donc investir des capitaux dans les pays qui ont un taux d'intérêt plus élevé. Le contraire est bien évidemment applicable.

Applicable est bien un grand mot puisque tout cela n'est que théorie, dans les faits, un accroissement ou un abaissement des taux peut avoir l'effet inverse sur les taux de change. Pendant la lecture des données économiques, la tendance est plus significative que le chiffre lui-même. Si la hausse/baisse des taux est anticipée par la plupart des investisseurs, le taux de change intègre déjà l'annonce avant qu'elle ne soit faite. Si l'annonce prend à contrepied le

<sup>11</sup> Cohen, Élie. Gestion financière de l'entreprise et développement financier. In les objectifs et les méthodes du diagnostic financier. Paris, France : Edicef. (1991). P 21.

<sup>12</sup> Proverbe latin. Ce proverbe est cité par Cicéron et semble dériver de l'expression : « L'argent est le nerf des affaires. » Il semble avoir été rendu populaire en France par Rabelais dans Gargantua.

<sup>13</sup> Nous pensons ici à des stratégies de hedging en ayant recours à des produits dérivés tels que les futurs ou les options sur change ou sur taux.

consensus (la perception globale du marché), c'est généralement ici qu'il y a les plus gros mouvements sur les taux de change.

#### 1.1.4.2.3. Le risque d'endettement

Pour cette rubrique, nous consacrerons plus de détails dans la section 2, partie de l'effet de levier et la partie de financement, mais nous pouvons dire que le risque d'endettement est lié à la structure du financement de l'entreprise. Lorsqu'une entreprise augmente son endettement, elle s'engage à dégager des profits supplémentaires pour assurer la rémunération et le paiement de ses prêteurs. En conséquence, si son activité dégage des produits d'exploitation faibles, la firme subira une perte sévère du fait du service de la dette et dégagera un résultat global défavorable. Par contre, si les produits d'exploitation sont abondants, la charge de la dette sera épongée sans difficulté et l'endettement aura alors permis d'améliorer la rentabilité de l'entreprise. Nous allons apprécier cette relation dette et rentabilité un peu plus tard.

Il est à noter aussi que le risque d'endettement est fondamentalement lié au risque de taux, comme nous l'avons explicité juste avant, plus le taux d'intérêt augmente plus le coût lié à l'endettement augmente.

#### 1.1.4.2.4. Le risque d'exploitation

La structure des coûts est un élément déterminant dans l'activité de l'entreprise, l'agencement et la maîtrise de ce volet peuvent garantir une pérennité à très long terme pour les firmes. La répartition des coûts fixes et variables joue un rôle important pour la compétitivité et la maîtrise du risque.

En effet cette répartition influence la sensibilité du résultat d'exploitation par une simple variation du niveau d'activité. Nous démontrerons dans la section 2, dans l'étude du risque de la structure des marges et plus précisément dans la rubrique de l'effet ciseaux et point mort, que plus les charges fixes prennent une place prépondérante et importante dans la structure des coûts, plus l'entreprise est susceptible de subir une volatilité du résultat opérationnel par rapport à son activité.

Ainsi la structure des coûts suscite un risque qu'on caractérise comme risque d'exploitation ou opérationnel.

#### 1.1.4.3. Le maintien de la solvabilité

*« L'analyse des risques financiers auxquels l'entreprise doit faire face a conduit à souligner l'importance du risque de faillite. Or la source fondamentale d'un tel risque réside dans l'insolvabilité possible de l'entreprise. C'est pourquoi il apparaît nécessaire de mettre l'accent sur l'importance que revêt le maintien de la solvabilité parmi les missions assignées à la gestion financière, même si cette mission ne constitue au fond qu'une traduction particulière de la mission générale relative à la maîtrise des risques financiers ».*<sup>14</sup>

Contrôler et maintenir la solvabilité d'une firme est issue du principe de l'orthodoxie financière lui-même. En effet un bon management implique le suivi et le bon respect de certaines règles de bonne pratique, cela, dans le but que certains seuils établis par des ratios ne soient pas dépassés. En analyse financière, la solvabilité mesure l'aptitude d'une firme à payer l'ensemble de ses dettes en utilisant l'ensemble de ses actifs en cas d'arrêt de son activité et de liquidation.

<sup>14</sup> Cohen, É. Gestion financière de l'entreprise et développement financier. In les objectifs et les méthodes du diagnostic financier. Paris, France : Edicef. (1991). P 22-23.

Par contre, la liquidité mesure l'aptitude de l'entreprise à faire face à ses engagements d'une échéance donnée en mobilisant ses avoirs disponibles à la même échéance.

Donc, nous pouvons dire que l'entreprise est solvable lorsqu'elle est en mesure d'honorer tous ses engagements en liquidant tous ses actifs. C'est-à-dire si elle cesse ses activités et met en vente tous ses actifs. Une entreprise est dite solvable aussi quand sa structure du bilan concernant les dettes n'est pas exubérante et ne joue pas beaucoup avec les dettes ( nous verrons plus cela dans l'étude de l'effet de levier).

Une entreprise qui est dite insolvable sera dans la majeure partie des cas poursuivis en justice pour que les créanciers reçoivent leurs parts en liquidant la société, on dit alors que la société est en état de « faillite » (bankruptcy)

#### 1.1.4.4. La maximisation de la valeur de l'entreprise

La maximisation de la valeur de l'entreprise est le cœur même de notre sujet, nous allons constituer une analyse financière et voir comment les décisions pouvons être prises par les conclusions de celle-ci, pourrons améliorer la valeur de l'entreprise, le pourquoi de cela (c'est-à-dire pourquoi améliorer cette valeur) se trouvera dans le deuxième chapitre dans la rubrique du rôle de l'évaluation.

L'analyse financière prend en compte la valeur d'anticipation ou futur de la firme et ne se limite pas à son patrimoine, cette valeur dite d'anticipation se base sur des hypothèses afin de projeter les cash-flows futurs puis de les ramener à leur valeur actuelle. En d'autres termes il s'agit du calcul de la valeur par la méthode de discounted cash-flow sur laquelle nous parlerons plus en détail dans le chapitre deux, section deux.

La valeur d'une firme n'est pas une grandeur figée, elle est au contraire dynamique. Les informations et les événements actuels obligent les entreprises à réexaminer constamment la valeur de l'entreprise, en effet les événements actuels changent la perception du futur, ce qui oblige à réévaluer la firme à la baisse ou à la hausse selon le type d'évènement/information.

Nous pouvons prendre exemple d'une entreprise lambda qui réussit à établir un contrat pour un projet pouvant ramener énormément d'entrées d'argent. Celle-ci sera maintenant obligée de revoir sa valeur à la hausse en incluant le potentiel projet.

Si c'est une entreprise cotée, TESLA ou APPLE sont les meilleurs exemples illustratifs à cause de leur popularité et sensibilité au public (mouvement moutonnier). Prenons l'exemple d'Apple : dès l'arrivée de la crise de coronavirus impliquant l'anticipation de la baisse des ventes et l'annonce des restructurations de la baisse d'effectifs dans les usines en chine<sup>15</sup>, le marché corrige la valeur de l'action en prenant en considération l'information en question faisant ainsi chuter le prix du titre de 34,53% en seulement 1 mois.

La maximisation de la valeur de la firme revête d'une importance incontestable pour les firmes modernes que nous connaissons aujourd'hui, mais cela ne doit pas se limiter à gonfler les poches des dirigeants et actionnaires, Pearlstein explique ; « *In the Roundtable's new formulation of corporate purpose, delivering value to customers, investing in employees, dealing fairly and honestly with suppliers, supporting communities and protecting the environment all have equal billing with generating long-term value for shareholders. The statement rejects the whole idea of 'maximizing' one value to the exclusion of all the others.*

---

<sup>15</sup> Breaking News. (2020, 21 avril). Les usines d'Apple ; iPhone en Chine ont réduit leurs effectifs en raison de la baisse de la demande. Breakingnews.fr. <https://www.breakingnews.fr/technologie/smartphone/les-usines-diphone-en-chine-ont-reduit-leurs-effectifs-en-raison-de-la-baisse-de-la-demande-455285.html>

*Instead, it acknowledges the need for balance and compromise in serving all of a company's stakeholders. »<sup>16</sup>*

Traduction ; « *Dans la nouvelle formulation de l'objet social, offrir de la valeur aux clients, investir dans le personnel, traiter de manière juste et honnête avec les fournisseurs, soutenir les communautés et protéger l'environnement sont autant d'éléments qui ont la même valeur que la création de valeur à long terme pour les actionnaires. La déclaration rejette l'idée de "maximiser" une valeur à l'exclusion de toutes les autres. Elle reconnaît plutôt la nécessité d'un équilibre et d'un compromis au service de toutes les parties prenantes d'une entreprise. »*

### 1.1.5. Les sources d'information de l'analyse financière

Pour établir une analyse parfaite, l'analyste doit se procurer quelques documents qui lui seront indispensables, il s'agit d'une mine d'information ou l'analyste peut trouver tout ce qu'il désire pour établir un jugement de l'entité qu'il est en train d'analyser.

Mais celui-ci doit faire preuve de bon sens, car trop d'information peut l'induire en erreur. La caractéristique à double tranchant pour l'analyse des données dans tous domaines confondus est qu'on peut faire dire tout ce que l'on veut aux supports dont l'analyste dispose. C'est pour cela que l'objectivité et la sincérité est une énorme vertu chez analyse qui se respecte.

C'est ainsi que nous allons, illustrer et expliquer les différents documents comptables nécessaires pour l'établissement d'une analyse financière correcte. (Le bilan, le compte de résultat, le tableau flux de trésorerie, les annexes).

#### 1.1.5.1. Le bilan

En premier lieu il va falloir distinguer entre le bilan comptable et le bilan financier ;

##### 1.1.5.1.1. Le bilan comptable

C'est un document comptable qui reflète la situation de l'entreprise à un instant précis (une date précise) ce document donne un aperçu de la structure financière de l'entreprise en présentant des actifs et des passifs, il s'agit donc d'un document qui fait objet de synthèse de la situation patrimoniale de la firme a un moment voulu et précis, cela peut être illustré comme étant une photographie de ses droits et de ses obligations.

Selon BARUCH Philippe et MIRVAL Gérard :

*« Un bilan comptable est un tableau représentatif du patrimoine de l'entreprise qui montre à un moment donné l'ensemble des ressources et des emplois de l'entreprise. Le bilan comptable sera utilisé pour l'analyse de l'équilibre financier de l'entreprise ».*<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Denning, S. (2019, 20 août). Why Maximizing Shareholder Value Is Finally Dying. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2019/08/19/why-maximizing-shareholder-value-is-finally-dying/#5adde3d66746>

<sup>17</sup> BARUCH, Philippe et MIRVAL, Gérard. Comptabilité générale. France : Ellipses. (1996). P.39

Le bilan comptable se présente de cette manière :

TABEAU 2 : BILAN COMPTABLE (EXPLICATIONS)

<u>Actif</u>	<u>Passif</u>
<p><b>L'actif non courant</b> : c'est l'ensemble des biens durables non destinés à la revente à court terme, ces biens peuvent être <b>des immobilisations corporelles</b> (tangibles ; terrains, constructions, matériels industriels), <b>des immobilisations incorporelles</b> (intangibles ; brevets, fond commercial, marque, goodwill, base de données...), ou bien <b>des immobilisations financières</b> (principalement des titres de participation. Ou des prêts accordés par l'entreprise, des dépôts de cautionnements...).</p> <p><b>L'actif courant</b> : représente tous les actifs d'exploitations et hors exploitations qui sont destinées à une durée qui ne dépasse pas l'exercice (moins d'une année).</p> <p><b>Les stocks</b> : c'est l'ensemble des biens acquis ou créés par la firme qui sont destinés à la revente ou à être consommés aux besoins de la production ou de l'exploitation. ( Les marchandises, et les produits finis, les matières et fournitures, les produits en cours.)</p> <p><b>Les créances</b> : l'ensemble des droits acquis par l'entreprise à la suite de ses relations avec les tiers (crédits).</p> <p><b>Les disponibilités</b> : sont des avoirs en banques ou en caisse (CCP).</p>	<p><b>Les capitaux propres</b> : Sont des ressources permanentes mises à la disposition de l'entreprise et qui sont constituées des apports initiaux et d'une fraction du surplus monétaire. ( le capital social et les primes liées, les écarts de réévaluation, les bénéfices mis en réserve, les subventions d'équipement, les provisions réglementées.)</p> <p><b>Les provisions pour risques et charges</b> : écriture comptable servant à tenir compte d'une charge qui n'est pas encore certaine, mais que par prudence on juge nécessaire d'anticiper.</p> <p><b>Les dettes</b> : on peut distinguer :</p> <p><b>Les dettes financières</b> : Des dettes à long terme. Elles se répartissent en trois rubriques : les emprunts obligataires ; les emprunts auprès des établissements de crédit et les emprunts et dettes financières divers.</p> <p><b>Les dettes d'exploitations</b> : les avances et acomptes reçus sur commandes, les dettes fournisseurs et les dettes fiscales et sociales.</p> <p><b>Les dettes diverses</b> : une rubrique résiduelle de dettes qui ne relèvent ni de la logique de l'endettement financier ni de celle de l'exploitation.</p>

Source : Fait par nous-mêmes

L'objectif du bilan comptable est premièrement de répondre à des obligations comptables et fiscales puis, présenter la situation financière synthétique de l'entreprise à la fin d'un exercice, évaluer le résultat de l'exercice, mais aussi comme outil d'analyse de la situation financière et des performances de la firme.

#### 1.1.5.1.2. Le bilan financier

Selon **BARREAU Jean et DELAHAYE Jacqueline** le bilan financier est défini comme suit : « *Le bilan financier possède les mêmes postes que le bilan comptable avec retraitements déjà effectués. Il permet à l'analyste de faire une évaluation plus proche de la réalité économique de l'entreprise afin de détecter les éventuelles anomalies qui existent au sein de cette dernière et de prévoir son avenir économique* ». <sup>18</sup>

Le bilan financier propose donc d'apprécier le patrimoine de l'entreprise et son aptitude à faire face à ses échéances à court terme. Les emplois et les ressources sont évalués à leur valeur vénale. Les actifs sont classés selon leur degré de **liquidité** tandis que les passifs sont classés par ordre **d'exigibilité**.

L'objectif de ce bilan est :

- d'évaluer le patrimoine de l'entreprise,

<sup>18</sup> BARREAU, Jean, DELAHAYE, Jacqueline. Gestion financière. 4e édition. Paris : DUNOD. (1995). P.74

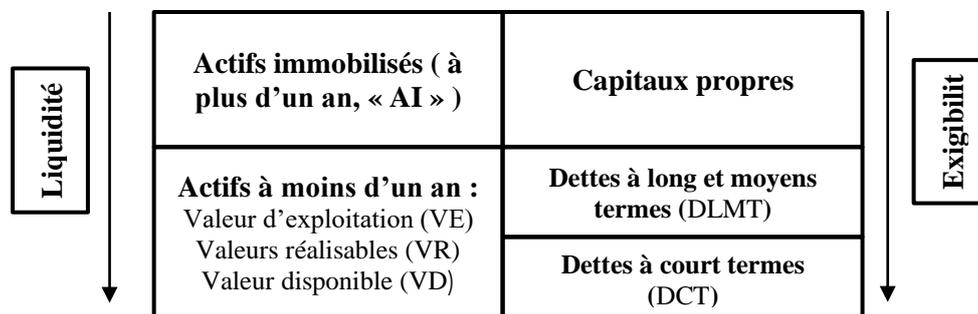
• Mais aussi d'apprécier :

- o la valeur de l'entreprise dans certaines situations ou circonstances,
- o la solvabilité de l'entreprise, le niveau d'endettement,
- o le risque éventuel d'insolvabilité, de défaillance, de cessation de paiement ou de faillite.

Pour passer du bilan comptable au bilan financier, il va falloir passer par une étape importante qui est « les reclassements et retraitements » ;

- **Les reclassements** : cette étape repose sur trois critères indispensables qui sont :
  - Classer les éléments de l'actif suivant le degré de liquidité croissante à partir u haut du bilan.
  - Classer les éléments passifs suivant le degré d'exigibilité croissante à partir du haut du bilan.
  - Regrouper à l'actif et au passif les éléments patrimoniaux selon leur échéance a plus ou moins d'un an. Comme le montre le schéma suivant ;

FIGURE 1 : DISPOSITION DU BILAN PATRIMONIALE



Source : Fait par nous-même

- **Les retraitements** :  
→ Retraitements et reclassements de l'actif.

**Actifs fictifs (non-valeurs) :**

Tous les postes de l'actif dépourvus de valeur vénale doivent être éliminés du bilan patrimonial. En contrepartie, les capitaux propres sont réduits du même montant.

- Frais d'établissement,
- Frais de recherche et développement,
- Charges à répartir sur plusieurs exercices,
- Les primes de remboursement des obligations (en cas d'emprunt obligataire)

À noter que dans l'optique patrimoniale du bilan (optique liquidative reposant sur une analyse exigibilité/liquidité), le crédit-bail n'est pas à retraiter. En effet, l'entreprise n'étant pas propriétaire du bien, celui-ci ne doit pas figurer à l'actif du bilan.

**L'écart de conversion-actif :**

Représente une perte latente. On élimine l'écart à l'actif et la provision pour perte de change correspondante au passif, transféré dans l'actif à moins d'un an (principe général). L'écart de conversion actif correspond à la diminution des créances et l'augmentation des dettes.

**Charges constatées d'avance :**

En principe, ce sont de véritables créances à rattacher aux créances à moins d'un an. Si elles sont incertaines, alors, par prudence, elles peuvent être considérées comme des non-valeurs et

éliminées de l'actif et donc déduites des capitaux propres. Les retraitements doivent être effectués en fonction des informations disponibles.

#### **Les stocks-outils :**

C'est le stock minimum indispensable pour permettre à une entreprise d'assurer normalement son exploitation ; sont retranchés des stocks pour être mis aux valeurs immobilisées (actifs permanents +1 an).

#### **Valeurs mobilières de placement (VMP) :**

Considérées comme de quasi-liquidités, elles sont reclassées dans les valeurs réalisables ou bien dans les valeurs disponibles si elles sont plus facilement liquides et négociables.

Ces VMP sont des placements financiers destinés à rentabiliser l'excédent de trésorerie et de le fructifier au maximum. L'entreprise procède ainsi à l'achat de titres financiers à court terme pour profiter de la situation du marché et de l'argent à court terme. C'est pour cela qu'il faut absolument les différencier des titres de participations qui ne sont pas dans la cadre du court terme (investissements à long terme).

#### **Le fonds de commerce :**

Il faut s'assurer que la valeur du fonds de commerce est significative (valeur vénale), dans le cas contraire il est retranché de l'actif à plus d'un an. La valeur fonds commercial est fondée sur la rentabilité de l'entreprise laquelle disparaît si l'activité cesse.

#### **Le capital souscrit non appelé :**

Le compte « Capital souscrit non appelé » (compte 109) est la contrepartie à l'actif d'un engagement des actionnaires qui est comptabilisé dans le capital social de l'entreprise. Il s'agit donc d'une créance de la société sur ses actionnaires : ceux-ci peuvent être appelés à verser les fonds convenus sur simple décision du conseil d'administration ou du directoire de l'entreprise<sup>19</sup>. Il doit donc être éliminé de l'actif et des capitaux propres (actif fictif). Toutefois, si un versement doit avoir lieu dans moins d'un an, alors il doit être transféré dans les créances à court terme.

#### **Les effets escomptés non échus :**

Reclassés en dettes financières à court terme et la contrepartie, ajoutée aux comptes clients et à la trésorerie à moins d'un an. La raison de cela est due au principe de solidarité de l'entreprise qui s'engage à payer la banque en cas d'impayé de la part de son créancier.

Nous pouvons résumer les retraitements et reclassements (actifs) avec le schéma suivant :

TABLEAU 3 : RETRAITEMENTS ET RECLASSEMENTS D'ACTIFS

Rubriques du bilan financier	Montants à ajouter	Montants à retrancher
Actif à plus d'un an	Part à plus d'un an des créances	Non-valeurs du tableau des plus ou moins values : - Frais d'établissement - Charges à répartir sur plusieurs exercices - ...
	Stock outil	
Actif à moins d'un an	Part à moins d'un an des immobilisations financières	Part à plus d'un an de l'actif circulant
	Effets escomptés non échus	

Source : Melyon, G. Gestion financière. Dans du bilan comptable au bilan financier. Bréal.

<sup>19</sup> Bruslerie, H., & de la Bruslerie, H. Analyse financière 4e éd. Dans Analyse de l'actif. Dunod. (2010). P 48.

→ Retraitements et reclassements du passif**Les provisions pour risques et charges :**

Elles couvrent des risques et des charges que des évènements survenus en cours rendent probables. Cependant, l'entreprise peut être amenée à provisionner artificiellement un évènement futur, dans ce cas cette provision devient injustifiée et assimilée à une réserve. Deux situations se présentent :

- Les provisions pour risques et charges sont justifiées : elles sont alors assimilées à des dettes. Il faut donc les reclasser en fonction de leur date vraisemblable de réalisation. Soit dans les dettes à plus d'un an. Soit dans les dettes à moins d'un an.
- Les provisions pour risques et charges sont injustifiées : elles sont assimilées des réserves. Il faut donc les reclasser dans les fonds propres (réserves occultes).

**Les Comptes Courants d'associés :**

Ce sont des apports effectués par les associés pour une période plus ou moins longue. Lorsqu'ils sont bloqués ou stables, ils doivent être transférés des dettes financières vers les capitaux propres.

Il est à noter que l'analyste doit faire preuve de sens d'analyse, car dans le cas des PME les comptes ne sont pas toujours bloqués, mais les associés financent durablement la firme. L'analyste doit ainsi chercher une certaine consistance dans le bilan pour conclure que les associés financent durablement l'entreprise (comme s'il était bloqué).

**L'écart de conversion passif :**

Ils correspondent à un gain latent, il s'agit de la diminution des dettes et augmentation des créances. Il convient donc d'être ajouté aux capitaux propres.

**Le résultat de l'exercice. :**

Le bilan patrimonial est réalisé après affectation du résultat il est ainsi reclassé en réserves et viennent augmenter les dettes exigibles à court terme (dividendes à payer).

**Les dettes à long et à moyen terme :**

Il s'agit des dettes exigibles à long terme majoritairement des dettes contractées auprès des établissements de crédit, des emprunts obligataires, mais aussi la part des provisions pour risques et charges dont l'échéance est supérieure à une année. Et la part des produits constatés d'avance dont leurs échéances sont supérieures à un an.

**Les dettes à court terme :**

Les dettes à court terme sont majorées des annuités d'emprunts, des dividendes, des provisions, dont la réalisation de l'objet échoit dans moins d'une année, des effets escomptés non échus (la contrepartie de l'actif).

Nous pouvons résumer les retraitements et reclassements (passifs) avec le tableau suivant :

TABLEAU 4 : RETRAITEMENT ET RECLASSEMENTS PASSIFS

Rubriques du bilan financier	Montants à ajouter	Montants à retrancher
Capitaux propres	Fraction des provisions pour risques et charges non justifiée nette d'impôt	Moins-values globales latentes résultant du tableau de calcul des plus ou moins-values sur éléments d'actif
	Fraction non distribuée du résultat	
	Écart de conversion passif	
	Comptes courants bloqués	
	Plus-values globales latentes résultant du tableau de calcul des plus ou moins-values sur éléments d'actif	
Dettes à plus d'un an	Provisions pour risques et charges certaines et dont l'échéance est égale ou supérieure à un an	Écarts de conversion actif
	Part des produits constatés d'avance à plus d'un an	Part des dettes financières à moins d'un an
Capitaux permanents = Capitaux propres + Dettes à plus d'un an		
Dettes à moins d'un an	Effets escomptés non échus	Néant
	Provisions pour risques et charges à caractère de court terme (exigible)	
	Part à moins d'un an des dettes financières	
	Part des produits constatés d'avance à moins d'un an	
	Bénéfice à distribuer	
	Impôt sur les bénéfices	
	Découverts bancaires et soldes créditeurs des banques	

Source : Melyon, G. Gestion financière. Dans du bilan comptable au bilan financier. Bréal. (2007). P 58.

Toutefois il ne faut pas faire mine d'oublier les autres types de bilans qui peuvent être utilisés dans une analyse financière.

L'analyse financière peut aussi être faite sous une optique fonctionnelle. **Le bilan fonctionnel** est un bilan dans lequel les éléments de l'actif et du passif sont regroupés selon les trois grandes fonctions qui permettent d'analyser la vie de l'entreprise ;

– **La fonction financement** : elle correspond aux ressources stables (capitaux propres, amortissements et provisions, dettes financières stables) placées dans la partie haute du passif du bilan.

– **La fonction investissement** : elle correspond aux éléments figurant en haut de l'actif du bilan, dans l'actif immobilisé, et est exprimée en valeurs brutes.

– **La fonction exploitation** : elle rassemble les postes du bas du bilan (actif circulant à l'actif et dettes non financières au passif)

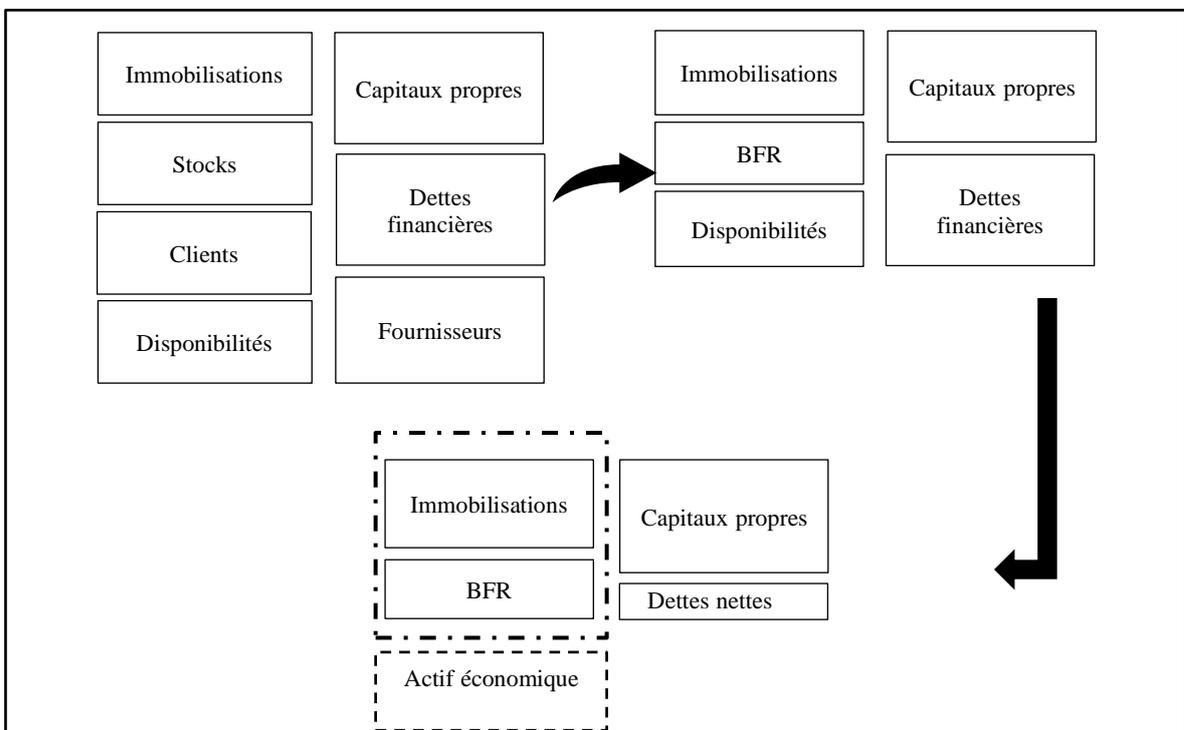
C'est un bilan reprenant les valeurs brutes à l'actif (avant amortissements et provisions pour dépréciation) et dressé avant répartition du résultat de l'exercice. Les amortissements et provisions pour dépréciation viennent au passif, avec les capitaux propres. Les dettes financières (c'est-à-dire les dettes à l'égard des établissements de crédit, ou les emprunts) sont séparées des dettes non financières (dettes à l'égard des fournisseurs, dettes fiscales et sociales...) au passif. Les dettes financières, elles-mêmes, sont divisées en dettes financières stables et en dettes de trésorerie (ex. : découvert bancaire).

Le bilan peut aussi être vu d'une optique économique, cette dernière est utilisée plus souvent par les anglophones, ce bilan fait ressortir les rubriques nécessaires à l'analyse et l'étude de la rentabilité d'une firme ; les rubriques sont :

- Les actifs immobilisés
- Les emplois d'exploitation et les ressources d'exploitation pour le calcul du BFR.
- Les capitaux propres
- L'endettement net.

La somme de l'actif immobilisé et du BFR nous donne l'actif économique, il se calcule aussi par l'addition des capitaux propres et de l'endettement net. La construction de ce bilan peut s'expliquer à travers le schéma suivant :

FIGURE 2 : PASSAGE DU BILAN COMPTABLE AU BILAN ECONOMIQUE



Source : Fait par nous-mêmes

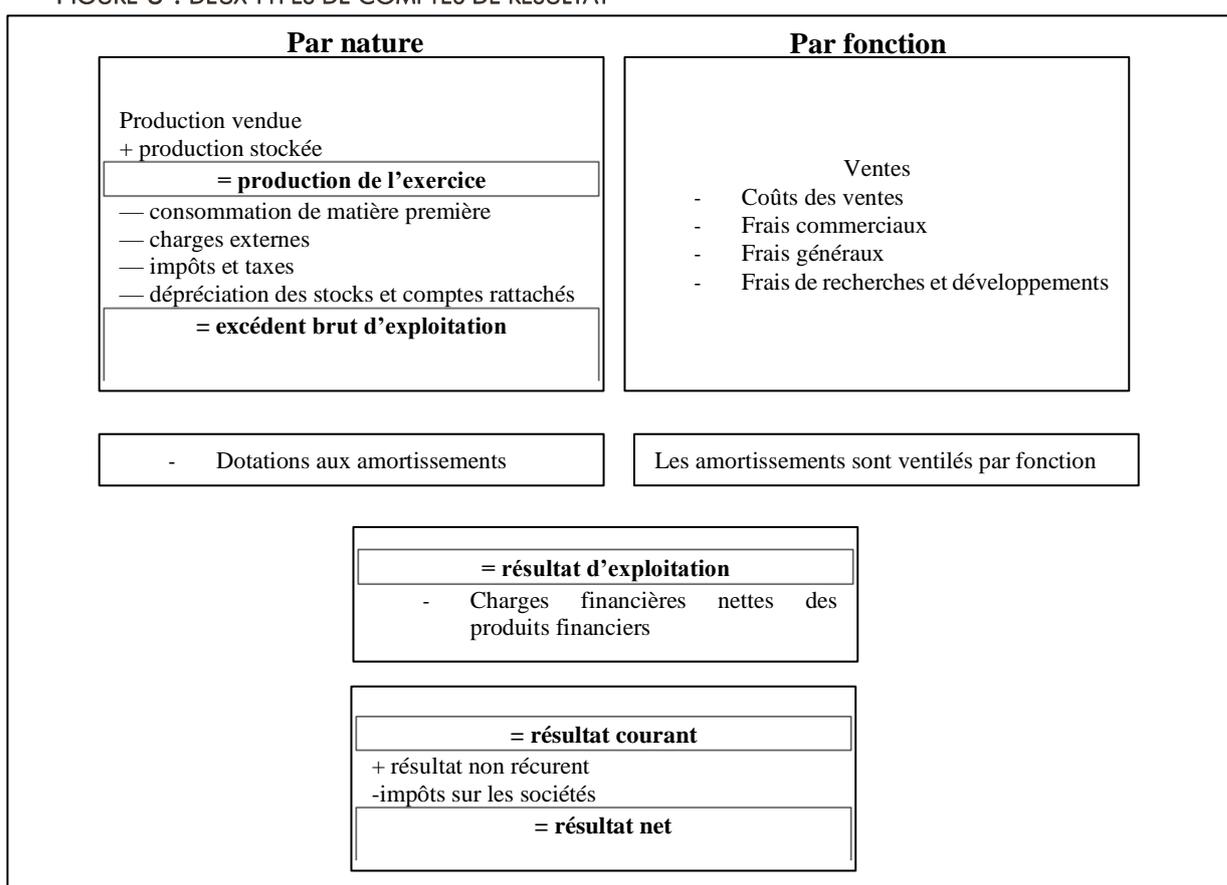
### 1.1.5.2. Le tableau de compte de résultat (TCR)

Plusieurs définitions se livrent ; mais on peut retenir celle-ci si pour mieux comprendre :

Le compte de résultat présente l'ensemble des flux de produits et de charges imputables à la période déterminée par l'exercice comptable. Il est organisé en distinguant les produits et charges d'exploitation, financières et exceptionnels qui mettent en évidence chacun un résultat d'exploitation, un résultat financier et un résultat exceptionnel. À l'intérieur de ces trois rubriques, les charges sont présentées par nature. Le résultat net de l'exercice, bénéfice ou perte, est le solde final du compte de résultat<sup>20</sup>.

Par contre cette définition n'inclut pas le fait qu'il y'ait une conception fonctionnelle du compte de résultat utilisé dans la majeure partie des cas par les anglophones. Son principe est de ventiler les charges par fonction ou destination. Nous parlerons en détail des rubriques et différents comptes composants le compte de résultat (nature) dans la deuxième section. Nous pouvons illustrer ces deux types de compte de résultat par le schéma suivant :

FIGURE 3 : DEUX TYPES DE COMPTES DE RESULTAT



Source : Fait par nous-mêmes

<sup>20</sup> Bruslerie, H., & de la Bruslerie, H. Analyse financière 4e éd. Dans Analyse financière du compte de résultat. Dunod. (2010). P.48.

### 1.1.5.3. Tableaux des flux de trésorerie (TFT)

Cet outil n'est pas beaucoup utilisé par les analystes financiers, mais il devient de plus en plus indispensable contenu de l'importance qui est donnée à la trésorerie pour la survie de l'entité. Cet outil est une mine d'information comme nous le verrons dans la dernière section de ce chapitre concernant l'analyse des financements (en dynamique).

Nous pouvons définir le TFT comme, un tableau qui permet d'**analyser la provenance du flux net de trésorerie** d'une entreprise et **sa variation** d'une année à l'autre en mettant en lumière les opérations qui ont généré des ressources de trésorerie (les encaissements) et celles qui ont consommé de la trésorerie (les décaissements)<sup>21</sup>.

Le but de ce tableau est :

- D'apprécier la situation financière de la firme et sa solvabilité.
- Déterminer la variation de trésorerie générée par les différents cycles (opérationnels, investissements et financements).
- De suivre le chemin de l'argent, d'où il vient et où il va. (comprendre comment l'entreprise génère du cash)
- D'identifier la stratégie de l'entreprise ( croissance interne, externe...)
- D'apprécier les conséquences des choix stratégiques.

Selon le SCF le tableau des flux de trésorerie est un document comptable qui a pour but d'apporter aux utilisateurs des états financiers une base d'évaluation de la capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie, et des informations sur l'utilisation de ces flux de trésorerie.

Le tableau des flux de trésorerie peut se présenter sous différente manière selon les normes auxquelles l'entreprise est soumise, mais elles présentent une caractéristique commune ce qui fait d'ailleurs que le TFT est si unique est indispensable à l'analyse financière, est la différenciation entre les cycles majeurs des flux de trésorerie.

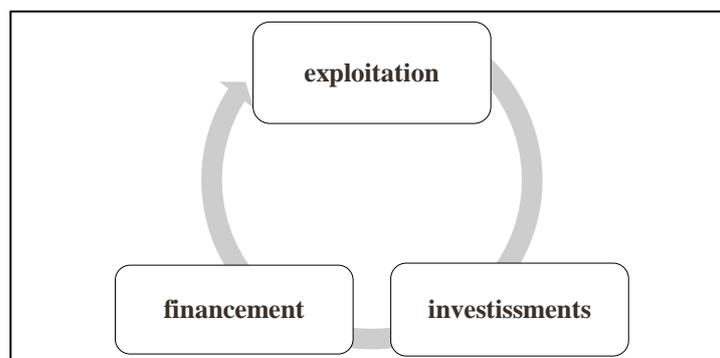
**Cycle d'exploitation ou opérationnel** : des flux essentiellement issus des principales activités génératrices de produits de l'entreprise.

**Cycle d'investissements** : les flux liés aux opérations d'investissements et de désinvestissements.

**Cycle de financements** : tous les flux de financement par crédit, émissions obligataires ou d'actions.

Ces trois cycles sont bien évidemment liés et cette interaction peut être illustrée comme suit :

FIGURE 4 : LES CYCLES MAJEURS DES FLUX DE TRESORERIE



Source : Fait par nous-mêmes

<sup>21</sup> Biramane, H. (2019, 10 mars). Le tableau de flux de trésorerie : synthèse. Compta online. Consulté le 20-07-2020 <https://www.compta-online.com/le-tableau-de-flux-de-tresorerie-synthese-ao3740>.

Le tableau de flux de trésorerie se présente comme suit :

#### 1.1.5.3.1. La méthode directe

La norme IAS 7 encourage les entreprises à présenter les informations sur les flux de trésorerie des activités opérationnelles en utilisant la méthode directe.

TABLEAU 5 : TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE METHODE DIRECTE

	Notes (1)	Année N	Année N-1
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>			
Encaissement reçus des clients			
(-) somme versée aux fournisseurs et au personnel			
(=) Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
(-) intérêts payés			
(-) impôt sur les résultats payés			
(=) flux de trésorerie avant élément extraordinaire			
(-) Eléments extraordinaires			
=flux net de trésorerie provenant des activités opérationnelles (a)			
<b>Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</b>			
(-) Acquisition de filiale sous déduction de la trésorerie acquise			
(+) Cession de filiale			
(-) Acquisition d'immobilisation (corporelles, incorporelles financières)			
(+) Cession d'immobilisation (corporelles, incorporelles, financières)			
(-) Acquisition de titres de placement			
(+) Cession de titres de placement			
(+) Intérêts encaissés			
(+) Dividendes reçus			
=flux net de trésorerie provenant des activités d'investissement (b)			
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financement</b>			
(+) Augmentation de capital			
(-) Réduction de capital			
(-) Remboursement des emprunts			
(+) Augmentation des emprunts			
(-) Remboursement des dettes provenant des contrats de location-financement			
(-) Dividendes versés			
=Flux de trésorerie provenant des activités de financement (c)			
Variation nette de trésorerie et équivalent de trésorerie (a+b+c)			
(+) Trésorerie et équivalent de trésorerie à l'ouverture de l'exercice			
(=) Trésorerie et équivalent de trésorerie à la clôture de l'exercice			

Source : Philippe RESSOLOT et Jean-François VERDIE, « la gestion de trésorerie », DUNOD, 2e édition, Paris, page 58

#### 1.1.5.3.2. La méthode indirecte

La méthode indirecte consiste à ajuster le résultat net de l'exercice en tenant compte :

- Des effets des transactions sans influence sur la trésorerie (amortissements, variations clients, stocks, variations fournisseurs...)
- Des décalages ou des régularisations (impôts différés...), des plus ou moins-values de cession...), déduites en ce qui concerne les plus-values, ou ajoutées en ce qui concerne les moins-values.

Il se présente comme suit :

TABLEAU 6 : TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE METHODE INDIRECTE

<b>TABLEAU DES FLUX DE TRÉSORERIE</b> (Méthode indirecte) Période du au			
DESIGNATION	NOTE	Exercice N	Exercice N-1
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>			
Résultat net de l'exercice			
Ajustements pour :			
+ Amortissements et provisions			
- (+) Variation des impôts différés			
+ Variation des stocks			
+ Variation des clients et autres créances			
- Variation des fournisseurs et autres dettes			
- (+) Plus ou moins values de cession, nettes d'impôts			
<b>Flux de trésorerie générés par l'activité (A)</b>			
<b>Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement</b>			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations			
Encaissements sur cessions d'immobilisations			
Incidence des variations de périmètre de consolidation (1)			
<b>Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (B)</b>			
<b>Flux de trésorerie provenant des opérations de financement</b>			
Dividendes versés aux actionnaires			
Augmentation de capital en numéraire			
Émission d'emprunts			
Remboursements d'emprunts			
<b>Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (C)</b>			
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>			
Trésorerie d'ouverture			
Trésorerie de clôture			
Incidence des variations de cours des devises (1)			
<b>Variation de trésorerie</b>			

Source : DUMALANEDE, E. Comptabilité générale. Dans Modèles des états financiers Brete éd., Alger. (2009). P 233.

La méthode directe présente l'avantage de partir des flux de trésorerie réels (clients, fournisseurs, salariés...) La méthode indirecte a l'avantage pour l'utilisateur de mieux faire apparaître la manière dont le résultat net et les amortissements ont contribué au financement des investissements. Les deux méthodes sont donc complémentaires, mais l'entreprise peut choisir de privilégier l'une d'entre elles dans ses états financiers. Exemple : une entreprise peut présenter dans ses états financiers le tableau des flux selon la méthode directe, et faire apparaître les flux liés aux activités opérationnelles selon la méthode indirecte en annexe. Parlant d'annexes ça sera la rubrique suivante.

#### 1.1.5.4. Les annexes

L'annexe est un document obligatoire composé d'un ensemble d'états et de tableaux justifiants ou complétant les informations portées au compte de résultat et au bilan.

L'objet de l'annexe est de permettre aux destinataires des comptes annuels de mieux juger la situation financière et les résultats de l'entreprise en complétant par des informations chiffrées le bilan et le compte de résultat, en donnant toutes explications et en faisant tous commentaires indispensables à la compréhension des informations fournies par l'entreprise.

Les informations obligatoires sont<sup>22</sup> ;

- Les états : actifs immobilisés, amortissements, dépréciations et des provisions, des échéances des créances et des dettes à la clôture de l'exercice.
- Indication des dérogations à l'application des conventions générales
- Mention et justification des modifications des méthodes d'évaluation retenues ainsi que les changements dans la présentation des comptes annuels.
- Mention des motifs de reprises exceptionnelles d'amortissements.
- Commentaires sur d'éventuelles dérogations en matière de frais de recherche et de développement.
- Précision sur la nature, le montant et le traitement comptable de certains comptes :
  - Frais d'établissements.
  - Comptes de régularisation
  - Écart de conversion.

Ainsi cette première section s'achève, en ayant eu comme principal objectif la compréhension des concepts clés de l'analyse financière, depuis son histoire jusqu'aux états financiers actuellement utilisés pour juger de la situation financière d'une entreprise. la section suivante sera plus détaillée et technique consistant à expliquer la méthodologie d'une analyse financière efficace.

---

<sup>22</sup> Melyon, G. Gestion financière. Dans les supports de l'analyse financière. Bréal. (2007). P 32.

## 1.2. La démarche ; clé pour une analyse financière infallible

Afin de mener à bien une analyse financière sans sombrer dans une sorte « de logique sans logique » qui ne met en relation absolument aucun résultat avec l'autre et ne ressort aucun lien de causalité, mais surtout de tomber dans cette attitude d'interpréter des chiffres d'une façon totalement descriptive. Il est impérativement indispensable de suivre un raisonnement, un cheminement de questionnements cohérents qui aboutira à une conclusion complète.

Albert Einstein dit ceci: « *If I had an hour to solve a problem, I'd spend 55 minutes thinking about the problem and 5 minutes thinking about solutions.* ». Traduction : « *Si j'avais une heure pour résoudre un problème, je passerais 55 minutes à réfléchir à la question et 5 minutes à penser à la solution.* »

La clé de la résolution des problèmes est dans la manière dont on les pose. Fixer les bonnes questions c'est de maîtriser où nous allons, de la sorte nous savons ce que nous voulons. La méthodologie de Pierre Vernimmen nous suggère un plan type qui aidera tout analyste financier, novice ou expert soit-il ; ce plan est universel. Il est présenté sous forme d'une phrase ;

*« La création de richesse nécessite des investissements qui doivent être financés et être suffisamment rentables ».*

### 1.2.1. L'analyse des marges

L'analyse des marges se fait en deux temps complémentaires ; en premier lieu, il en vient d'étudier la formation des marges en étudiant sa structure (les soldes nécessaires pour l'étude et l'analyse du résultat d'exploitation), puis dans un second lieu, la mise en relation de ce même solde et le chiffre d'affaires en étudiant leur relation pour l'analyse des risques. (Étude de l'effet ciseaux et le point mort).

#### 1.2.1.1. L'analyse des marges : structure

Une entreprise qui n'arrive pas à vendre ses produits ou ses services à ses clients à un prix supérieur au prix de revient, est une firme condamnée à disparaître et à être totalement engloutie par ses concurrents.

##### 1.2.1.1.1. Le chiffre d'affaires

Le premier indicateur à étudier dans toute analyse financière est le chiffre d'affaires ; un paramètre incontournable pour mesurer la position concurrentielle de l'entreprise ainsi que sa force de vente. Mais il est surtout indispensable d'apprécier son évolution afin de planter le décor de l'étude. En effet, il est totalement différent d'analyser une entreprise dans une phase de croissance, d'expansion, d'une entreprise qui se manifeste être dans une situation de stagnation, de récession voir de dépression. Car les problèmes sont différents, ainsi s'annonce des solutions toutes aussi distinctes.

Commençons par définir le « chiffre d'affaires » ; selon l'INSEE : « *Le chiffre d'affaires représente le montant des affaires (hors taxes) réalisées par une unité statistique (entreprise, unité légale) avec les tiers dans l'exercice de son activité professionnelle normale et courante. Il correspond à la somme des ventes de marchandises, de produits fabriqués, des prestations de services et des produits des activités annexes.* »

En d'autres termes, il s'agit du montant des ventes de produits ou de services facturés par une entreprise dans un exercice donné. Ce paramètre se calcule de la manière suivante :

$$\text{Chiffre d'affaires HT} = \text{quantité vendue des produits ou services} \times \text{prix de vente unitaires HT}$$

Comme nous l'avons explicité en haut, l'appréciation de l'évolution du chiffre d'affaires est très déterminante pour connaître la situation de son activité. Ainsi il est utile de connaître le mode de calcul de l'évolution de n'importe quel paramètre ou indicateur économique ;

$$\text{Taux de croissance} = \left( \frac{[\text{indicateur année } n - \text{indicateur année } n-1]}{\text{indicateur année } n-1} \right) \times 100.$$

Après avoir calculé ce taux, il ne suffit pas de commenter l'évolution d'une façon descriptive, mais il est important d'analyser le chiffre d'affaires sous différentes perspectives ; décortiquer ce paramètre afin de comprendre exactement l'évolution de celui-ci. Il existe généralement 4 effets qui peuvent influencer sur l'évolution du chiffre d'affaires :

#### 1.2.1.1.1. Effet prix

La variation du chiffre d'affaires peut résulter d'une évolution des prix des biens ou services vendus par l'entreprise. En effet si le chiffre d'affaires augmente grâce à une élévation des prix, il est totalement essentiel de préciser cela ; car il ne relève pas de la même interprétation si ce dernier augmente grâce à une vente de quantités supplémentaires. L'effet prix se calcule de la manière suivante :

$$\text{Effet prix} = \text{quantité } N-1 \times (\text{prix } N - \text{prix } N-1)$$

- Si le résultat est positif, cela signale que l'entreprise vend plus cher. (Augmentation des prix.)
- Si le résultat est négatif, cela signifie par contre que l'entreprise a baissé ses prix, donc le chiffre d'affaires aurait une forte probabilité de diminuer.
- Si le résultat est nul, l'entreprise n'a donc ni augmenté ni baissé ses prix.

L'effet prix peut avoir des retentissements sur les ventes futures, car celui-ci peut conduire une diminution de la part de marché de l'entreprise. Mais dans le cas contraire, cela relève que l'entreprise dispose d'une force considérable sur le marché.

#### 1.2.1.1.2. Effet volume

L'une des majeures raisons d'étudier l'évolution sur le plan de volume est de mettre de côté la variable d'inflation ; car une augmentation des prix peut être reflétée non seulement par un changement de stratégie de la part de l'entreprise, mais surtout par l'effet de l'inflation sur les prix. Ainsi il est indispensable de voir sous l'angle du volume/quantités vendues de la part de l'entreprise. Cet effet peut être mesuré de la manière qui suit :

$$\text{Effet volume} = \text{prix } N-1 \times (\text{quantité } N - \text{quantité } N-1)$$

- Un effet volume positif nous renseigne que l'entreprise a vendu plus que l'année précédente.
- Un effet volume négatif signifie par contre que l'entreprise a réalisé des ventes moins importantes en termes de quantité.

- Un résultat nul est signe de stagnation.

L'effet volume peut expliquer une augmentation de la production, donc un accroissement des coûts fixes ce qui influence directement le point mort de l'entité.

#### 1.2.1.1.1.3. Effet périmètre

L'étude du chiffre d'affaires peut s'avérer assez simple et considérée comme une étape négligeable, secondaire voir marginale, mais son étude relève d'une importance considérable, car son évolution est souvent limitée à la croissance organique et naturelle, toutefois cette dernière doit être corrélée à la croissance externe de l'entreprise ou à l'évolution de son périmètre.

L'effet périmètre **mesure la part de l'évolution du chiffre d'affaires liée à l'évolution du périmètre** de la société d'une année sur l'autre, soit par cession d'activités, soit par croissance externe (exemple : acquisition de nouvelles activités, fusion ou cession, etc.).

Lors de la publication de leurs résultats, les sociétés les plus sérieuses retraitent leurs chiffres pour faire apparaître les ventes « à périmètre constant ». Ces données sont vérifiées par les analystes financiers qui passent au crible la société, mais aussi ses différentes filiales.<sup>23</sup>

#### 1.2.1.1.1.4. Effet change

Si l'entreprise exerce à l'international, la vente de ses produits ou ses services peuvent s'effectuer en monnaies étrangères, ces dernières peuvent influencer directement sur les entrées de la firme, notamment le chiffre d'affaires.

En effet si le taux de change est favorable, c'est-à-dire que la monnaie nationale a déprécié, cela signifie que le produit est moins cher et augmente le volume de vente. Par contre une appréciation de la monnaie nationale peut défavoriser la compétitivité du produit, mais surtout d'alourdir les charges si l'entreprise importe une partie de la production et donc impacter la marge.

#### 1.2.1.1.2. La production de l'exercice

Le chiffre d'affaires représente ce que l'entreprise a pu vendre à ses clients. La production représente ce que la firme a produit au cours de l'année, cet indicateur peut être insignifiant, car la production de l'entreprise n'est pas calculée de façon cohérente puisque la production vendue est évaluée au prix de vente, la production stockée au coût de production et la production immobilisée selon le prix de revient. Ainsi elle se calcule de la manière qui suit :

<b>Production de l'exercice</b> = production vendue + production stockée + production immobilisée
---

Les différents composants de cet indicateur doivent être comparés l'un avec l'autre en calculant leurs taux de croissance et de préférence en les représentant graphiquement pour apprécier l'évolution d'un composant par rapport à l'autre. Cette étape est primordiale, car si la production de l'exercice croît à cause d'une augmentation soudaine de la production stockée, cela relève d'un énorme problème ; une augmentation des stocks démontre une faiblesse de l'entreprise à faire écouler ses produits, ou bien une surévaluation des stocks.

<sup>23</sup> Chiffre d'affaires : un indicateur, sans plus. (2020, février 23). Consulté le 24 février 2020, à l'adresse <https://www.mataf.net/fr/bourse/edu/analyse-finance/chiffre-d-affaires-un-indicateur-sans-plus>

L'idéal est de comparer l'évolution de la **production de l'exercice** ainsi que ces différents composants par rapport au **chiffre d'affaires**. Un ratio nous permet d'apprécier cette relation entre ces deux indicateurs : **Production de l'exercice/chiffre d'affaires**.

Le mieux est que l'évolution de la production de l'exercice soit due à une augmentation des ventes.

#### 1.2.1.1.3. La marge brute

La marge brute est l'un des indicateurs les plus importants dans une analyse financière, il nous renseigne sur les gains réalisés par la firme sur une période donnée. Elle calcule la différence entre le prix de vente et le coût de revient d'un produit ou d'un service. Son mode de calcul est comme suit :

$$\text{Marge brute (HT)} = \text{chiffre d'affaires (HT)} - \text{coût des ventes (HT)}$$

**Coût des ventes**, avec l'internationalisation des entreprises il est de plus en plus appelé COGS (*cost of goods sold*), *il se calcul comme suit* ;

$$\text{Coût des produits vendus (COGS)} = \text{Stock d'ouverture} + \text{achats} - \text{Stock de fermeture}$$

Il est particulièrement intéressant d'étudier cet indicateur en pourcentage du chiffre d'affaires. Car le **taux de marge brute permet d'effectuer des analyses de sensibilité au prix** ;

$$\text{Taux de marge brute} = \frac{\text{Marge brute}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

Cette marge est souvent assimilée à la **marge commerciale**, mais cette dernière concerne que les activités commerciales de l'entité ou si l'entreprise est tout simplement commerciale de nature d'activité, ainsi elle se calcule comme suit :

$$\text{Marge commerciale} = \text{Ventes de marchandises} - \text{achats de marchandises} +/- \text{variation de stocks de marchandises}$$

La marge commerciale est un indicateur de la force de vente pour l'entreprise et son poids d'imposer ses prix sur le marché et la **capacité de l'entreprise à réaliser des gains sur la revente**, ainsi il est préférable d'étudier son évolution sur une période donnée et de le comparer à la moyenne du secteur.

Il est aussi possible d'étudier la **marge sur consommation de matière** ou **marge de production**, pour les entreprises industrielles et de fabrication. Il est calculé ainsi :

$$\text{Marge sur consommation de matières} = \text{Production} - \text{Achats de matières premières et approvisionnements} +/- \text{Variation de stocks de matières premières et approvisionnements}$$

Cette marge caractérise la position qu'occupe l'entreprise par rapport à ses clients et concurrents (produits finis) et par rapport à ses fournisseurs (matières premières). Il est très pertinent d'étudier et d'analyser ces trois marges pour chaque produit (en marge unitaire) par rapport au chiffre d'affaires ou à la production de l'exercice pour apprécier les niveaux d'évolution et de maîtrise des coûts. En effet, une entreprise avec des taux de marge brute élevés peut ronger sur cette marge et réduire ses prix de vente pour reprendre des parts de marché tout en continuant d'être rentable.

#### 1.2.1.1.4. La valeur ajoutée

Communément appelée VA, elle mesure la capacité d'une entreprise à créer de la richesse à partir de ses activités économiques. Avant d'être un indicateur interne, il s'agit d'un indicateur macroéconomique indispensable à la mesure d'agrégat économique de la richesse d'un pays, notamment le PIB. Elle permet de calculer la richesse brute créée par une entreprise, avant rémunération de ses salariés, de ses apporteurs de capitaux et des administrations.

La valeur ajoutée est considérée comme un meilleur indicateur de l'activité que le chiffre d'affaires. Pour son calcul il se fait comme suit :

$$\text{Valeur ajoutée} = \text{marge commerciale} + \text{production de l'exercice} - \text{consommations en provenance des tiers.}$$

Où :

$$\text{Valeur ajoutée} = \text{Chiffre d'affaires} - \text{valeur des consommations intermédiaires}$$

Mais elle est surtout importante pour être comparée à d'autres entreprises du même secteur en utilisant des ratios qui peuvent être très révélateurs comme :

Le taux de valeurs ajoutées ; afin de comparer au chiffre d'affaires, il traduit la structure de production de la firme qui aura une influence sur les besoins de financement, il est de l'ordre de :

- 12 % à 20 % pour les entreprises **commerciales**.
- Et un taux qui doit être au minimum de 30 % pour les firmes **industrielles**.

Il se calcule comme suit :

$$\text{Taux de valeur ajoutée} = \frac{\text{valeur ajoutée}}{\text{chiffre d'affaires (HT)}}$$

La valeur ajoutée est la contribution que l'entreprise et son personnel apportent à l'économie du pays, l'entreprise produit des biens/services, mais elle consomme une partie de la production des autres firmes, seule la différence entre cette production et consommation accroît la valeur de la production nationale.

La valeur ajoutée est un bon indicateur du **poids économique** de l'entreprise, elle permet de :

- Classer les entreprises selon le critère de taille.
- Mesurer l'importance relative des diverses activités exercées par la firme.
- Apprécier le développement ou la régression de l'activité de l'entreprise comparés aux moyens mis en œuvre.
- Elle rend compte de l'efficacité de ses moyens d'exploitation.

#### 1.2.1.1.5. Charges de personnel

La valeur ajoutée est principalement intéressante si elle est corrélée au personnel, en termes d'effectif, d'heures de travail ou de **charges de personnel** ;

- Le ratio **Charges de personnel/Valeur ajoutée** permet de calculer la part de la marge qui est redistribuée aux salariés, mais également de mesurer la participation des salariés à la création de la richesse de l'entreprise.
- Productivité apparente du facteur travail = **Valeur ajoutée/Effectif en équivalent temps plein**. On utilise également la notion de « productivité par tête ». Un ratio de 10 000 DZD signifierait qu'un salarié génère en moyenne 10 000 DZD de marge par an.

- Productivité apparente du facteur travail = **Valeur ajoutée/Nombre d'heures travaillées**. On utilise cette formule dans le cas où le volume de travail est mesuré par le nombre d'heures travaillées. On utilise également la notion de « productivité horaire apparente du travail ». <sup>24</sup>

Les charges de personnel sont des coûts fixes importants à l'entreprise, il est donc important de les traiter d'une manière considérable; ainsi le contrôle des coûts est indispensable. Pour analyser le contrôle des coûts, il est possible d'apprécier le ratio ci-après :

Charges de personnel/effectif moyen
-------------------------------------

#### 1.2.1.1.6. Excédent brut d'exploitation

Il s'agit d'un indicateur très intéressant pour un analyste financier (interne ou externe), mais surtout pour l'entreprise, car après avoir apprécié des soldes qui se rapprochaient plus de la **macroéconomie**, ce solde-ci relève, lui, de la **microéconomie** donc un indicateur très révélateur pour l'entreprise et ses partenaires.

C'est un solde particulier qui représente le **surplus** créé par l'**exploitation** de l'entreprise après rémunération du facteur de production travail et des impôts liés à la production. <sup>25</sup> C'est un solde de gestion indispensable pour apprécier le **modèle économique**. Il montre la rentabilité de l'activité principale au cours d'une période donnée. C'est une donnée indispensable à l'**évaluation des entreprises** et permet de déterminer les remboursements que celle-ci pourra supporter.

L'excédent brut d'exploitation constitue un bon critère de la **performance industrielle et commerciale** de l'entreprise. En effet, il est indépendant du mode de financement, des modalités d'amortissement, des produits et des charges hors exploitation, de l'impôt sur les bénéfices. Il ne dépend que des opérations de production et de commercialisation <sup>26</sup>. C'est pour cela qu'il est apprécié; grâce à son caractère purement « brut » qui donne une information objective. Il se calcule de différentes manières notamment :

<b>Excédent brut d'exploitation</b> = Valeur ajoutée + subventions d'exploitation — impôts et taxes et versement assimilés – rémunération du personnel et charges sociales.
---

Où à partir du chiffre d'affaires ;

<b>Excédent brut d'exploitation</b> = chiffre d'affaires — achats consommés - consommation en provenance de tiers + subventions d'exploitation - impôts et taxes - charges de personnel
---

Ou encore du résultat net, en commençant d'une perspective ascendante du compte de résultat ;

<b>Excédent brut d'exploitation</b> = résultat net + charges financières — produits financiers + charges exceptionnelles — produits exceptionnelles + dotations aux amortissements et aux provisions — reprises sur amortissements et provisions — autres produits de gestion courante + autres charges de gestion courante
---

Nous avons parlé précédemment de « surplus », mais l'EBE n'est pas toujours positif, il peut être négatif et cela peut indiquer que l'entreprise est dans une situation assez alarmante. En effet

<sup>24</sup> Péan, D. (2017, août 28). Les indicateurs comptables pour mesurer l'efficacité et la performance d'un service RH. Consulté le 25 février 2020, à l'adresse <https://www.gereso.com/actualites/2017/07/28/indicateurs-comptables-performance-service-rh/>

<sup>25</sup> De la Bruslerie. Analyse financière — 4e éd. Paris, France : Dunod. (2010). P 168.

<sup>26</sup> Legros, G. Mini Manuel de Finance d'entreprise. Paris, France : Dunod. (2010). P20.

dans ces conditions il se peut que ses produits ne couvrent pas ses consommations même avant la politique de financement et d'amortissement, on appelle cela une *Insuffisance brute d'exploitation* ou **IBE**.

Cet excédent brut d'exploitation doit servir à :

- Rémunérer les apporteurs de capitaux propres et empruntés.
- Maintenir ou développer le potentiel de production.
- Rembourser les emprunts.

Pour une meilleure analyse de cet indicateur, il est préférable de l'étudier sur plusieurs années tout en le rapportant à son chiffre d'affaires, on l'appelle marge d'EBE ;

$$\text{Marge d'excédent brut d'exploitation} = \frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{\text{Chiffre d'affaires.}}$$

Ce rapport nous indique le niveau de maîtrise des coûts de la part de l'entreprise, en effet tous les indicateurs étudiés préalablement nous permettront d'expliquer une quelconque variation de cette marge, car il peut s'agir d'une mauvaise gestion des coûts de production ou bien des effets liés à la variation et l'évolution du chiffre d'affaires. Le maintien et la maîtrise durable de cette marge sont de plus en plus difficiles à cause de la pression concurrentielle qui est de plus en plus forte.

Un taux de 5 % est le seuil minimum généralement retenu par les analystes financiers pour considérer que l'activité est pérenne. Il est préférable de viser un ratio compris entre 8 et 12 % pour pouvoir piloter l'entreprise de façon sereine et faire face aux aléas conjoncturels.<sup>27</sup>

Cet EBE est souvent assimilé à son homologue anglais : l'**EBITDA** (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement en français), qui est à la seule différence de l'EBE où il ne prend pas compte des dotations nettes aux provisions pour dépréciation d'actifs circulants.

Il est intéressant aussi de calculer l'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE), qui lui prend en compte la variation du besoin en fonds de roulement ;

$$\text{ETE} = \text{EBE} - \text{Variation du besoin en fonds de roulement.}$$

#### 1.2.1.1.7. Résultat d'exploitation

Après avoir calculé tout ce qui est auparavant, ils nous permettront d'expliquer, d'étudier et d'analyser cet indicateur. Le résultat d'exploitation ou le REX mesure l'enrichissement de l'entreprise à partir de sa seule activité d'exploitation. Tout comme l'EBE il permet de calculer la performance économique de la firme, à la seule différence dont il tient compte de l'usure de l'outil économique c'est-à-dire les amortissements et dépréciations. Mais toujours indépendamment de la politique de financement.

Il se calcule de la façon suivante :

$$\text{Résultat d'exploitation} = \text{Excédent brut d'exploitation} + \text{autres produits de gestion courante} + \text{reprise sur provisions} + \text{transfert de charges} - \text{les autres charges de gestion courante} - \text{Dotations aux amortissements et provision pour risques et charges.}$$

Ou bien ;

$$\text{Résultat d'exploitation} = \text{Produits d'exploitation} - \text{charges d'exploitation.}$$

<sup>27</sup> Colibri Développement À Nice. (2019, septembre 24.) TOUT SAVOIR SUR L'EBE ET L'EBITDA. Consulté le 17 mars 2020, à l'adresse <https://www.colibrivedeveloppement.com/blog/tout-savoir-sur-ebe-ebitda/>

Cet indicateur devient plus pertinent s'il se rapporte au chiffre d'affaires tout en étant étudié dans un laps de temps (généralement 3 ans). On parle ici de **marge opérationnelle** ou de **marge d'exploitation**. La marge d'exploitation permet d'étudier la pérennité de l'entreprise. Elle représente la capacité de l'entreprise à générer des profits seulement à partir de son activité, sans tenir compte de son résultat financier et de son résultat exceptionnel. Si ce taux augmente, alors l'entreprise augmente sa rentabilité.<sup>28</sup>

$$\text{Marge opérationnelle} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{chiffre d'affaires.}}$$

Il existe donc une relation étroite entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires, une variation forte du chiffre d'affaires peut induire une variation tout aussi forte du résultat d'exploitation, cela est bien évidemment très satisfaisant en cas de variation positive, mais cela marche dans les deux sens.<sup>29</sup> Cette relation montre qu'une marge positive indique une forte position concurrentielle et une meilleure gestion des coûts, en d'autres termes, une capacité à générer de bonnes marges.

Cette sensibilité peut être calculée à travers un ratio nommé, **levier d'exploitation** ou **opérationnel**. Le coefficient obtenu permet d'apprécier la sensibilité du résultat d'exploitation à une variation du chiffre d'affaires. Il s'agit du rapport entre la variation du résultat d'exploitation et celle du chiffre d'affaires ;

$$\text{Levier d'exploitation} = \frac{\text{Variation du résultat d'exploitation}}{\text{variation du chiffre d'affaires HT.}}$$

### 1.2.1.2. L'analyse des marges : risque

L'étude de la sensibilité du résultat d'exploitation par rapport au chiffre d'affaires doit maintenant faire objet d'explication, d'approfondissement et d'argumentation. Cette relation peut s'expliquer à travers deux concepts très importants ; l'effet ciseaux et le point mort.

#### 1.2.1.2.1. Effet ciseaux

Avant d'être un concept purement mathématique, l'effet ciseau explique la variation du résultat à travers l'évolution divergente des produits et des charges. Le plus important n'est pas de constater simplement cet effet, mais de l'analyser et de découvrir les causes de cet effet.

Ses causes sont infinies, car elles dépendent d'une entreprise à une autre, d'un secteur à un autre, d'une situation à une autre et dans environnement à un autre. L'explication de cet effet traduit essentiellement la qualité de sa position stratégique.

Parmi ses causes nous pouvons citer :

- **La stabilité du prix de vente** : Plusieurs mécanismes peuvent influencer les décisions de changements des prix de vente suite à une augmentation des coûts de production. En effet les prix peuvent être touchés par le mécanisme d'inertie, concurrence forte, fait du prince, mécanismes externes, mécanismes d'anticipation... etc.
- **Création d'entreprise** : Les charges peuvent être importantes au départ (cause : processus de production non maîtrisé, une gestion non maîtrisée des coûts : une absence

<sup>28</sup> Marge opérationnelle : définition et calcul — Ooreka. (2020, mars 20). Consulté le 24 mars 2020, à l'adresse <https://comptabilite.ooreka.fr/astuce/voir/502589/marge-operationnelle>

<sup>29</sup> Une variation négative du chiffre d'affaires peut entraîner des pertes considérables pour l'entreprise et ainsi nuire à sa pérennité.

d'économie d'échelle, etc.)<sup>30</sup>, puis diminuer peu à peu à l'inverse des produits (évolution des produits), ce qui formera une figure en forme de ciseau.<sup>31</sup>

- **L'effet de l'investissement** : Pendant les premières années de la mise en œuvre de l'investissement, les charges deviennent très importantes et détériorent la rentabilité de l'exploitation (frais de recherches et développements, charges financières liées à un emprunt bancaire, charges de personnel, augmentation du BFR, alourdissement des dotations aux amortissements... etc.).
- **L'effet d'inflation** : Une mécanique utilisée par les entreprises les plus compétitives possédant une veille stratégique aigüe. Elle consiste à faire des économies dites « d'inflation » ou de « déflation », tout dépend de la situation économique.

Il s'agit d'une fuite en avant<sup>32</sup> ; prévoir l'inflation puis investir massivement au moment « t » (surstockage, acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles... etc.). Car dans une situation d'inflation les dotations aux amortissements ne seront plus suffisantes pour faire face à de potentiels remplacements.

Il peut surgir comme nous l'avons énoncé ci-dessus, plusieurs possibilités d'effets ciseaux, nous avons résumé en une illustration les principales possibilités les plus fréquentes à la page suivante ;

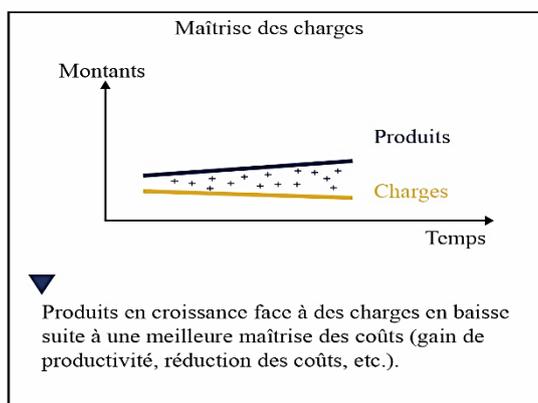
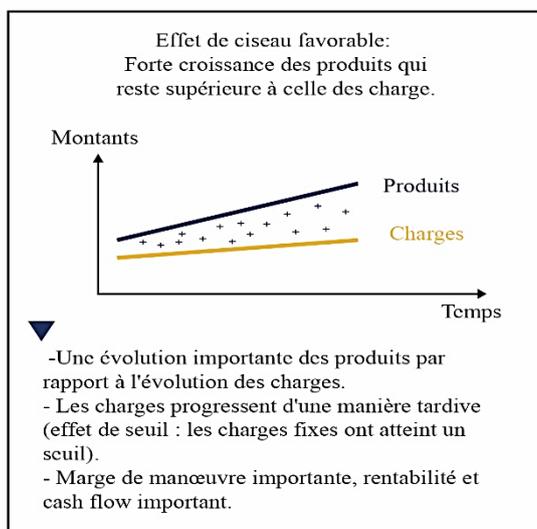
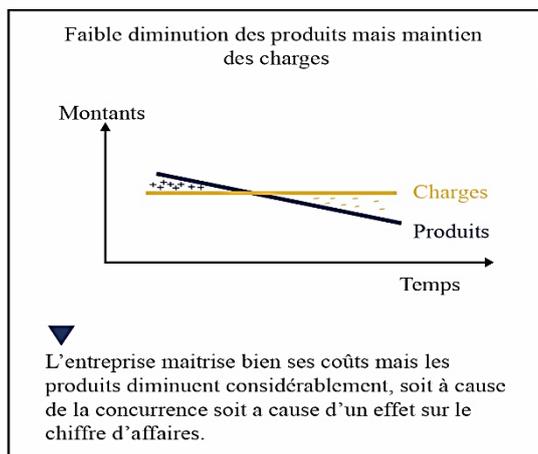
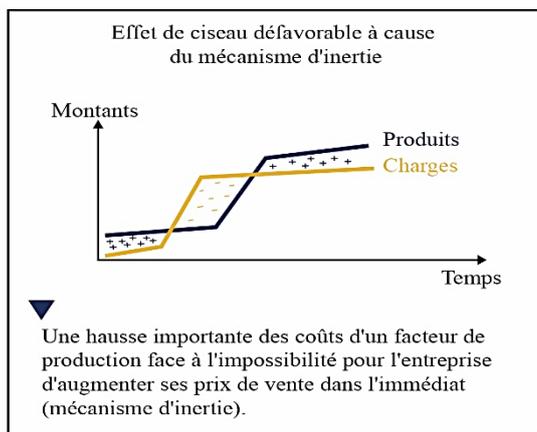
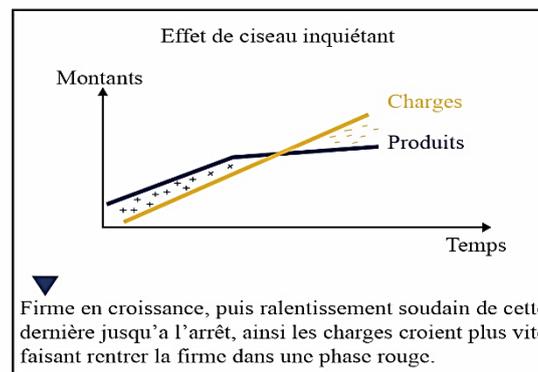
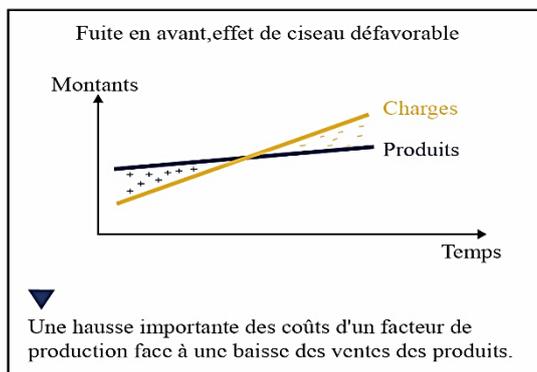
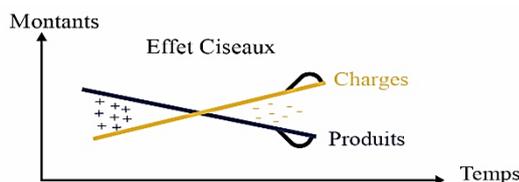
---

<sup>30</sup> Houssam BIRAMANE. (Mars 12,2019.) Effet de ciseau ou effet ciseaux : définition et illustrations. Consulté le 18 mars 2020, à l'adresse <https://www.compta-online.com/effet-de-ciseau-ou-effet-ciseaux-definition-et-illustrations-ao3741>

<sup>31</sup> Actufinance.fr. (S. d.) EFFET CISEAU. Consulté le 18 mars 2020, à l'adresse <http://definition.actufinance.fr/effet-ciseau-794/>

<sup>32</sup> Vernimmen, P. finance d'entreprise (Vol. 6). Paris, France : Dalloz. (2008).

FIGURE 5 : L'EFFET CISEAUX



Source : Fait par nous-mêmes à partir du Vernimmen

### 1.2.1.2.2. Le point mort/seuil de rentabilité d'exploitation

Après avoir expliqué la relation existante entre les charges et les produits, il est maintenant temps d'approfondir l'explication du risque d'exploitation auquel l'entreprise est exposée. Nous allons faire recours à un concept fondamental et très significatif renvoyant à l'importance des charges (variables et fixes) dans la gestion de la volatilité du résultat d'exploitation suite à une variation du niveau d'activité.

Nous allons parler du « Point mort » ou bien du « seuil de rentabilité/profitabilité », mais avant cela il est impératif de poser une distinction entre le point mort et le seuil de rentabilité. Ce dernier montre le niveau d'activité minimum de l'entreprise pour être rentable (exprimé en **chiffre d'affaires ou en quantité**), le point mort définit quant à lui le moment où l'entreprise atteint son seuil de rentabilité ; c'est-à-dire à quel moment elle devient **rentable** (exprimé en nombre de jours).

Donc, le seuil de rentabilité d'exploitation est le niveau de chiffre d'affaires pour lequel le résultat de la firme est nul, c'est-à-dire que la marge sur coût variable couvre exactement les charges fixes. Il se calcule de la manière qui suit :

$$\text{Seuil de rentabilité} = \frac{\text{Charges fixes}}{\text{taux de marge sur coûts variables}}$$

Dont :

$$\text{Taux de marge sur coûts variables} = \frac{\text{Chiffre d'affaires HT} - \text{Charges variables}}{\text{Chiffre d'affaires HT}}$$

Et :

$$\text{Seuil de rentabilité en volume} = \frac{\text{seuil de rentabilité en chiffre d'affaires}}{\text{prix de vente unitaire}}$$

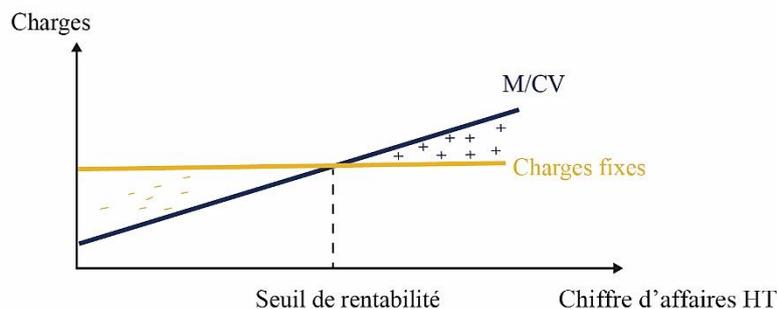
Où :

$$\text{Seuil de rentabilité en valeur monétaire} = \frac{\text{Charges fixes}}{\text{marge sur coûts variables}}$$

Le point mort :

$$\text{Point mort} = \left( \frac{\text{seuil de rentabilité}}{\text{chiffre d'affaires HT}} \right) * 360$$

Il peut être illustré de cette façon :



Source : Établi par nous-mêmes

On peut en tirer depuis le calcul de cet indicateur les conclusions suivantes :

- Plus le chiffre d'affaires s'approche du seuil de rentabilité, plus la sensibilité du résultat d'exploitation augmente avec une variation de l'activité (CA). La position de l'entreprise par rapport au seuil de rentabilité<sup>33</sup> se calcule comme suit ;

$$\left( \frac{\text{Chiffre d'affaires réalisé ou prévisionnel}}{\text{seuil de rentabilité}} \right) - 1$$

<sup>33</sup> Les analystes financiers parlent d'une situation instable dès lors que le chiffre d'affaires se situe à moins de 10 % au-dessus de son point mort. 20 % sont une situation assez stable et au-dessus de 30 % il s'agit d'une situation très confortable dans une économie à forte concurrence comme celle d'aujourd'hui.

À noter que le calcul de la sensibilité a été cité ci-dessus dans la rubrique du « Résultat d'exploitation ».

- Plus il y'a des coûts fixes importants, plus le résultat est sensible aux variations d'activités et plus il est difficile d'atteindre le seuil de rentabilité.
- Les coûts fixes sont constants sur une plage d'activité uniquement, cela va de même pour le point mort qui lui aussi est fixe sur une plage donnée, mais il pourra évoluer au cours du temps en de fortes variations d'activité.

## 1.2.2. Analyse des investissements et du besoin en fonds de roulement

Après avoir analysé la capacité ou l'incapacité de création de marge, il désormais temps de mettre le cap sur l'analyse des investissements et du besoin en fonds de roulement. En effet une entreprise qui n'investit pas, ne crée pas de marge, par conséquent tout investissement requiert une attention considérable vers l'étude de sa politique d'investissement, de son outil industriel et de sa capacité à générer des flux à partir de ces derniers. Sans oublier le besoin en fonds de roulement qui peut en découler sur lequel la majorité des entreprises (petites ou grandes) prêtent une attention considérable.

### 1.2.2.1. Analyse des investissements

Cette analyse peut être cernée en posant 3 questions :

- Quel est l'état de l'outil industriel ?
- Quelle est la politique d'investissement menée par l'entreprise ?
- Quels flux ces investissements dégagent-ils ?

#### 1.2.2.1.1. Analyse de l'outil industriel

Nous pouvons analyser l'ancienneté et l'obsolescence de l'outil à travers un ratio très fiable qui se présente comme suit :

$$\text{Ratio de l'état de l'outil industriel} = \frac{\text{Actif immobilisé net}}{\text{actif immobilisé brut}}$$

- Un ratio inférieur à 30 % témoigne de la vieillesse et de l'usure de l'outil industriel ; à court terme l'entreprise peut faire de bonnes marges grâce à des amortissements de plus en plus faibles, mais dans le long et moyen terme, quand les concurrents auront atteint et acquis un niveau de technologie supérieur pour optimiser leur production et ainsi leurs prix de revient à des niveaux inatteignables, l'entreprise en question perdra certainement des parts de marché.
- Un ratio qui s'approche de 1 signifie que l'effort d'investissement à était fait, donc pas d'investissements à venir.

#### 1.2.2.1.2. Analyse de la politique d'investissements

Nous pouvons poser cette question pour mieux envelopper cette analyse :

Étend-elle son outil industriel actuel ? Si la réponse est oui, comment l'expliquer ?

La réponse est absolument simple, car il suffit de comparer le montant des investissements aux dotations aux amortissements. Nous pouvons résumer cette situation comme suit ;

**Quand les investissements > dotations aux amortissements** : situation d'expansion, l'entreprise investit dans de nouvelles technologies ou autres et accroît sa capacité de production.

**Quand les investissements = dotations aux amortissements** : une phase de maintien et de remplacement, cela est constaté quand l'entreprise dépense exactement le même montant que les dotations aux amortissements.

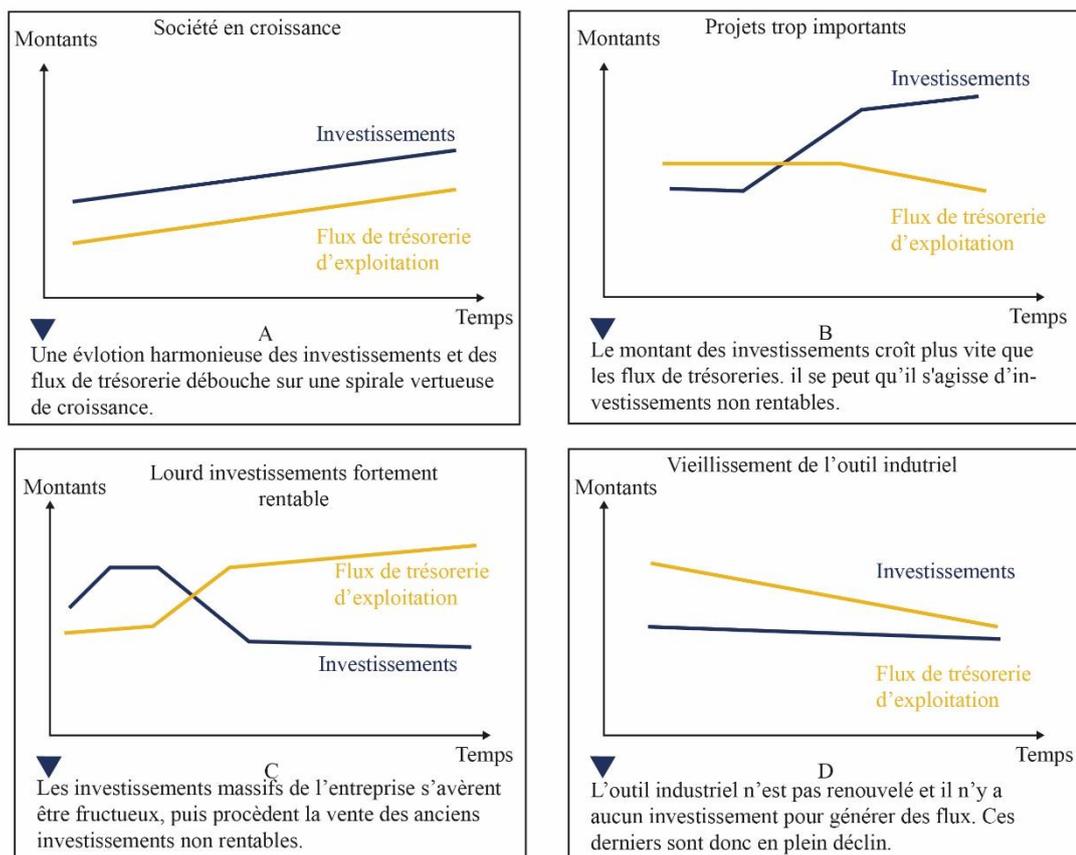
**Quand les investissements < dotations aux amortissements** : phase de sous-investissements ou désinvestissements, une situation qui peut être temporaire ou de liquidation, dans le cas contraire la firme se trouve dans une situation en phase de déclin, il se peut alors que l'activité est considérée comme vache à lait.

### 1.2.2.1.3. Analyse des flux générés par les investissements

Les investissements doivent tôt ou tard se traduire par des rentrées d'argent donc de flux de trésorerie, dans le cas contraire les investissements ne sont pas suffisamment rentables et l'entreprise peut se trouver dans une situation assez difficile.

Dans cette rubrique, nous allons procéder à une comparaison de l'évolution des investissements et des flux de trésorerie sur une période donnée. Cette étape est très délicate étant donné que les flux générés par l'entreprise ne reflètent pas directement les investissements, car ces derniers se composent d'anciens auxquels viennent s'ajouter des investissements nouveaux. Pour être claire il suffit tout bonnement de constater si les flux de trésorerie suivent la tendance des investissements et vis-versa. Nous pouvons ainsi illustrer les principales possibilités de la manière qui suit :

FIGURE 6 : FLUX GENERES PAR LES INVESTISSEMENTS



Source : Fait par nous-mêmes à partir du Vernimmen

### 1.2.2.2. Analyse du besoin en fonds de roulement

Toute analyse qui se respecte considère ce concept comme étant l'un des plus révélateurs et sur lequel l'entreprise peut compter pour améliorer considérablement sa situation financière et garantir sa pérennité.

Le BFR peut être vu à travers une optique d'investissement étant donné que ce dernier par définition s'agit d'une renonciation de liquidité actuelle (paiement des fournisseurs) au profit des revenus futurs (encaissement des clients et rotation des stocks).

Le concept de BFR est défini comme étant un décalage de trésorerie entre le moment où l'entreprise paie des fournisseurs et celui où elle est payée par ses clients. Par conséquent le BFR montre l'autonomie financière à court terme, ainsi il ne s'agit pas du décalage en question, mais de la somme que l'entreprise doit financer pour couvrir un besoin de trésorerie nécessaire à l'activité d'exploitation de la firme, dans un moment dénommée « phase de flottement ou de latence ». Ce concept s'accompagne de certaines caractéristiques très importantes pour l'analyse qui en suivra, ainsi quatre caractéristiques le définissent ; la sensibilité à l'activité de l'entreprise, la liquidité, la permanence et la saisonnalité.

- **Sensibilité à l'activité de l'entreprise** : le besoin en fonds de roulement varie et suit naturellement le niveau d'activité de la firme, en étant dans la majeure partie des cas supérieurs à cette dernière ;

Pendant une activité stable, le BFR devrait être stable, car le même niveau est conservé ce qui induit une certaine stabilité.

Une activité en croissance, implique plus de stocks, plus de crédits accordés aux clients tout en espérant et en négociant des délais fournisseurs longs.

Une activité en phase de récession engage une aggravation de la situation déjà délicate concernant le besoin des activités d'exploitation.

- **Liquidité** : en finance la liquidité désigne le degré de facilité avec lequel un actif peut être converti en espèce sans que cela ait un impact majeur sur son prix de marché. En d'autres termes, dans un cas normal tous les éléments du BFR viennent à disparaître dans le cadre du cycle d'exploitation<sup>34</sup>.
- **Permanence** : le cycle d'exploitation cité ci-dessus se caractérise par une redondance, une permanence il se renouvelle toujours quand l'activité est stable, en de termes plus simples, les stocks vont resurgir dû à la demande de clients, de nouveaux achats envers les fournisseurs... etc.

Donc pour synthétiser ces deux dernières caractéristiques, le besoin en fonds de roulement est liquide, car il a tendance à disparaître rapidement et il se renouvelle en permanence, car il est immuable et durable.

« Le besoin en fonds de roulement présente une double caractéristique ; liquide dans une optique patrimoniale, essentiellement permanente dans une approche économique. »<sup>35</sup>

- **Saisonnalité** : le BFR est calculé à partir du bilan qui est pour rappel une image du patrimoine de la firme à un instant « t », donc il faut être très vigilants, car dès lors que l'activité est saisonnière les résultats vont être biaisés, le jugement sur le niveau absolu d'un ratio n'aura presque aucun sens.

<sup>34</sup> Les matières premières seront consommées, les encours se transformeront en produits finis, ces derniers seront normalement vendus, les créances devront être payées et les dettes doivent faire objet de règlement.

<sup>35</sup> Vernimmen, P. finance d'entreprise (Vol. 6). Paris, France : Dalloz. (2008). P 248.

Il existe tout de même d'autres caractéristiques toutes aussi importantes que celles expliquées, comme la sensibilité à la clôture de l'exercice ou le BFR est le plus bas<sup>36</sup>, mais aussi le rapport de force de l'entreprise avec ses clients et fournisseurs.

#### 1.2.2.2.1. Calcul du besoin en fonds de roulement

Il se calcule comme suit :

<b>Besoin en fonds de roulement</b> = emplois d'exploitation — ressources d'exploitation.
---

<b>Besoin en fonds de roulement</b> = <b>Créances d'exploitation</b> (; encours clients, avances et acomptes versés sur commandes à des fournisseurs, autres créances d'exploitation, charges constatées d'avance, effets escomptés non échus.) + <b>Stocks</b> (; matières premières, marchandises, produits et travaux en cours, produits finis.) — <b>Dettes d'exploitation</b> (; dettes fournisseurs, dettes fiscales et sociales, avances et acomptes sur commande reçus des clients, produits constatés d'avance et autres produits d'exploitation.)
---

L'interprétation classique du besoin en fonds de roulement consistant à dire que les ressources d'exploitation sont supérieures ou inférieures aux emplois d'exploitation reste très descriptive, sans réelle valeur ajoutée étant donné que cela relève d'une simple constatation mathématique.

Le réel défi d'un analyste financier est d'expliquer le phénomène puis de le solutionner à travers un certain nombre d'outils, par ailleurs nous parlons ici des ratios de rotation des différents composants de cet indicateur ainsi que son évolution par rapport au chiffre d'affaires.

#### 1.2.2.2.2. Le poids du besoin en fonds de roulement sur le chiffre d'affaires

Il est important voir indispensable pour une entreprise de connaître la proportion de son besoin d'exploitation par rapport à son activité en utilisant le rapport suivant :

$\frac{\text{Besoin en fonds de roulement d'exploitation}}{\text{chiffre d'affaires hors taxes}}$
---

Ce ratio indique le poids de son besoin en fonds de roulement par rapport à son chiffre d'affaires. L'ouvrage de Pierre Vernimmen utilise la notion d'**argent gelé** afin de désigner le montant nécessaire en pourcentage de chiffre d'affaires que l'entreprise doit mettre en permanence à sa disposition, cela dans le but de faire face à ses besoins d'exploitation (paiement des fournisseurs et les coûts de stockage notamment, ainsi que les longs délais accordés aux clients.).

Ce rapport peut être également apprécié en jours de chiffre d'affaires, cela veut concrètement exprimer le nombre de jours nécessaires pour amasser le montant adéquat pour faire face aux besoins exigés par l'activité d'exploitation de la firme.

$\left( \frac{\text{Besoin en fonds de roulement d'exploitation}}{\text{chiffre d'affaires hors taxes}} \right) \times 365 \text{ jours}$
---

<sup>36</sup> Il faut être vigilant sur les opérations de « Window Dressing » dont le but est d'embellir les états financiers présentés aux investisseurs.

### 1.2.2.2.3. Ratio de rotation du crédit client

Le ratio mesure la durée moyenne du crédit accordé par l'entreprise à ses clients (ou le délai moyen de paiement de ceux-ci). Son étude doit être faite en comparants avec la moyenne du secteur.

$$\text{Délai client} = \left( \frac{[\text{créances clients et comptes rattachés} + \text{effets escomptés non échus} - \text{avances et acomptes reçus sur commandes}]}{\text{chiffre d'affaires TTC}} \right) \times 360 \text{ jours}$$

À noter que le chiffre d'affaires est en toutes taxes comprises puisqu'il s'agit des créances clients.

### 1.2.2.2.4. Ratio de rotation du crédit fournisseur

Le ratio mesure la durée moyenne du crédit accordé à l'entreprise par ses fournisseurs (ou plus exactement le délai moyen de paiement de celle-ci).

Selon une étude de leader mondiale de l'assurance-crédit « Euler Hermes » faite en 2018, 64 % des importations africaines sont payées à l'avance alors que la moyenne mondiale est 66 jours accordés par leurs fournisseurs. Ils ont estimé que si un délai équivalent à la moitié de la moyenne mondiale (30 jours) serait accordé, cela pourrait déjà libérer plus 40 milliards de dollars de BFR, les entreprises algériennes gagneraient près de 5 milliards de dollars d'ici 2020.

$$\text{Délai fournisseur} = \left( \frac{[\text{dettes fournisseuses et comptes rattachés} - \text{avances et acomptes versés sur commandes}]}{\text{consommation en provenance des tiers TTC}^{37}} \right) \times 360 \text{ jours}$$

### 1.2.2.2.5. Ratio de rotation des stocks

Nous pouvons en premier lieu calculer un ratio de rotation global, peu significatif, mais utile dans le cadre d'une analyse en tendance.

$$\text{Rotation des stocks} = \frac{\text{stocks et travaux en cours}}{\text{chiffre d'affaires HT}} \times 360$$

Par ailleurs il est intéressant d'analyser les délais de rotation de chaque composant des stocks ;

$$\text{Délai de rotation des stocks de marchandises} = \frac{\text{stock moyen}}{\text{coût d'achats des marchandises vendues}} \times 360$$

$$\text{Délai de rotation des stocks de matières premières (MP)} = \frac{\text{stock moyen de MP}}{\text{coût d'achat des MP consommés}} \times 360.$$

$$\text{Délai de rotation des stocks de produits finis} = \frac{\text{stock moyen de produits finis}}{\text{prix de revient des ventes}} \times 360.$$

$$\text{Délai de rotation des produits et travaux en cours} = \frac{\text{stocks de produits en cours} + \text{produits semi-finis et travaux en cours}}{\text{production annuelle}} \times 360.$$

Une activité saisonnière risquerait de fausser toute interprétation de ces ratios.

<sup>37</sup> Les achats sont évalués en TTC pour assurer l'homogénéité du ratio ; achat de marchandises, achats de matières premières et autres charges externes en TTC.

### 1.2.3. Analyse des financements

Nous avons commencé par l'analyse des marges, vu qu'aucune firme ne peut vivre sans marges, puis nous sommes passés vers l'analyse des investissements (immobilisations et besoin en fonds de roulement), car c'est indispensable à la création de marges et maintenant pour investir il va falloir trouver des financements (si l'entreprise est capable).

L'analyse des financements se fait avec deux approches ; l'une est dynamique et l'autre statique.

#### 1.2.3.1. Approche dynamique

Elle consiste à regarder dans la durée, au cours du temps, comment l'entreprise s'est financée, de quelle manière l'argent circule (d'où vient-il, où va-t-il ?). L'approche est dite dynamique, car il s'agit d'une prise de recul (temporairement parlant), une analyse sur plusieurs années pour comprendre la politique de financement et la capacité de l'entreprise à faire face à ses problèmes de trésorerie, si elle en dispose, mais surtout de comprendre le cheminement et le circuit des flux générés par la firme. Ainsi l'outil indispensable pour cette étape est le tableau des flux de trésorerie (TFT), or pour le comprendre il est indispensable de connaître les deux indicateurs suivants ;

##### 1.2.3.1.1. La capacité d'autofinancement (CAF)

La capacité d'autofinancement couramment surnommée CAF, désigne la ressource interne dégagée par l'entreprise du fait de son activité<sup>38</sup>. La CAF mesure le flux potentiel de trésorerie créé par l'entreprise au cours de l'exercice et exprime sa rentabilité effective, clairement il s'agit de l'excédent du résultat avant distribution des dividendes. Elle se calcule de la manière suivante :

- **Méthode ascendante (additive)**, à partir du résultat net, cette méthode consiste à éliminer les produits calculés et les charges calculées (constatées).

**CAF**= Résultat net+ dotations aux amortissements provisions et dépréciations + valeur comptable des éléments d'actifs cédés — reprise sur amortissements provisions et dépréciation — produits de cession d'éléments d'actifs — quote-part de subvention d'investissement virée au résultat.

Elle peut s'écrire aussi de cette façon :

**CAF**= Résultat net + charges non décaissables — produits non encaissables — produits de cession d'éléments d'actifs cédés

- **Méthode descendante (soustractive)**, elle part de l'excédent brut d'exploitation (EBE) pour en déduire les autres charges décaissables et y ajouter les autres produits encaissables.

**CAF**= EBE + produits encaissables — charges décaissables.

**CAF**= EBE + autres produits d'exploitations autres que reprises + produits exceptionnels sur opération de gestion sauf produits non encaissables + produits financiers autres que les reprises +/- quote-part du résultat sur opérations faites en communs — autres charges d'exploitation — charges financières autres que dotations aux amortissements — charges exceptionnelles sur opérations de gestions sauf charges non décaissables — impôt sur les bénéfices — participation des salariés.

<sup>38</sup> Legros, G. (2010 b). Mini Manuel de Finance d'entreprise. In Mini Manuel de Finance d'entreprise : le compte de résultat (p. 22). Paris, France : Dunod.

La capacité d'autofinancement sert à :

- Évaluer le montant des dividendes à verser aux associés.
- Rembourser les emprunts.
- Financer les investissements de l'entreprise.
- Évaluer la santé financière de l'entreprise/le bon fonctionnement de son modèle économique.

Après avoir payé les dividendes, on parle d'autofinancement calculé de cette façon :

$$\text{Autofinancement (AF)} = \text{Capacité d'autofinancement} - \text{dividendes}$$

#### 1.2.3.1.2. Flux de trésorerie

Ce concept est très souvent confondu avec la CAF vu ci-dessus, qui a la seule différence qu'il inclut les variations que peut générer l'activité d'exploitation de l'entreprise. Nous parlons ici des variations de besoins en fonds de roulement, il est important de souligner aussi que les flux de trésorerie peuvent être appréciés sur plusieurs formes notamment après financiers et après déduction des investissements ;

$$\text{Flux de trésorerie d'exploitation} = \text{capacité d'autofinancement} - \text{variation du besoin en fonds de roulement.}$$

Et

$$\text{Flux de trésorerie disponible (Free cash-flow)} = \text{excédent brut d'exploitation} - \text{ibs} \\ + \text{dotations aux amortissements} - \text{variation du besoin en fonds de roulement} - \\ \text{investissements} + \text{désinvestissements.}$$

#### 1.2.3.1.3. Méthodologie d'analyse du tableau flux de trésorerie

Après avoir connu les principales notions (CAF et free cash-flow, mais sans oublier ce que nous avons vu auparavant, l'analyse des investissements et du BFR), nous allons maintenant analyser et suivre le chemin des flux de trésorerie (d'où vient-il et où va-t-il), dans un langage de jargon financier on appelle cela « pister le cash ».

Nous allons commencer par mettre en relation les conclusions et les idées reçues de l'analyse des investissements pour savoir si l'entreprise finance ces derniers par les flux de l'exploitation ou bien regarder sa politique de financement (le recours à l'endettement ou bien à l'augmentation du capital) et sa politique de distribution (si elle distribue des dividendes). Cette analyse nous permettra de comprendre l'évolution de la politique financière au cours du temps.

#### 1.2.3.2. Approche statique

Après avoir vu la dynamique de financement de l'entreprise, il est maintenant temps d'étudier la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes au cours de l'exercice actuel. Elle est dite statique, car l'étude en question fait un arrêt sur l'exercice en cours (ou l'exercice étudié le plus récent) tout en essayant de faire une prospection pour les cash-flows à venir ou bien de faire un jugement rapide, mais efficace.

##### 1.2.3.2.1. Capacité de remboursement des dettes

Cette capacité peut être analysée de deux manières totalement distinctes l'une de l'autre, mais qui par ailleurs peuvent être assez complémentaires. L'une consiste à établir un TFT prévisionnel à partir d'un plan d'affaires. Cette première méthode est très délicate puisqu'il n'est pas évident d'avoir accès à de telles informations, à part si l'analyste en question détient des compétences accrues de planification et modélisation pour pouvoir arriver à des prévisions acceptables. Contre toute attente cette première méthode qui peut s'avérer difficile, elle est indispensable pour l'évaluation financière d'une firme, mais elle peut être contournée par un simple ratio qui est tout aussi révélateur, mais très critiqué d'un point de vue à un autre. Cette transition de méthode est appelée dans le jargon financier anglo-saxon, le *quick and dirty*.

Par conséquent, le bilan nous sera d'une utilité indispensable dans cette analyse statique.

#### 1.2.3.2.1.1. Ratio de remboursement

Il s'agit d'un ratio de couverture de la dette fondé sur l'excédent brut d'exploitation ou la CAF et les dettes bancaires et financières nettes (endettement net), le ratio se calcule de la façon suivante :

$$\text{Ratio de remboursement} = \frac{\text{endettement net}}{\text{excédent brut d'exploitation (ou CAF.)}}$$

Dont :

$$\text{Endettement net} = \text{dettes bancaires et financières à longs et moyens termes} + \text{engagement (encours) crédit-bail} + \text{ressources de trésorerie à court terme} - \text{placements financiers (VMP)} - \text{disponibilités}$$

Le ratio d'endettement peut s'interpréter cette manière ;

Ratio de remboursement > 2,5 ; endettement faible.

Ratio de remboursement = 2,5 ; endettement acceptable.

2.5 < ratio de remboursement < 5 ; endettement important.

Ratio de remboursement > 5. Endettement excessif. (Sauf pour LBO.)

Ce ratio part de l'hypothèse que si l'entreprise arrête d'investir et si tout son EBE devient un flux de trésorerie d'exploitation (puisque'il n'y a pas de variation de BFR) en tenant que ce « cash » arriverait à rembourser ses engagements en 2,5 années. Ajoutant à cela qu'une entreprise qui arrête d'investir pendant 2,5 ans n'aura pas beaucoup d'impact par rapport à ses concurrents (si elle dispose d'investissements actuels adéquats), par contre ne pas investir pendant 5 ans revient à un réel souci et surtout dans un monde caractérisé par une mutation technologique rapide et une incertitude conjoncturelle opaque.

Mais ce ratio est très critiqué étant donné de la non-prise en compte de la variation du besoin en fonds de roulement dans l'EBE revient fermer les yeux sur les variations de l'activité de firme. La pratique va très certainement aller vers une utilisation d'un ratio qui serait dette financière nette/flux de trésorerie d'exploitation.

#### 1.2.3.2.1.2. Couverture des dettes à long terme

Il s'agit de la même logique que le ratio ci-dessus, mais concerne seulement les dettes durables, il se calcule donc comme suit :

$$\text{Couverture des dettes} = \frac{\text{dettes financières durables}}{\text{CAF (Ou EBE.)}}$$

À la seule différence que ce ratio ne doit pas dépasser 3 ou 4 ans.<sup>39</sup>

#### 1.2.3.2.1.3. La couverture des charges financières

« Le ratio de couverture des frais financiers permet de déterminer la capacité que peut avoir une société à assurer le remboursement de ses dettes. Le ratio de couverture des frais financiers rapporte le résultat d'exploitation d'une société et ses frais financiers. Il se peut se traduire comme étant le nombre de fois que les intérêts sont couverts par le résultat d'exploitation dégagé par une société ». (Mataf, 2020).

<sup>39</sup> De La Bruslerie, H. (2010). Analyse financière — 4e éd. In Analyse financière : le diagnostic de la performance et de la rentabilité (p. 209). Paris, France : Dunod.

Les frais financiers sont des charges obligatoires qui s'imputent sur le surplus annuel créé par l'entreprise. Une première mesure grossière permet de proportionner la part des frais financiers dans le compte de résultat en les comparant au chiffre d'affaires<sup>40</sup> :

$$\frac{\text{Frais financiers}}{\text{chiffre d'affaires.}}$$

Le ratio ne devrait pas dépasser les 2 à 5 %, le chiffre standard étant généralement de 4 %.

Cependant le ratio en question met en relation les charges financières et l'excédent brut d'exploitation, on observe ainsi la part de l'EBE consacré aux paiements des intérêts. Un ratio en dessous de 25 % est considéré comme raisonnable.

$$\text{Ratio de couverture des frais financiers} = \frac{\text{charges financières}}{\text{EBE (Ou ETE.)}}$$

Attention : plusieurs études démontrent que la détérioration de ce ratio est un facteur explicatif d'une possible faillite.<sup>41</sup>

Les ratios vus ci-dessus (capacité de remboursement des dettes) sont appréciés sur l'exercice actuel étant donné que nous sommes dans une analyse statique, mais ils peuvent aussi être appréciés d'une approche dynamique en utilisant des données prévisionnelles.

#### 1.2.3.2.2. Les ratios de liquidité

Étudier le risque d'illiquidité auquel l'entreprise peut faire face. Elle est dite illiquide lorsqu'elle ne peut plus capable d'honorer ses engagements à ses échéances, c'est-à-dire que ces actifs (emplois) ont une durée de liquidité plus longue que celle des ressources.

##### 1.2.3.2.2.1. Le ratio de liquidité générale

*Current ratio* en anglais, ce ratio doit être supérieur à 1, pour montrer que l'actif circulant a moins d'un an est supérieur au passif circulant ; pour montrer la capacité de la firme à faire face à son passif exigible à court terme avec son actif circulant.

$$\text{Ratio de liquidité générale} = \frac{\text{actifs circulants}}{\text{passifs circulant.}}$$

##### 1.2.3.2.2.2. Ratio de liquidité réduite ou restreinte

Ratio de liquidité (*quick ratio*) auquel on a retiré les stocks, car ceux-ci ont une liquidité incertaine (ce n'est pas parce que l'on décide de vendre son stock qu'il sera immédiatement acheté) ;

$$\text{Ratio de liquidité restreinte} = \frac{\text{créances à moins d'un an} + \text{disponibilités} + \text{VMP}}{\text{passif circulant.}}$$

<sup>40</sup> Idem (p.205)

<sup>41</sup> Coulon, Y., & Pontet, L. Guide pratique de la finance d'entreprise. In Guide pratique de la finance d'entreprise : les capitaux engagés. Issy-les-Moulineaux cedex, France : Gualino. (2017). P 76.

Il est satisfaisant s'il dépasse les 2/3, mais quand il est inférieur à 1/2 associé à une liquidité générale de >1, peut indiquer des stocks surdimensionnés.<sup>42</sup>

#### 1.2.3.2.3. Ratio de liquidité immédiate

En anglais : *cash ratio*, il met en exergue les disponibilités ainsi que les VMP contre les dettes exigibles à court terme, ce ratio est très volatile, mais un ratio dépassant les 1/2 et s'approchant de 1 peut être très satisfaisant. Il se calcule comme suit :

$$\text{Ratio de liquidité immédiate} = \frac{\text{disponibilité} + \text{VMP}}{\text{passif à moins d'un an}}$$

#### 1.2.3.2.3. Liquidité à long terme (équilibre à long terme)

Dans une approche statique, il est indispensable d'apprécier l'équilibre financier de la firme, à travers le fonds de roulement et les différents ratios de structure qui peuvent en découler.

##### 1.2.3.2.3.1. Le fonds de roulement

Il s'agit du montant des ressources à long terme restant après avoir financé les emplois stables (valeurs immobilisées), qui feront objet d'une potentielle affectation et financement pour le cycle d'exploitation s'il subsiste un besoin.

« C'est la capacité de couverture des immobilisations par les capitaux permanents »<sup>43</sup>.

Le Vernimmen le nomme comme étant un « matelas de sécurité »<sup>44</sup>, entre les ressources et les emplois. Le fonds de roulement peut être calculé par deux méthodes différentes :

- Par le haut du bilan :

$$\text{Fonds de roulement} = \text{capitaux permanents} - \text{actifs immobilisés}$$

- Par le bas du bilan :

$$\text{Le fonds de roulement} = \text{actif circulant} - \text{dettes à court terme}$$

Ce dernier permet de déterminer la part de l'actif circulant qui n'est pas financier de passif circulant.

Ceci étant dit, la loi générale de l'équilibre financier se présente comme suit :

$$\text{Fond de roulement} - \text{besoin en fonds de roulement} = \text{trésorerie nette}$$

Dont :

$$\text{Trésorerie nette} = \text{Emplois de trésorerie} - \text{Ressource de trésorerie.}$$

La trésorerie dépend énormément de l'évolution du besoin en fonds de roulement et de la capacité de l'entreprise à suivre cette variation en générant une marge de sécurité à travers un fonds de roulement positif, qui couvrira non seulement le besoin en fonds de roulement, mais aussi de dégager une trésorerie nette positive.

Pour une meilleure étude de l'équilibre financier, il est plus pertinent d'établir des graphiques pour représenter l'évolution du besoin en fonds de roulement, le fonds de roulement et le chiffre

<sup>42</sup> Coulon, Y., & Pontet, L. Guide pratique de la finance d'entreprise. In Guide pratique de la finance d'entreprise : le bilan. Issy-les-Moulineaux cedex, France : Gualino. (2017). P 21.

<sup>43</sup> Jean Louis AMELON. « Gestion financière », 2e édition, Paris, France : Maxima. (2000). P 67.

<sup>44</sup> Vernimmen, P. Finance d'entreprise (Vol. 6), Paris, France : Dalloz. (2008). P 283.

d'affaires, les conclusions retenues dépendront des résultats de l'analyse des effets ciseaux et des investissements.

#### 1.2.3.2.4. Ratios de structure

Leur objectif est de permettre la compréhension de la politique financière de l'entreprise, ils sont établis à partir des bilans des entreprises qui sont éventuellement retraités pour dégager des notions plus économiques que comptables. On peut retenir :

- Ratio de qualité de bilan : Ce ratio traduit la solidité financière de l'entreprise. Il constitue une autre manière d'exprimer le fonds de roulement — si le ratio est supérieur à 1, le fonds de roulement est positif<sup>45</sup> ;

<b>Ratio de qualité de bilan</b> = capitaux propres/immobilisations nettes.
---

- Le Gearing : Le gearing, ou ratio d'endettement, met en évidence la solidité de la structure financière du groupe, au niveau de son bilan. Mets en exergue le poids de la dette d'une entreprise par rapport à ses capitaux propres.<sup>46</sup>

<b>Le Gearing</b> = Endettement net/Capitaux propres.
---

- Ratio d'autonomie financière : Ce ratio traduit la capacité d'endettement. S'il est supérieur à 1, cela signifie que les bailleurs de fonds externes (banques) participent davantage au financement de l'entreprise que les actionnaires ;

<b>Ratio d'autonomie financière</b> = $\frac{\text{dettes à long et moyen termes}}{\text{capitaux propres}}$
--

#### 1.2.4. Analyse de la rentabilité

Dans cette sous-section nous allons analyser dans un premier temps, la rentabilité de l'entreprise, économiquement et financièrement, puis mettre en évidence l'effet de levier pour pouvoir expliquer cette rentabilité financière. Une entreprise ne peut survivre si elle assure à ceux qui apportent les moyens financiers un taux de rentabilité dans la durée au moins égale à celui qu'ils exigent, contenu du risque de l'entreprise.

##### 1.2.4.1. La rentabilité économique (rentabilité nette des capitaux investis)

Elle mesure la rentabilité nette des capitaux engagés ; la capacité de la firme à générer des bénéfices à partir des capitaux investis. Cette rentabilité est mesurée par le rapport du résultat d'exploitation après impôt<sup>47</sup> sur l'actif économique. Son homologue anglais est appelé **ROCE** (*return on capital employed*) ou **ROI** (retour sur investissement), à la seule différence qu'il utilise l'**EBIT** au lieu du **REX** (résultat d'exploitation).

Il se calcule de la façon qui suit :

<sup>45</sup> Cabane, P. L'essentiel de la finance à l'usage des managers. In L'essentiel de la finance à l'usage des managers : piloter la performance. Paris, France : Eyrolles. (2008). P 330.

<sup>46</sup> L'Investisseur français. (2016, octobre 7). Gearing (Ratio d'Endettement). Consulté le 23 mars 2020, à l'adresse <https://investisseurfrancais.com/club/lexique-bourse-finance-comptabilite/definition-gearing-ratio-endettement/>

<sup>47</sup> Il faut raisonner après impôt, car les actionnaires perçoivent leurs bénéfices après les décaissements liés à l'impôt.

$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{résultat d'exploitation après impôt}}{\text{actif économique}^{48}}$$

Ce ratio découle de la combinaison de l'efficacité et l'efficience de l'activité économique de l'entreprise, elle résulte donc, de la marge d'exploitation ou opérationnelle (efficacité) que nous avons déjà abordé dans l'explication du résultat d'exploitation et le taux de rotation de l'actif économique (efficience), lequel représente l'inverse de l'intensité capitalistique ; c'est-à-dire le montant de chiffre d'affaires que génère un montant de capitaux engagés donné, a contrario l'intensité capitalistique démontre le nombre de capitaux investis pour un chiffre d'affaires donné.

$$\text{La marge d'exploitation} = \frac{\text{résultat d'exploitation après impôt}}{\text{chiffre d'affaires.}}$$

Et ;

$$\text{Rotation de l'actif économique} = \frac{\text{chiffre d'affaires}}{\text{l'actif économique.}}$$

Donc :

$$\text{Rentabilité économique} = \text{marge d'exploitation} \times \text{rotations de l'actif économique.}$$

Ainsi pour expliquer le résultat économique, il peut résulter d'une forte marge d'exploitation<sup>49</sup> et d'une faible rotation de l'actif économique (forte intensité capitalistique), ou l'inverse.

#### 1.2.4.2. La rentabilité financière

Elle mesure la rentabilité des capitaux propres en anglais ROE (*return on equity*), c'est-à-dire la capacité de l'entreprise à rémunérer les associés. Pour attirer les investisseurs ou ne pas perdre les associés actuels, l'entreprise a donc pour principal objectif de maximiser cet indicateur.

Michael Spence<sup>50</sup> l'a nommée « *the mother of all ratios* » littéralement en français : « la mère de tous les ratios. » Lui donnant ainsi une importance considérable pour tout investisseur.

il se calcule comme suit :

$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{capitaux propres}}$$

Ce ratio doit être d'une part, étudié dans le temps pour s'avoir si l'entreprise devient plus rentable, et si non, pourquoi est-il en train de baisser, d'autre part d'analyser le risque encouru pour générer cette rentabilité, en d'autres termes si l'entreprise a fait recours un endettement pour bénéficier d'un effet de levier.

#### 1.2.4.3. L'effet de levier

L'effet de levier financier (couramment appelé effet de levier tout court) désigne l'incidence favorable que peut exercer le recours à l'endettement sur la rentabilité financière de l'entreprise.

<sup>48</sup> Actif économique est un concept très important, il s'agit des valeurs immobilisées majorées du besoin en fonds de roulement, ou bien des capitaux propres plus les dettes financières nettes.

<sup>49</sup> À noter qu'une forte marge d'exploitation peut s'expliquer par les différents facteurs étudiés auparavant (point mort et effet de ciseaux)

<sup>50</sup> Andrew Michael Spence est un économiste américain. Il a reçu le « prix Nobel » d'économie en 2001 avec Joseph E. Stiglitz et George Akerlof pour ses analyses du marché en situation d'asymétrie d'information.

On ne peut donc avancer, dans le diagnostic de la rentabilité des capitaux propres, qu'en analysant si l'effet de levier joue et de combien.<sup>51</sup>

Ainsi la rentabilité financière peut se calculer de cette façon :

$$\text{ROE} = \left[ \text{ROI} + (\text{ROI} - \text{I}) \times \left( \frac{\text{D}}{\text{CP}} \right) \right] \times (1 - \text{IBS})$$

**ROE**: rentabilité financière, **ROI** : rentabilité économique, **I** : taux d'intérêt, **D** : dettes financières nettes, **CP** : capitaux propres, **IBS** : impôt sur le bénéfice des sociétés

Dont ;

$$\text{Effet de levier} = \left[ (\text{ROI} - \text{I}) \times \left( \frac{\text{D}}{\text{CP}} \right) \right] \times (1 - \text{IBS})$$

Et ;

Le levier, le gearing, qu'on a déjà traité dans les ratios de structure qui est ; D/ CP.

Donc :

$$\text{Rentabilité financière} = \text{Rentabilité économique} + \text{Effet de levier}$$

L'effet de levier est positif si la rentabilité économique est supérieure au coût de l'endettement ; la rentabilité financière est dès lors élevée par l'endettement, par contre, l'effet de levier est négatif si la rentabilité économique est inférieure au coût de l'endettement. Dans cette alternative, la rentabilité des capitaux propres devient inférieure à la rentabilité économique. C'est l'effet de massue ; le levier n'est plus en faveur de l'entreprise, bien au contraire il détruit sa rentabilité.

Le calcul de l'effet de levier reste très pédagogique et sert seulement d'outil à la prise de décision étant donné qu'il nous renseigne sur la formation de la rentabilité financière. Si elle vient de son savoir-faire, de sa capacité industrielle, commerciale (ROI), ou bien d'une stratégie financière se basant sur l'avantage de l'effet d'endettement<sup>52</sup>. Par cette dernière nous pouvons comprendre si l'investissement est risqué. Car dès qu'une entreprise s'endette trop pour bénéficier d'un effet de levier, elle passe dans une période d'euphorie quand la conjoncture lui est favorable. Mais au moment où les coûts fixes (frais financiers) deviennent imposants, il est plus difficile à l'entreprise d'atteindre son seuil de rentabilité et son résultat sera donc très sensible à la variation défavorable du niveau d'activité.

Pour conclure cette section, nous devons expliquer le niveau de rentabilité, de solvabilité et la capacité de création de valeur de l'entreprise à travers les différentes phases qui nous ont permis de comprendre en détail, la création et la structure des marges, les investissements et financements.

<sup>51</sup> De La Bruslerie, H. Analyse financière — 4e éd. In Analyse financière : le diagnostic de la performance et de la rentabilité. Paris, France : Dunod. (2010). P 216.

<sup>52</sup> Une entreprise ayant une bonne rentabilité économique pourra se permettre de s'endetter et ainsi de profiter de l'effet que peut lui procurer l'endettement sur sa rentabilité financière.

**Conclusion**

Après avoir vu les principaux concepts permettant de comprendre l'analyse financière, nous pouvons dire que cette discipline ne peut se faire sans documents comptable, il y a d'analyser financières que s'il y a de comptabilité. Nous constatant désormais qu'à travers une bonne démarche, organisée et ayant un objectif, l'analyse financière est une discipline très enrichissante (comme il était cité dans l'introduction générale), non seulement pour l'entreprise, comme étant une mine d'information. Mais aussi pour l'analyste, en étant une expérience unique. En effet une entreprise est une personne (morale), elle a des droits et des obligations comme toutes personnes physiques (certes, pas les mêmes droits, mais nous extrapolons) par conséquent, comme il peut exister différentes personnes physiques ( psychologie, physiologie et intellect), les personnes morales sont aussi toutes différentes l'une de l'autre. Un analyste financier est le médecin ou bien le psychologue de la firme. Il acquerra une expérience totalement unique lui permettant d'acquérir des connaissances qui serviront par la suite à conseiller les entreprises.

## Chapitre 2 : Notions élémentaires et méthodes d'évaluation des entreprises

### Introduction

Les entreprises actuelles évoluent dans un environnement de plus en plus internationalisé, où les économies sont entièrement interconnectées, une finance globalisée ou le risque de crise progresse sans cesse, les compagnies sont infailliblement soumises à un défi qui peut nuire à leurs pérennités. De ce fait, le choix des méthodes d'évaluation peut différer d'une personne à une autre, chacun selon sa vision et sa façon de valoriser le risque futur et la manière dont il peut apprécier la valeur d'une firme.

Selon une étude faite par les professeurs Bancel (ESCP Europe) et Usha Mittoo (Université du Manitoba) dans leur article nommé « *Théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise* », publié en septembre 2013, les modèles les plus utilisés ; la méthode DCF (*discounted cash-flow*) et les multiples, puis en 3<sup>e</sup> vient l'approche *free cash-flow to equity*, et enfin en ex aequo les dividendes actualisés et l'actif net réévalué.

Dans ce deuxième chapitre, nous allons traiter dans un premier temps tous les concepts et notions essentiels à l'évaluation d'entreprise, puis dans un deuxième temps, les différentes méthodes employées dans le cadre d'une évaluation, d'une façon claire, dans le but d'avoir une idée précise et efficace.

### 2.1. Les principes de bases et l'importance de l'évaluation d'entreprise

Cette section est très importante, car nous allons étudier les principaux concepts liés au sujet de ce chapitre, ils seront très bénéfiques pour la compréhension de la section suivante, mais surtout déterminants pour répondre au sujet global lui-même. Par conséquent nous allons parler des principaux concepts de l'évaluation d'entreprise puis des différentes techniques utilisées pour calculer et apprécier la valeur d'une entité économique.

#### 2.1.1. Les principaux concepts de l'évaluation d'entreprise

##### 2.1.1.1. L'évaluation d'entreprise

Avant d'explicitier ce concept, il est tout de même essentiel de comprendre ce que le concept « évaluation » veut dire ;

Étymologie :

De « *évaluer* » et « *-tion* » ; de l'ancien français, *é* —, « extraire » et **value**, « valeur » ; du latin classique *valere*, « valoir ». Le mot s'écrivait « **evaluation** » sans accent au XVI<sup>e</sup> siècle, puis vers le XVIII<sup>e</sup> jusqu'au XXI<sup>e</sup> l'utilisation de l'accent devient très populaire.

L'évaluation est donc l'action d'évaluer, d'estimer une valeur ou une quantité. Jean-Marie de Ketele l'a définie comme suit : « *L'évaluation est le processus qui consiste à recueillir un ensemble d'informations pertinentes, valides et fiables, puis à examiner le degré d'adéquation entre cet ensemble d'informations et un ensemble de critères choisis adéquatement en vue de fonder la prise de décision.* ».

Selon François RANGEON Professeur à l'université de Picardie Jules Verne : « L'évaluation présente tout d'abord une double dimension, quantitative et qualitative, Evaluer signifie à la fois mesurer et juger : “une évaluation est un jugement porté sur une donnée par référence à une valeur”. Évaluer consiste à expliciter et à analyser les effets de

choix politiques sous-tendus par des valeurs, et pas seulement à constater des résultats objectifs. »

En ce qui concerne l'évaluation d'entreprise, c'est une démarche objective établie par un professionnel en utilisant un ensemble de méthodes et d'outils, dans le but de rendre compte des forces et des faiblesses de l'entreprise, mais surtout pour pouvoir donner une valeur à la globalité économique que représente cette entreprise. Cette valeur peut être un seul chiffre ou bien une fourchette de chiffres calculée avec différentes méthodes afin de donner une appréciation acceptable.

Selon J. E. PALARD et F. IMBERT, « Évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeur aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas ne proposer un prix »<sup>53</sup>.

### 2.1.1.2. Historique

Pour remonter à la première prise en considération de la valeur de l'entreprise, nous devons remonter aux années 50, plus exactement la période de 1958, caractérisée par la révolution de la pensée financière par la publication du 1er article de Modigliani et Miller « *The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* ». La problématique était de connaître l'impact de la structure de financement sur la valeur de l'entreprise, et l'impact du coût du capital sur la structure de financement.

Ce premier article ne prenait pas en compte la fiscalité et les études sont faites dans un contexte parfait<sup>54</sup>, les conclusions peuvent se synthétiser comme suit :

- Les sources de financements sont homogènes, c'est-à-dire que la structure de financement n'influence pas la valeur de l'entreprise.
- Le coût du capital est absent, donc aucun impact sur la structure de financement.
- La politique de financement est indépendante de la politique d'investissement, en d'autres termes, les investissements ne sont pas influencés par la façon dont ils sont financés (fond propre ou dettes, les sources sont neutres.)

Peu après, cet article a reçu une ruée de critiques concernant la non-prise en compte de l'impôt sur les bénéfices, la diversité des modalités de financements (emprunts et taux d'emprunts), l'imperfection des marchés et l'irrationalité des agents économiques. Cela les a poussés à repenser leur modèle en incluant la variable fiscale dans leur deuxième article publié en 1963 intitulé, « *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: À Correction.* ». En incluant la variable fiscale, la perception sur les décisions de financements change, étant donné que l'avantage fiscal lié à la déductibilité des charges d'endettements incite les entreprises à s'endetter davantage. Les principales conclusions peuvent être résumées comme suit :

- Existence du coût du capital, par conséquent la structure du capital est influencée, de même pour la valeur de marché de la firme.
- La déductibilité fiscale des intérêts de la dette, incite les entreprises à s'endetter davantage et augmente la rentabilité financière de l'entreprise ainsi que la valeur de l'entreprise, en effet la valeur de l'actif économique d'une entreprise endettée est

<sup>53</sup> PALARD.J. E et IMBERT. F, « guide pratique d'évaluation d'entreprise », édition Eyrolles (2013), P 20.

<sup>54</sup> Les principaux facteurs du contexte parfait sont ; la rationalité illimitée, efficience informationnelle, pas d'impôt.

égale à la valeur de l'entreprise non endettée plus la valeur de l'avantage fiscal de l'endettement.

- Ils concluent aussi que le recours à l'endettement présente un risque de faillite, ce qui exige un arbitrage entre les coûts et les gains afin d'éviter la faillite susnommée et arriver à une structure optimale de financement.
- L'une de leurs conclusions concerne la politique de distribution de dividende, selon Modigliani et Miller, distribuer le résultat sous forme de dividende ou bien constituer des réserves, ne change rien, car même si l'entreprise distribue les dividendes, elle voudra conserver sa politique d'investissement, ce qui implique que l'entreprise ouvre son capital du même montant de la sortie des fonds. Toutefois, la distribution des dividendes envoie un signal positif qui stimule l'optimisme des investisseurs en lançant le cours à la hausse pour remettre l'action sur ses rails.

Ensuite vient l'intervention de *Sharpe et Lintner* en 1965, leur apport est incontestablement l'un des plus importants pour le monde de la finance d'entreprise et de l'évaluation des actifs financiers. Effectivement, ils ont totalement changé la perception de l'entreprise en la considérant comme étant un portefeuille d'actif, puis ils ont introduit le célèbre MEDAF. Ce modèle bien connu permet d'évaluer le montant des primes de risque requises en tenant compte uniquement du risque systématique (ou non diversifiable). Ensuite, ils confirment que l'évaluation de la rentabilité requise des investissements doit se faire en fonction des normes du marché financier. Puis vient l'introduction de la théorie des options en finance d'entreprise par *Black et Scholes* en 1973 ; les actions sont considérées comme des options d'achat, les actionnaires seront propriétaires qu'après avoir payé et remboursé les créanciers (propriétaires initiaux)<sup>55</sup>.

À noter qu'il s'agit que d'une petite partie d'une grande histoire et énormément de détails ne sont pas cités dans le but de ne pas se perdre et d'entrer dans un autre sujet comme l'introduction de la gouvernance d'entreprise qui suit la lignée historique de la théorie financière moderne.

### 2.1.1.3. Concepts de prix et de valeur

En prenant un certain recul, on peut dire que la valeur est plus objective que le prix. Car on parle de prix que lorsqu'il y a au moins deux intervenants (acheteurs et vendeurs dans la majeure partie du temps). C'est dans ce cas que ces derniers essaient d'imposer un certain montant, en s'éloignant le plus possible de la valeur réelle dans le but d'effectuer une transaction.

Cette valeur se calcule à travers différentes méthodes qui illustrent ce que la firme possède ou ce qu'elle générera dans le futur (ce qui intéresse le plus les repreneurs). Par contre, un prix peut être sous ou sur négocié, ce qui éloigne le prix de la valeur ;

Si le prix est supérieur à la valeur, cela peut venir de plusieurs facteurs, comme une forte demande, un potentiel futur intéressant, une qualité satisfaisante... etc.

Un prix inférieur est généralement représentatif que le vendeur veut se débarrasser le plus vite de son « business », ou bien que le repreneur souhaite revendre plus cher.

Les facteurs influant sur le prix peuvent s'agir de l'urgence de la transaction, la rareté de l'affaire et la pluralité ou non d'acquéreurs.

---

<sup>55</sup> Les actionnaires ne deviennent propriétaires que lorsqu'ils ont levé leur option d'achat, c'est-à-dire remboursé les créanciers. En cas de non-exercice de l'option d'achat, autrement dit, de non-remboursement des dettes, les créanciers restent propriétaires des actifs.

Comme le dit si bien Jean-Baptiste Say : « *L'évaluation est vague et arbitraire tant qu'elle n'emporte pas la preuve que la chose évaluée est généralement estimée autant que telle quantité d'une autre chose.* »<sup>56</sup>

Il veut dire par là que la valeur d'un bien (même une entreprise) est une quantité d'une autre chose (généralement l'argent, car il permet d'avoir une idée pour faciliter la comparaison), pourvu qu'elle ait une valeur. Plusieurs types de valeurs peuvent se présenter ;

- **Valeur intrinsèque** : Représente la valeur réelle d'un actif ou de l'entreprise, elle est déterminée d'une façon objective hors de toute influence possible, il s'agit de la différence entre son actif brut diminué de ses dettes.
- **Valeur faciale** : Pour les actions et obligations, elle représente la valeur nominale à laquelle elle est émise.
- **Valeur actuelle** : On parle de valeur actuelle lorsque l'on désire ramener des flux futurs espérés à la valeur d'aujourd'hui pour juger de la pertinence de l'investissement, nous allons définir l'actualisation un peu plus tard.
- **Valeur résiduelle** : Pour une entreprise, la valeur résiduelle ou valeur terminale est la valeur de la continuité d'exploitation de la firme au-delà de l'horizon de prévision (plusieurs méthodes permettent de calculer, tout dépend la perspective de l'évaluateur). Pour un bien, la valeur résiduelle détermine la valeur terminale de revente/rachat à l'expiration de sa durée d'utilisation.
- **Valeur sentimentale** : C'est la valeur à laquelle le cédant veut que son entreprise soit achetée en tenant compte de sa charge émotionnelle, comme le fait de devoir se séparer d'une entité à laquelle le gérant s'est dévoué pendant un certain temps, le personnel auxquels il veut qu'ils soient traités de la meilleure façon... etc. Cette valeur peut jouer défavorablement au cédant comme à l'acheteur, puisque 60 % des dirigeants ne sont pas prêts à vendre leurs entreprises.<sup>57</sup>
- **Valeurs stratégiques** : Elles intègrent les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en tirer. Il y en a autant qu'il y a d'acquéreurs potentiels.
- **La valeur de liquidation** : indique la valeur des biens qui sont obtenus après soustraction des dettes et des frais de liquidation. Il faut toutefois observer que lors d'une liquidation, on peut réaliser très mauvais prix en raison du cadre temporel restreint, de la destination possible des biens en fonction de la visée et de la spécificité de l'entreprise.

#### 2.1.1.4. L'actualisation et capitalisation

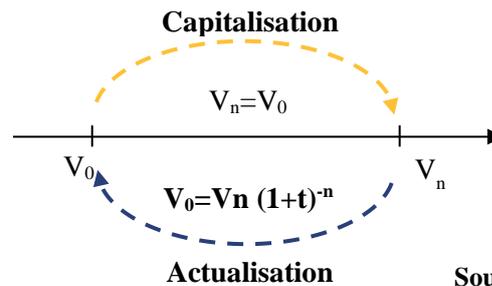
Pour juger la pertinence d'un investissement, pour calculer les flux futurs, de ramener les flux futurs à leurs actuels, il est primordial de connaître les notions de capitalisation et d'actualisation. Dans le but de donner un aperçu représentatif de ces deux concepts, nous exposons le schéma suivant :

---

<sup>56</sup> Say, J-B. (1841). *Traité d'économie politique ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses.* [Google books.] In J.-B. Say (Éd.), *Traité d'économie politique ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses : des fondements de la valeur des choses* (Guillaumin Libraire éd., p. 313-314). Consulté le dimanche 29 mars 2020.

<sup>57</sup> Étude Martlink, société néerlandaise intermédiaire des opérations mergers and acquisition.

FIGURE 7 : CAPITALISATION ET ACTUALISATION



Source : Etabli par nous-mêmes

- **La capitalisation** : une technique mathématique consistant à projeter la valeur d'un capital dans le futur à un certain taux, représentant le coût du capital.
- **L'actualisation** : consiste à ramener la valeur des flux futurs à leur valeur présente, l'actualisation est donc l'inverse de la capitalisation, comme le démontre le schéma ci-dessus.

### 2.1.1.5. Le taux d'actualisation

Il s'agit du coût du capital, calculé dans la majeure partie des cas avec le CMPC (*coût moyen pondéré du capital*, ou WACC en anglais, *weighted average cost of capital*). Pour le déterminer, il suffit d'évaluer successivement les coûts des capitaux propres, et des dettes financières, puis pondérer en fonction de la structure de financement.

Le coût du capital est le taux de rendement minimum sur les investissements de l'entreprise, pour satisfaire à la fois les actionnaires et les créanciers, il se calcule comme suit ;

$$\text{CMPC} = \left[ K_{cp} \times \left( \frac{E}{E+D} \right) \right] + \left[ \left( \frac{D}{E+D} \right) \times (i \times [1-t]) \right]$$

Avec : **K<sub>cp</sub>** ; coût des fonds propres, **E** ; fonds propres (*equity*), **D** ; dettes, **i** ; coût de l'endettement, **t** ; taux de l'impôt sur le bénéfice des sociétés.

### 2.1.1.6. Le coût des fonds propres

Il correspond au taux de rentabilité exigé par les actionnaires en tenant compte du risque, ainsi que du coût d'opportunité sur lequel ils auraient pu augmenter leurs rendements (manque à gagner). L'un des modèles fondateurs, l'un des plus utilisés<sup>58</sup> est le MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers, en anglais ; *Capital Asset Pricing Model, CAPM*.)

Il repose sur le principe suivant : lorsque les marchés d'actions sont à l'équilibre, seul le risque systématique est valorisé par les investisseurs. Le risque spécifique étant diversifiable, il peut donc être neutralisé par une bonne diversification du portefeuille de titres (Harry Markowitz).

Ainsi, le taux de rendement d'un titre est calculé comme étant la somme de la rémunération de l'actif sans risque et d'une prime de risque de l'actif en question. Son calcul se présente comme suit :

$$K_{cp} = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

<sup>58</sup> À 80 % selon la même étude citée au début ; « *Théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise*. », publié en septembre 2013.

Avec : **Rf** ; Risk-free (taux de rendement sans risque), **Rm** ; espérance de rentabilité du marché ou de l'indice, **β** ; le bêta mesure la sensibilité du titre à une variation du marché ou indice.

Il est à noter que :

**Prime de risque du titre** =  $(R_m - R_f)\beta$

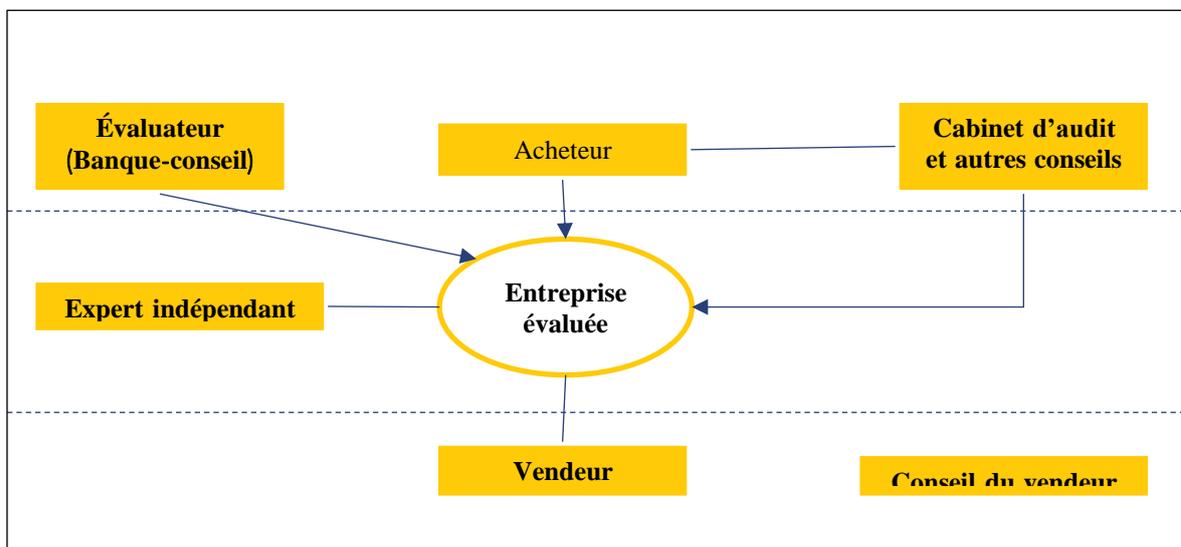
**Prime de marché** =  $(R_m - R_f)$

### 2.1.2. Les protagonistes d'une évaluation d'entreprise

L'évaluation d'entreprise est un processus long, mais très enrichissant, car il implique un certain nombre d'intervenants, amenant chacun sa pierre à l'édifice. Comprendre la volonté, l'intention et la détermination des acteurs est très important pour une bonne négociation, car le fait d'analyser et d'étudier tous les états d'esprit peut devenir un avantage stratégique pour le vendeur (de même si on se place du côté de l'acheteur).

Quels sont donc les acteurs qui peuvent intervenir dans le processus d'une évaluation d'entreprise ? Le schéma ci-dessous, illustre d'une manière générale les intervenants :

FIGURE 8 : LES ACTEURS D'UNE OPERATION D'EVALUATION



Source : Tournier, Évaluation d'entreprise, organisation, 2002, P17

#### 2.1.2.1. Les acteurs principaux

Les acteurs principaux sont tout bonnement, l'acheteur et le vendeur dans le cas d'une opération financière, mais l'évaluation peut aussi se faire dans une optique purement stratégique qu'on développera un peu plus tard. Ces deux acteurs sont juridiquement nommés « cessionnaire » pour l'acheteur et « cédant » pour le cas du vendeur.

##### 2.1.2.1.1. Le vendeur

Le vendeur dans toute sa diversité, allant du créateur de la firme ; un entrepreneur attaché à sa création, générant une charge émotionnelle et affective rendant la valorisation concentrée sur le passé de l'entreprise, en mettant en valeur les capacités de l'entreprise à générer des flux, les capacités stratégiques aussi. En effet le vendeur a généralement mis des années de sueur et de dur labeur. Ils sont émotionnellement liés à l'entreprise et donc quand vient le temps de vendre, la logique passe généralement par la fenêtre. En règle générale, ce qu'un propriétaire pense que son entreprise vaut a rarement quoi que ce soit à voir avec sa valeur.

Les vendeurs peuvent aussi être des héritiers, des actionnaires minoritaires et des managers, où leurs objectifs diffèrent énormément (rendement financier à court terme généralement).

Le vendeur souhaite obtenir le prix le plus élevé possible si ses motivations s'apparentent à un besoin de liquidité ou une anticipation de la détérioration de la situation économique. Si le vendeur a hâte de vendre, il obtiendra un prix beaucoup moins élevé que s'il prend le temps de planifier sa transaction.

#### 2.1.2.1.2. L'acheteur

L'acquéreur (cessionnaire) peut être une personne qui n'a pas encore d'entreprise et désire en acquérir une ou un patron de PME qui veut accroître la dimension de son affaire. La transaction peut aussi se faire entre deux groupes dont l'un achète une filiale de l'autre.<sup>59</sup>

Pour lui, il s'agit de déterminer un retour sur investissement acceptable par rapport à d'autres opportunités et, deuxièmement, de s'assurer que le type d'entreprise lui-même est capable de fonctionner. La valeur d'une firme pour l'acheteur est donc en fonction des profits futurs. Cependant l'acheteur ne souhaite payer qu'une partie de ce futur : la portion issue de la réputation obtenue, des efforts consentis par le passé, et non les fruits de ses nouvelles initiatives. Les flux futurs sont la conséquence des inerties, de la bonne renommée, des positions acquises, d'une part, mais aussi de l'énergie des nouvelles équipes, d'autre part.<sup>60</sup>

### 2.1.2.2. Les acteurs auxiliaires

Comme le démontre si bien le schéma ci-dessus, chacune des deux parties se munit d'autres acteurs qui les aideront à prendre la décision optimale.

#### 2.1.2.2.1. Cabinets d'audit

L'acheteur a intérêt à faire appel à un organisme d'audit pour s'assurer de la véracité, de la sincérité et de la fiabilité des comptes présentés par la cible. Il peut aussi faire une proposition de prix.

#### 2.1.2.2.2. Organismes chargés de l'évaluation

C'est un acteur habituel des transactions importantes, il s'agit souvent des banques-conseils ou cabinets de conseils.

#### 2.1.2.2.3. Experts indépendants

Concerne les opérations de grande ampleur, qui font appel à des experts financiers indépendants pour examiner les propositions faites par l'évaluateur précédemment cité.

#### 2.1.2.2.4. Cabinets d'avocats d'affaires

Les aspects juridiques et fiscaux de la transaction exigent l'intervention de juristes comme sous-traitants aux banques-conseils, d'affaires ou d'audit. Mais leurs interventions sont tout de même assez onéreuses, c'est pour cela qu'on leur fait appel que dans les transactions importantes.

#### 2.1.2.2.5. Analystes financiers

Indispensable pour les entreprises cotées en faisant des analyses comparatives, de sous ou surévaluations notamment.

<sup>59</sup> Tournier, J. C. Évaluation d'entreprise. In *Évaluation d'entreprise : les différents environnements de l'évaluation*. Paris, France : Eyrolles. (2007). P 15.

<sup>60</sup> Legros, G. L'évaluation des entreprises — 2e éd. In *L'évaluation des entreprises : introduction*. Paris, France : Dunod. (2015). P 12.

#### 2.1.2.2.6. L'arbitre

Dans une transaction sur la bourse, le marché est le seul arbitre, étant donné que c'est l'offre et la demande qui imposent l'acceptation ou le refus des prix proposés.

Cependant, lors d'une transaction classique, il n'existe pas d'arbitre puisque le prix relève de la seule volonté des deux acteurs principaux, soit le cédant et le cessionnaire. Néanmoins, ce compromis peut être facilité à travers l'intervention des acteurs auxiliaires.

### 2.1.3. Le rôle de l'évaluation d'entreprise

Cette opération demeure très importante dans différentes situations qui peuvent se présenter à l'entreprise, en effet, chaque entreprise peut procéder à une évaluation financière selon ses exigences et ses envies que nous pouvons présenter comme suit :

#### 2.1.3.1. Fusions acquisitions

Il est indispensable de faire une évaluation des deux sociétés voulant faire une opération de fusion, notamment le calcul des parités. Ainsi les méthodes d'évaluations peuvent dépendre de l'importance de l'opération, mais aussi de son contexte.

Pour le cas des acquisitions, il s'agit d'investissements à long terme lors d'une croissance externe, et d'investissements à court terme pour le cas des LBO visant des profits à court terme. Les méthodes d'évaluation diffèrent d'une situation à une autre, mais dans ce contexte, une évaluation approfondie demeure indispensable pour une négociation infaillible.

#### 2.1.3.2. Cession

Une cession peut généralement résulter d'une anticipation de difficultés à venir, ou d'une cession d'une petite entreprise prometteuse à un grand groupe. Dans ce cas il advient de connaître la valeur de l'entreprise.

#### 2.1.3.3. Scission

La scission pour une entreprise correspond à la transmission de son patrimoine social à d'autres sociétés. Les actionnaires ou associés de la société objet de la scission reçoivent à cette occasion des actions ou des parts sociales des sociétés issues de la scission. Il convient de procéder à une évaluation afin de fixer la parité de valeur entre la valeur du groupe et la valeur de la société qui quitte le groupe par scission.

#### 2.1.3.4. Introduction en bourse

Une entreprise peut vouloir s'introduire en bourse, pour plusieurs motivations comme ; financer sa croissance, consolider ses fonds propres, diversifier ses sources de financement ou accroître sa notoriété. Dans ce cas une évaluation financière est exigée et de là, l'entreprise devra se tenir à une certaine tenue de communication financière régulière pour informer ses actionnaires et ses potentiels investisseurs de sa situation et de ses projections.

#### 2.1.3.5. Demande de crédit

Une société peut vouloir connaître sa valorisation pour appuyer un dossier au prêt des banques, car il est plus simple d'emprunter si elle présente un bilan « solide » et un actif économique cessible<sup>61</sup>. Cette approche constructive devrait intéresser les banquiers et mettre la firme en position favorable pour obtenir les crédits nécessaires pour financer de nouveaux investissements par exemple.

---

<sup>61</sup> [www.valorisation-entreprise.com](http://www.valorisation-entreprise.com), consulté le 20 mars 2020.

### 2.1.3.6. Raisons fiscales

L'entreprise est un bien patrimonial et l'ensemble des actions ou parts qui composent son capital social doit être évalué. La valeur de ses titres constitue l'assiette d'un certain nombre d'impôts : droits d'enregistrement, droits de mutation lors d'une donation ou lors d'une succession, plus-values lors de cession de titres, ISF (Impôt de Solidarité sur la Fortune)<sup>62</sup>.

### 2.1.3.7. Source informationnelle stratégique

Procéder à une évaluation d'entreprise peut paraître facultative dans le cas où on n'est pas concerné par les situations citées ci en haut, mais cette démarche peut s'avérer comme étant une source informationnelle incontestable.

Connaître la valeur de son entreprise peut s'avérer être essentiel dans une économie instable et incertaine comme celle d'aujourd'hui, mais malheureusement, presque 98 % des gérants ne connaissent pas la valeur de leurs entreprises et il s'agit d'une étude américaine ! que s'agit-il alors pour le cas des entreprises algériennes ? 99,99 % ?

La raison même de ne pas penser à ce genre d'étude est qu'elle prend énormément de temps (entre 4 et 6 semaines) et coûte assez cher (vers les 8000 \$). Pour les PME c'est totalement inconcevable de procéder à une telle consécration. Néanmoins elle les vaut amplement, car ce même processus, qu'il soit effectué en interne ou en externe, peut faire part d'informations stratégiques qui peuvent changer totalement la perspective des dirigeants, comme avantages nous pouvons citer ;

- Une connaissance accrue des forces et des faiblesses de l'entreprise (analyse SWOT, BCG, analyse financière approfondie... etc.)
- Un meilleur pilotage de la firme ; quand l'entreprise suit régulièrement l'évolution de sa valeur, elle pourra se situer plus facilement sur le marché et par rapport à ses concurrents, mais aussi de mettre en place des stratégies optimales et des plans d'action infaillibles. Le manager pourra plus facilement savoir si la stratégie actuelle lui est favorable ou non, et saura quand en sortir et activer une autre stratégie. Lorsqu'ils connaissent la valeur de leur « business », les propriétaires peuvent améliorer leurs performances sur tous les fronts et devenir plus compétitifs sur leurs marchés respectifs.
- Quand il s'agit de savoir comment une évaluation d'entreprise renforce une organisation, la connaissance est toujours un pouvoir. Il donne aux managers d'entreprises la possibilité de rester en avance sur leurs concurrents et acheteurs potentiels en maintenant les propriétaires bien préparés pour toutes situation ou offre qui se présente à eux.
- L'une des raisons les plus importantes qui découlent de la mise en œuvre des avantages cités auparavant est l'amélioration de la valeur de la firme, ce qui nous fait rentrer directement dans le vif de notre sujet ; une meilleure connaissance signifie tout bonnement moins d'incertitude et donc moins de risque, ajoutant à cela une amélioration des flux de trésorerie induits par une bonne maîtrise des coûts et l'identification de l'inducteur de valeur et du moteur des performances qui garantit la pérennité de la firme (technologie, popularité, qualité et diversité de la clientèle... etc.).

---

<sup>62</sup> Idem.

Mais certains pourront tout de même poser la question de l'utilité d'améliorer la valeur d'une firme. Il y a deux sortes de résultantes que nous avons constatées ;

- **Interne** : dans ce cas, le processus de l'évaluation lui-même qui est déterminant, il est une source informationnelle décisive comme nous l'avons vu ci-dessus.
- **Externe** : dans ce cas et surtout pour les entreprises cotées, la valeur de la firme est un outil de communication indispensable où la concurrence est bestiale ;

Quand l'entreprise communique sa valeur (surtout si elle s'améliore considérablement) est un signal de puissance comme étant un acteur fort sur le marché, cela ne touche pas seulement ses concurrents, mais aussi ses partenaires, démontrant ainsi une puissance commerciale et de négociation convaincante.

Elle peut jouer aussi en faveur de l'attraction d'employés performants, un salarié ordinaire préférera travailler chez *Apple* que chez une startup qui peut fermer à tout moment, en effet, ils préfèrent les grands groupes pour de meilleurs salaires, flexibilité et évolution rapides, travail à l'international. N'oublions quand même pas que nous sommes dans une « économie de la connaissance » ou les activités cognitives, immatérielles et relationnelles gagnent de l'importance dans la production de la valeur marchande.<sup>63</sup>

Comme le résume si bien **François RANGEON**, professeur à l'université de **Picardie Jules Verne** dans son article nommé « **la notion d'évaluation** » : « L'évaluation est parfois simplement considérée comme un moyen d'accroître l'efficacité de l'action publique. Associée aux thèmes de la décentralisation et de la déconcentration, elle est présentée comme un instrument de modernisation de l'État, un facteur de responsabilité, d'autonomie et de transparence. Elle est à ce titre au principe même des mutations de l'administration. Tant sur le plan des représentations que des pratiques. L'évaluation est à la fois un concept et une pratique. Elle ne produit pas seulement des effets de connaissance, mais aussi des effets de légitimation. Si elle permet de mieux connaître l'administration, c'est dans le but d'améliorer son fonctionnement et d'accroître sa légitimité aux yeux du public. ».

#### 2.1.4. La démarche classique d'une évaluation d'entreprise

Pour assurer un résultat satisfaisant, dans tous domaines confondus il est nécessaire d'avoir un processus, une démarche, un fil conducteur permettant d'organiser le travail et de rendre plus claire la finalité de la démarche initiale, mais aussi de simplifier la compréhension de ceux qui veulent atteindre ce résultat. Ce processus doit donc être simple et efficace, mais pas que !

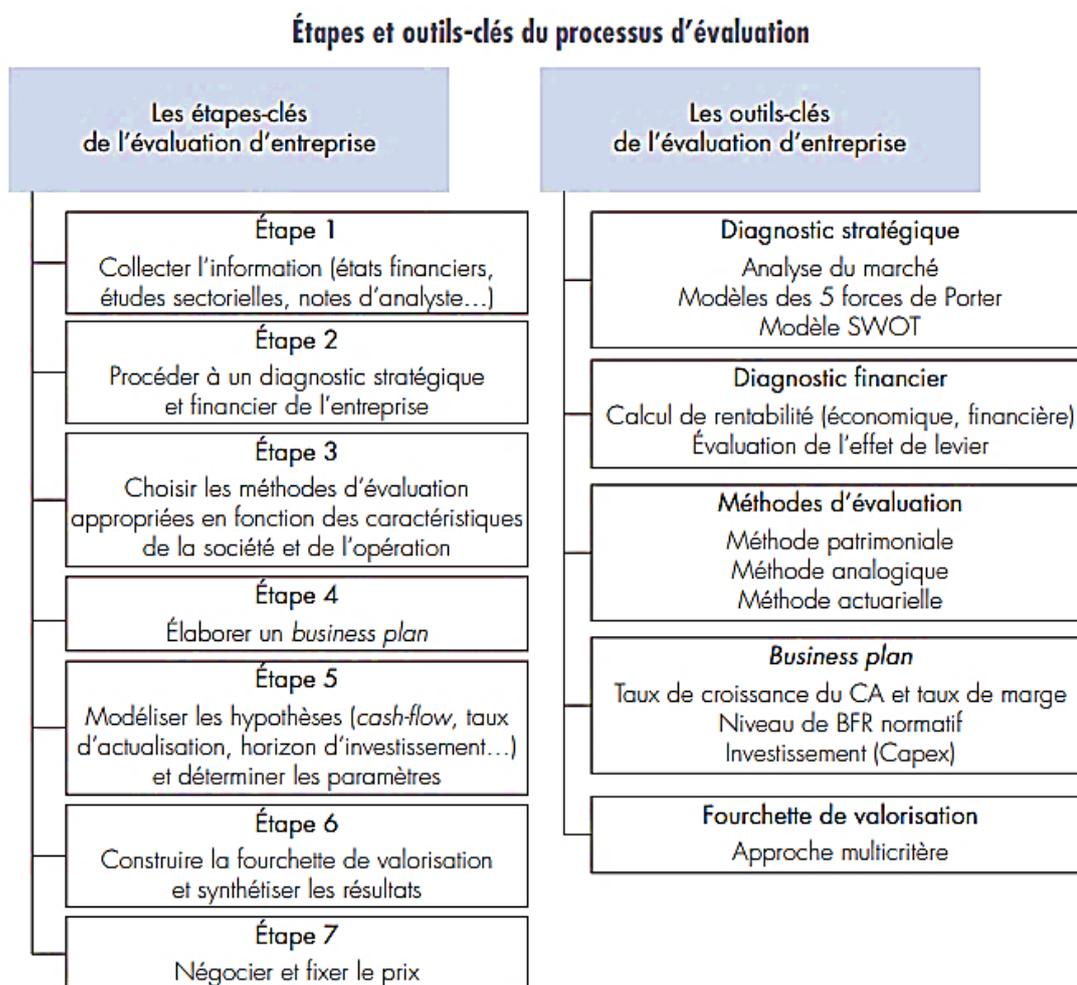
Un processus, surtout dans le domaine économique, il ne doit pas être un concept fixe et c'est d'ailleurs le réel problème, une démarche doit s'adapter à l'évolution de son environnement, rapide ou lent soit-il. Par conséquent nous allons nous référer un processus d'évaluation standard nous permettant d'organiser notre travail.

Cependant tout processus doit s'accompagner d'un ensemble d'outils indispensable pour la réalisation de ce dernier. Cela peut être résumé par le schéma suivant :

---

<sup>63</sup> Cottet, D., Zubiri-Rey, J. & Sauvel, P. (2009). L'émergence du cognitarat face aux réformes universitaires en France. *Multitudes*, 39 (4), 56-65. doi:10.3917/mult.039.0056.

FIGURE 9 : PROCESSUS D'ÉVALUATION



Source : Jean Étienne Palard et Frank Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, organisation, 2013, P80.

#### 2.1.4.1. La collecte d'information

La collecte d'information est une étape plus qu'indispensable, l'évaluation ne peut se faire sans avoir réuni des informations. Ces dernières peuvent être internes, externes et leurs provenances peuvent être publiques (comptes annuels, rapport de gestion, document de référence pour les sociétés cotées, articles de presse...) Ou privée (études sectorielles, notes de brokers, prévisions de marché...).

Toutes informations collectées peuvent être bénéfique à l'amélioration de la qualité et de la précision de l'évaluation, cette information qu'elle soit comptable, financière, juridique ou fiscale constitue la matière première de toute évaluation d'entreprise. Elle peut étayer sur des événements passés ou sur des prévisions futures.

Les principales informations collectées lors d'une évaluation financière peuvent être résumées comme suit :

FIGURE 10 : LES INFORMATIONS PRINCIPALES RECOLTEES LORS D'UNE EVALUATION

Informations chiffrées	Informations qualitative
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Etats financiers des trois dernières années : bilan, compte de résultat, annexe et tableau des flux de trésorerie.</li> <li>- Rapports des commissaires aux comptes.</li> <li>- Méthode d'amortissement des immobilisations.</li> <li>- Tableaux d'amortissement.</li> <li>- Répartition du capital social.</li> <li>- Liste des rémunérations des différents salariés.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Organisation de l'entreprise.</li> <li>- Méthodes de management.</li> <li>- Stratégie du chef d'entreprise.</li> <li>- Compétence des salariés.</li> <li>- Etat du matériel.</li> <li>- Concurrence et positionnement sur le marché</li> <li>- Connaissance du secteur d'activité.</li> <li>- Potentiel du secteur (croissance, déclin).</li> <li>- Connaissance du type de client.</li> <li>- Répartition de la clientèle.</li> <li>- Relation avec les fournisseurs.</li> <li>- Examen des contrats (assurance, travail, ...).</li> </ul>

Source : Méthodes d'évaluation d'entreprises : le cas des entreprises algériennes cotées en Bourse (Mémoire). (2017, juin). Saidi Amel. (P17), Adapté de DUPLAT, C-A. Op. cit., p .40.

#### 2.1.4.2. Diagnostic stratégique et financier

Avec les informations collectées, l'évaluateur peut désormais établir un diagnostic économique de l'entreprise cible lui permettant de comprendre son business modèle. Dans cette rubrique nous allons parler plus précisément du diagnostic stratégique étant donné que le diagnostic financier a été expliqué dans la section 2 du chapitre 1, mais tout de même nous devons le citer et de la définir d'une manière brève étant une étape cruciale dans l'évaluation des entreprises.

##### 2.1.4.2.1. Le diagnostic financier

Le diagnostic financier est un « check-up » de la santé financière d'une firme, tout comme un médecin peut faire un diagnostic sur un humain et juger sa santé physique ou mentale.

Le diagnostic financier utilise l'analyse financière comme outil d'analyse, pouvant ainsi apprécier les forces et les faiblesses financières de la firme. La démarche suivie pour établir une analyse financière efficace a bien été expliquée et détaillée dans la section 1.2 : la démarche ; clé pour une analyse financière infaillible.

##### 2.1.4.2.2. Le diagnostic stratégique

L'évaluation de la situation stratégique de l'organisation se fait à travers un double diagnostic : du point de vue **interne**, il consiste à recenser les forces et les faiblesses du fonctionnement de l'organisation, notamment en termes de ressources (humaines, compétences, financières, matérielles...). Du point de vue **externe**, il consiste à identifier les menaces et opportunités de l'environnement et à anticiper son évolution. On distinguera le *microenvironnement* qui est l'environnement proche et immédiat de l'organisation (clients, fournisseurs...), de son *macroenvironnement* constitué des éléments plus larges et éloignés de son environnement immédiat (éléments politiques, économiques, technologiques...).

Selon **OLIVIER MEIER** auteur de l'ouvrage : « *diagnostic stratégique compétitivité, performance et création de valeur.* » l'importance du diagnostic stratégique peut se résumer ainsi :

- Face aux évolutions et variations des marchés et à la multitude de nouveaux acteurs, les décideurs ont besoin de mieux maîtriser les règles du jeu concurrentiel et d'accompagner leurs trajectoires dans de bonnes conditions.
- La démarche stratégique est aujourd'hui rendue plus complexe, en raison de l'instabilité des systèmes concurrentiels et des impératifs de création de valeur qui nécessitent bien souvent une gestion d'intérêts contradictoires.
- Dans ce contexte, la capacité à connaître et maîtriser les règles du jeu et savoir se positionner au sein de son environnement devient essentielle pour définir et préparer des trajectoires stratégiques cohérentes, tout en permettant des inflexions possibles au cours du temps.<sup>64</sup>

#### 2.1.4.2.2.1. Le diagnostic externe

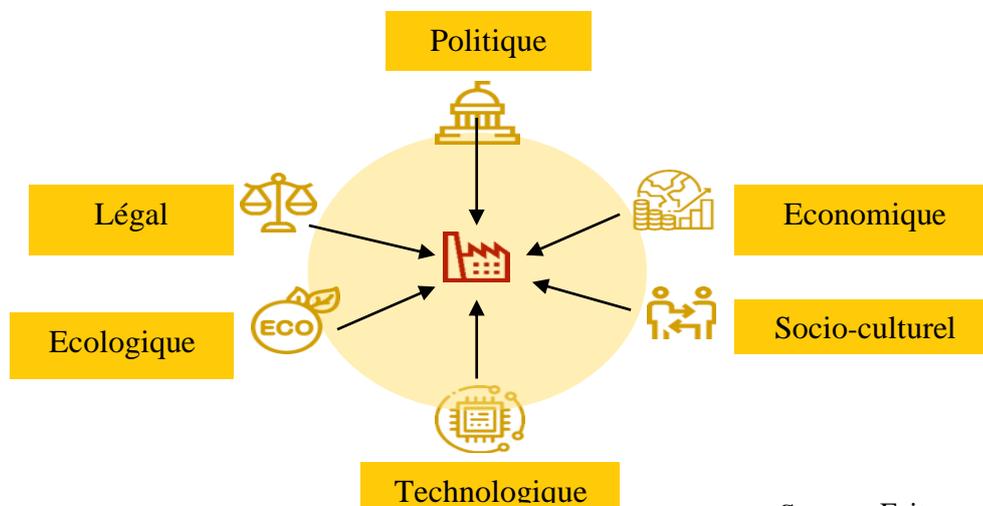
Ce type de diagnostic concerne l'environnement externe de l'entreprise, son marché, ses concurrents, ses clients, les barrières différentes est-elle... pour étudier l'environnement de l'entreprise il va falloir distinguer l'analyse de son macroenvironnement de l'analyse du microenvironnement.

- **Le macroenvironnement**

Son analyse se fait dans la majeure partie des cas à travers la méthode PESTEL. Elle cartographie un certain nombre de facteurs importants au niveau macro et peut donc être utilisée pour comprendre le développement du marché et le positionnement d'une entreprise<sup>65</sup>.

« La méthode PESTEL est un outil complémentaire qui a pour but de préciser l'analyse de l'environnement en découpant celui-ci en grands domaines. Il s'agit, pour l'analyste, d'identifier les influences clés de l'environnement, c'est à— dire les facteurs susceptibles d'affecter celui-ci de manière durable. La méthode PESTEL consiste simplement à rassembler une masse d'information afin d'identifier et de hiérarchiser les éléments significatifs de l'environnement ». (Brahmi & Khelil, 2014).

FIGURE 11 : SCHEMATISATION DE L'ANALYSE PESTEL



Source : Fait par nous-mêmes

<sup>64</sup> Olivier Meier, Diagnostic stratégique, Dunod, 4e édition, 2015, P 05

<sup>65</sup> Claude, G. (2020, 30 janvier). Analyse PESTEL : comment faire ? Scribbr. <https://www.scribbr.fr/methodologie/analyse-pestel/> consulté le mercredi 29 juillet 2020.

Elle s'explique de la manière suivante :

**Politique** : l'environnement politique peut avoir une influence considérable sur la stratégie de l'entreprise, sa stabilité politique, la politique monétaire les accords commerciaux ainsi que la fiscalité jouent un rôle incontestablement important dans les décisions stratégiques d'une firme. Il faut ainsi prendre en compte l'impact de ces changements politiques sur l'entreprise.

**Économique** : Les facteurs économiques rentrants en compte dans l'analyse PESTEL sont les facteurs pouvant avoir un impact sur la demande pour les produits et services de l'entreprise ou sur la compétitivité de l'entreprise. Nous pouvons citer la croissance économique, le pouvoir d'achat, taux de change, taux d'intérêt, chômage, dette publique et chiffre d'inflation.

**Socioculturel** : Ces facteurs influents sur la demande de produits et de services d'une organisation, et sur leur façon de les gérer. Les changements dans les facteurs sociaux peuvent apporter des changements dans les opérations commerciales. De nombreux facteurs dits « sociaux » peuvent apporter des évolutions dans les opérations commerciales d'une entreprise. Ces facteurs prennent en considération les évolutions diverses des populations et de ses caractéristiques (démographie, âge, courant de pensée). Ces facteurs peuvent apporter des modifications dans le comportement d'achats des consommateurs.<sup>66</sup> Les facteurs socioculturels peuvent être : l'éducation, le style de vie, le courant de pensée, la religion, les syndicats de travailleurs influant (risque de grèves) et même le système de santé, la démographie et le respect des travailleurs.

**Technologique** : l'un des facteurs les plus influents dans une économie en pleine expansion, et spécialement après le boom des sites internet, les ventes en ligne, les paiements en ligne, les livraisons rapides, la communication sur les réseaux sociaux et la protection des données. Il peut s'agir aussi des technologies efficaces et économiques pouvant nuire la qualité et la compétitivité des produits. Les facteurs peuvent se résumer ainsi ; activités de recherche et de développement, automatisation, brevets, financement de la recherche, changements technologiques et transfert de technologie<sup>67</sup>.

**Écologique** : la question climatique est de plus en plus importante pour les entreprises, il devient même un enjeu marketing principal pour certaines enseignes, mais un fardeau pour d'autres qui subissent les lois environnementales comme les compagnies pétrolières ou les entreprises de pesticides ; Lois sur la protection de l'environnement, traitement des déchets (recyclage), consommation d'énergie (transition énergétique).

**Légal** : L'analyse PESTEL se termine par l'analyse des facteurs juridiques pouvant avoir un impact sur l'entreprise. On s'intéresse principalement ici aux réglementations (protection des consommateurs, protections des salariés, protection de la propriété intellectuelle) et à l'efficacité de la justice (risque de corruption), loi et réglementation, indépendance de la justice<sup>68</sup>.

---

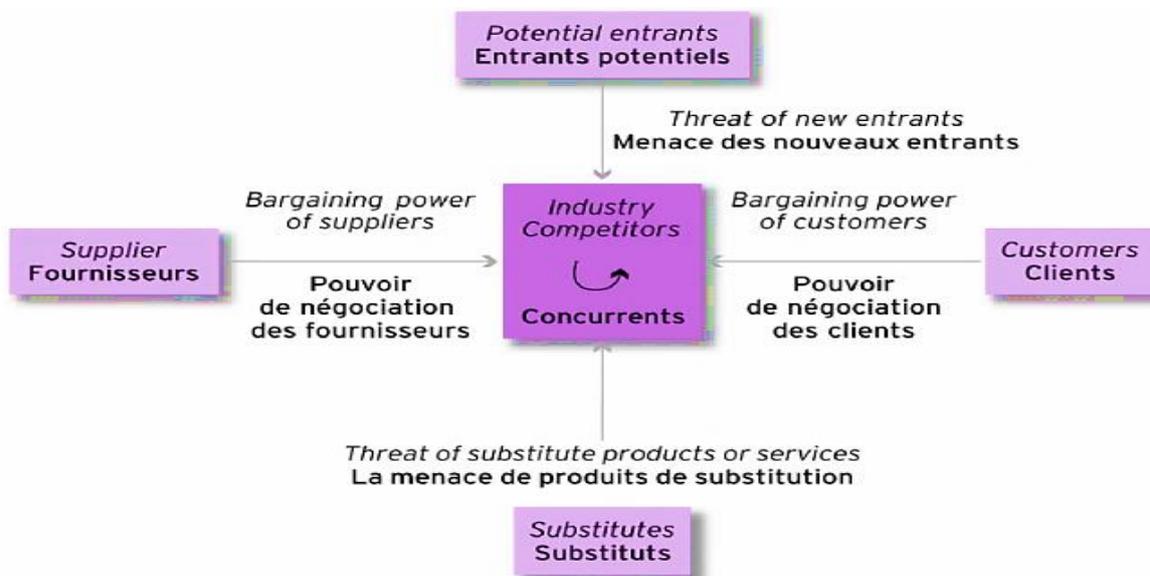
<sup>66</sup> Claude, G. (2020, 30 janvier). Analyse PESTEL : comment faire ? Scribbr. <https://www.scribbr.fr/methodologie/analyse-pestel/> consulté le jeudi 30 juillet 2020.

<sup>67</sup> Association of University Technology Managers, 2004 cité dans Conseil de la science et de la technologie du Québec, Chaînes de valorisation de résultats de la recherche universitaire recelant un potentiel d'utilisation par une entreprise ou par un autre milieu, 2006, p. 7

<sup>68</sup> Brouster, G. L. (2019, 12 novembre). Zoom et explications sur l'analyse PESTEL. The Business Plan Shop. [https://www.thebusinessplanshop.com/blog/fr/entry/analyse\\_pestel](https://www.thebusinessplanshop.com/blog/fr/entry/analyse_pestel) consulté le jeudi 30 juillet 2020.

- **Le microenvironnement** : Il s'agit d'une analyse du marché sur lequel l'entreprise se situe. Autrement appelée analyse concurrentielle, elle permet d'identifier toutes les menaces externes auquel une entreprise doit faire face. Il se présente sous le schéma suivant :

FIGURE 12 : ANALYSE DU MICRO ENVIRONNEMENT : PORTER



**Source** : Nathalie Van Laethem, Yvelise Lebon, Bé ; autrice Durand-Mégret © ; Dunod. (2016, 26 juillet). Les cinq forces de Porter. <https://www.e-marketing.fr/>. <https://www.e-marketing.fr/Thematique/academie-1078/fiche-outils-10154/Les-cinq-forces-Porter-306754.htm>

**La rivalité des concurrents actuels** : autrement dit, l'intensité concurrentielle ; plus le nombre de concurrents est important et plus l'intensité concurrentielle sera forte, plus il y'a une croissance du secteur plus tous les concurrents bénéficient en récupérant plus de recettes et plus les barrières à la sortie sont soutenues plus l'intensité concurrentielle est rude.

**La menace de nouveaux entrants sur le marché** : Ils constituent une menace pour les entreprises en place, car ils risquent d'accaparer une partie du marché. Leurs actions pèsent sur l'équilibre des forces en présence. Les conséquences peuvent être de nouvelles guerres des prix. Les concurrents occupant le terrain vont tenter d'ériger des barrières à l'entrée pour se prémunir de ces menaces.<sup>69</sup>

**Les produits de substitution** : un produit de substitution peut menacer la vie d'une entreprise. C'est une menace complètement imprévisible, l'entreprise doit ainsi avoir une veille concurrentielle avancée et investir dans la recherche pour rester le plus ajour possible.

**Le pouvoir de négociation des clients** : c'est la capacité du client à modifier les conditions de l'échéance (prix, délai, services assurances, conditions de paiements.) La dépendance de l'entreprise par rapport à ses clients peut venir de la concentration de ses derniers, leurs images de marque ou bien de leurs tailles. En effet plus le client est de taille importante plus

<sup>69</sup> ManagerGO. (s. d.). Les 5 forces de Porter : concevoir des stratégies concurrentielles. Manager GO! Consulté 30 juillet 2020, à l'adresse <https://www.manager-go.com/strategie-entreprise/les-5-forces-de-porter.htm>.

son pouvoir de négociation est important, inversement, plus les clients sont de petite taille plus le pouvoir de négociation est faible.

**Le pouvoir de négociation des fournisseurs :** Le pouvoir de négociation des fournisseurs est très important sur un marché. Des fournisseurs puissants peuvent imposer leurs conditions en termes de prix, de qualité et de quantité. À l'inverse s'il y a beaucoup de fournisseurs, leur influence est plus faible. Il faut analyser le nombre de commandes réalisées, le coût de changement de fournisseurs, la présence de matières premières de substitution...<sup>70</sup>

Ils disent que « *6e force = Souvent le modèle est complété par une 6e force, les pouvoirs publics. C'est un élément important, car la législation et les normes peuvent influencer chacune des 5 forces de Porter.* » (National agency for innovation and research Luxinnovation, s. d.)

#### 2.1.4.2.2.2. Le diagnostic interne

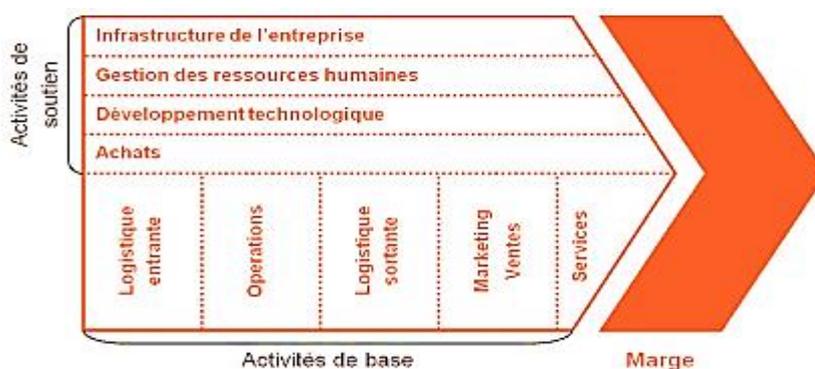
Le diagnostic stratégique interne vise à établir un état des lieux des ressources de l'entreprise et de ses compétences distinctives afin de mettre en évidence ses forces et faiblesses pour prendre des décisions stratégiques plus adaptées. Celui-ci va permettre d'optimiser la gestion des ressources et de se concentrer sur les faiblesses de l'organisation pour les combler et devenir plus compétitif.

Le diagnostic interne peut s'établir à travers différentes techniques ; nous allons parler de deux d'entre elles :

- **La chaîne de valeur**

C'est un outil d'analyse stratégique interne qui a été mis au point par Michael Porter dans son ouvrage portant sur l'avantage concurrentiel qui est paru dans les années 80. La chaîne de valeur permet de repérer de manière systématique les activités qui permettent à une entreprise de créer de la valeur pour le client. Elle est souvent représentée comme suit :

FIGURE 13 : DIAGNOSTIC INTERNE : CHAINE DE VALEUR



Source : Adam, A.-F. (2020, 10 mai). La chaîne de valeur de Porter : exemple et explications. WikiCréa. <https://www.creerentreprise.fr/chaîne-de-valeur-de-porter-exemple> consulté le 05 août 2020

<sup>70</sup> National agency for innovation and research Luxinnovation. (S. d.). 5 forces de porter= fournisseurs, clients, produits de substitution, concurrents, nouveaux entrants. [www.luxinnovation.lu](http://www.luxinnovation.lu). Consulté 30 juillet 2020, à l'adresse <http://www.innovation.public.lu/fr/innover/gestion-innovation/marketing/5forcesporter-fr.pdf>.

Cette sorte de flèche indique les activités à chaque étape de la réalisation d'un produit ou service, il décompose l'entreprise en 9 activités liées les unes aux autres. Ces activités sont divisées en activités principales et de soutiens ;

Les activités principales sont 5 ;

- **La logistique entrante (interne)** : la gestion des matières premières et autres marchandises réceptionnées venues des fournisseurs, elles sont donc stockées jusqu'à leur utilisation en production ou assemblage. (manutention, contrôle, déballage, stockage, renvoi, etc.)
- **Opérations ou production** : les biens sont fabriqués ou assemblés pour aboutir à des produits finis, pour les entreprises de services il s'agira des activités de réalisation du service.
- **La logistique sortante (externe)** : elle repose essentiellement sur l'envoi des produits vers les grossistes, les distributeurs voire directement vers les consommateurs. (Traitement et préparation des commandes, transport, délais.)
- **Marketing vente (commercialisation)** : à ce stade l'entreprise son offre pour satisfaire les besoins de ses clients cibles il s'agit des activités associées à la fourniture de moyens par lesquels la clientèle est incitée à acheter produits ou séries, cette activité se rapporte donc à tout ce qui est publicité la promotion la gestion de force de vente la fixation des prix.
- **Services** : elle conclut les activités principales, il s'agit de tous les services visant à accroître ou à maintenir la valeur perçue du produit par le client, tel que l'installation du produit, le service après-vente ou d'autres services.

Pour soutenir ces activités, plusieurs activités de soutiens ou fonctions supports sont nécessaires ;

- **Achat (approvisionnement)** : c'est la première activité de soutiens, l'entreprise doit se fournir et donc acheter des moyens de production (matières premières, des marchandises, fournitures et services.). Cette fonction va tenter d'obtenir le meilleur rapport qualité prix pour tous ses achats afin de maximiser ses marges et de diminuer ses frais.
- **Développement technologique** : Peuvent constituer un avantage concurrentiel, cela englobe ; les systèmes d'information, la recherche et le développement, la protection des technologies, gestion des connaissances, etc.
- **Gestion des ressources humaines** : les employés représentent une ressource vitale qu'on qualifie aujourd'hui de « *capital humain* », cette activité GRH va porter plusieurs aspects, le recrutement, la formation, le développement personnel, la rémunération et la gestion de carrière.
- **Infrastructure de l'entreprise** : pour le bon fonctionnement de l'ensemble de l'entreprise, il faut des activités administratives indispensables qui englobent un ensemble de procédures de la planification au contrôle, on trouve ; la direction générale la comptabilité, le service juridique, le service financier, le service relation publique et le service de contrôle qualités.

L'intérêt de décomposer l'entreprise en activité principale et de soutien, est pour repérer où se trouve réellement les sources davantage concurrentielles de l'entreprise, qu'est-ce qu'elle fait mieux ou qu'est-ce qu'elle fait différemment. Il peut s'agir aussi d'identifier les activités

qui contribuent le plus à la création de valeur pour le client, comparer la valeur créée par chaque activité à ce qu'elle coûte pour veiller à ce qu'il y'ait un écart positif.

L'entreprise peut se comparer aussi à travers cette chaîne de valeur à ses concurrents potentiels pour aider à la décision des activités à garder au sein de l'entreprise (internalisation) ou des activités à faire faire par d'autre (externalisation)

- **La matrice BCG (*Boston Consulting Group*)**

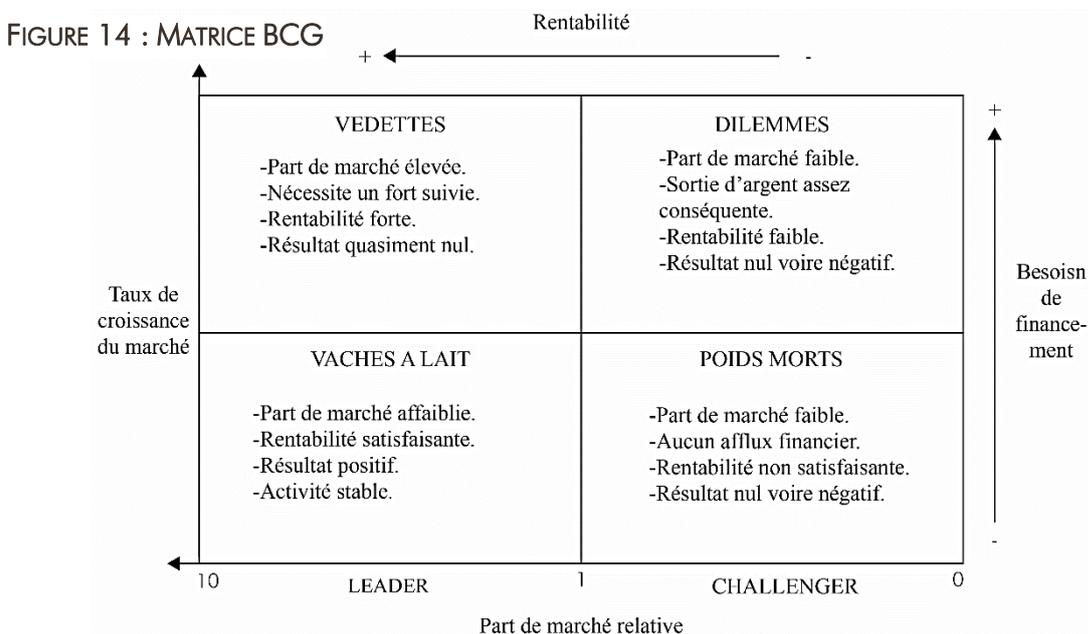
En effet une entreprise peut être vue comme un ensemble d'activités (si elle en dispose de plusieurs) on appelle cela un *portefeuille d'activités*, ces activités génèrent des flux financiers qui doivent donc être étudiés pour juger de leur efficacité et de leur rentabilité ainsi que contribution à l'évolution et au développement de la firme. L'entreprise doit donc être divisée en domaine d'activités stratégiques (*business uni*) ou *DAS*, ils forment chacun un centre de profit, disposant d'une certaine autonomie (liberté dans l'allocation de ressources), ces DAS sont des sous-métiers, se distinguent par leur couple produit/marchés, leurs technologies, les investissements et compétences mobilisés, leurs environnements concurrentiels... etc. Cette matrice aurait été inventée en 1968, par Fred Borges, président de *General Electric* en collaboration avec le cabinet McKinsey, puis tous les leaders du consulting et notamment Boston consulting group ont développé des méthodes de segmentation stratégique matricielle pour optimiser l'organisation en business unit.

La matrice BCG est constituée sur la base de deux critères :

- Le taux de croissance dans le secteur : l'importance du chiffre d'affaires réalisé par le DAS en pourcentage du CA total du groupe et le taux de croissance du marché DAS.
- La part de marché relative : évaluée par son poids relatif par rapport à son plus grand concurrent. Ceci va donner une estimation de la position concurrentielle de l'entreprise.

<b>Part de marché relative = part de marché du DAS / part de marché du plus grand concurrent.</b>
---

On pourra ainsi voir la matrice se dessiner comme suit :



Ces quatre situations peuvent s'expliquer de la manière qui suit :

**Les Dilemmes :** Des activités ou des produits caractérisés par une faible part de marché, mais le marché ou le secteur dans lequel elle opère se caractérise par une croissance plus rapide que sa part relative.

Elles ne dégagent presque pas de profits puisque ces activités/produits sont en phase de lancement ou de développement. En cas de réussite, elles peuvent devenir des produits vedettes ou *stars* à condition que leurs croissances modérées deviennent plus grandes (part de marché relative). Par contre, si leur part reste faible et le marché vient à passer en déclin voir en récession, ces activités peuvent devenir des poids morts.

Donc pour garantir leurs réussites, ces activités nécessitent des liquidités et des investissements importants afin d'améliorer leurs positionnements. Elles se nomment dilemmes, car l'entreprise peut se poser la question du maintien de l'investissement (qui peut devenir lourd) ou leurs abandons. Ces activités/produits sont nommées par certains professionnels « les enfants à problèmes ».

**Les vedettes :** il s'agit de produits ou activités en phase de croissance, elles se caractérisent par une forte concurrence tout en réussissant à avoir une part de marché considérable, dans un marché en pleine croissance (ou ayant un potentiel de croissance).

Elles soutiennent la croissance de l'entreprise à long terme puisqu'elles peuvent devenir des vaches à lait si elles réussissent à garder leurs positionnements concurrentiels, par conséquent elles nécessitent un effort de développement pour maintenir leur place à travers des dépenses marketing assez conséquentes.

**Vaches à lait :** nommées ainsi, car elles sont des activités/produits arrivées à maturité, ne nécessitant pas beaucoup d'investissement étant donné qu'ils sont pratiquement amortis. Leurs parts de marché sont très fortes voir leader, mais se caractérisent par une croissance de marché assez faible ou en déclin.

Grâce à leurs maturités, ces activités générant beaucoup de profit et une très bonne rentabilité, contribuant ainsi à la rentabilité à court terme et aux développements des autres activités comme le financement des vedettes (le maintien) et des dilemmes (amélioration).

**Poids morts :** caractérisés par un marché en déclin et un environnement fortement concurrentiel mettant l'activité en péril. Elle ne générant ni de l'argent et elles ne consomment pas, par contre elles peuvent constituer des coûts fixes importants mettant l'entreprise dans l'obligation de l'abandon ou de la cession.

Donc, à partir de cette matrice l'entreprise peut vassaliser la répartition de ses activités ou produit comme un portefeuille prestant diverses caractéristiques (besoin de financement, rentabilité, part de marché et croissance du marché.). Plusieurs situations de portefeuilles peuvent apparaître notamment :

**Portefeuille juvénile :** les activités en démarrage ou en croissance prédominant (vedettes et dilemmes), caractérisé par une forte croissance du marché, mais une position concurrentielle moyenne le besoin de financement est assez fort et on peut constater le manque ou l'absence de vache à lait

**Portefeuille sénile :** un portefeuille rentable, mais les activités arrivent à maturité donc dispose d'un risque de disparition et de déclin élevé. Par ailleurs les flux sont stables ce qui peut induire les dirigeants en erreur puisqu'il est impératif de renouveler les activités.

**Portefeuille équilibré :** Tous les domaines d'activités stratégiques sont complémentaires en termes de risque, de maturité et d'équilibre financier. La position concurrentielle ainsi que la croissance est partagée, la part de marché est forte, les risques sont amoindris et l'autofinancement est atteint.

### 2.1.4.3. Élaborer un business plan

Élaborer un business plan ou plan d'affaires est une étape indispensable pour une évaluation d'entreprise, elle sert à prévoir les décisions stratégiques futures selon les données actuelles. Il peut paraître très difficile de prévenir le futur, et il l'est bien, personne ne peut prédire l'avenir. Mais d'un point de vue interne, l'entreprise dispose d'informations clés pouvant l'aider à faire des prévisions solides, contrairement à un analyste externe.

Le business plan, doit suivre une certaine méthodologie précisément lorsque la méthode d'évaluation s'apparente à l'actualisation des dividendes ou de flux de trésorerie. L'entreprise va prédire son chiffre d'affaires, le résultat d'exploitation, les investissements, BFR... etc.

Un plan d'affaires détaillé, peut prendre beaucoup de temps (selon les informations et les objectifs), de 3 h à une journée il peut aussi prendre une semaine si le travail de précision est exigé. L'analyste doit projeter tous les états financiers pour rapporter la valeur la plus parlante possible. Nous verrons les prévisions des principaux moteurs de flux de trésorerie disponibles (*main drivers for free cash-flow*) dans la partie de la méthode d'actualisation par les flux.

### 2.1.4.4. Déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation

Une évaluation n'a de sens que si l'évaluateur se pose des questions et pose des hypothèses pour vérifier la véracité et la robustesse de la firme ainsi que de ses prévisions, le tableau suivant récapitule les principales hypothèses relatives à l'estimation des paramètres dans chacune des approches de l'évaluation.

Notre thème est directement lié au test d'hypothèses étant donné que nous allons évaluer la sensibilité des paramètres inducteurs de valeur et leur influence cette dernière.

### 2.1.4.5. Synthèse des calculs et présentation de la fourchette de valeur

L'objectif d'une évaluation d'entreprise est l'estimation de la valeur d'une firme dans un intervalle de valeurs, soit à travers l'utilisation de différentes méthodes s'appliquant sur le cas de la firme évaluée, ou bien en faisant varier les paramètres des prévisions sous différents scénarios pour arriver à des suppositions optimistes, pessimistes et rationnelles.

Cette section 1 du deuxième chapitre a eu pour but, l'explication approfondie des concepts de bases qui sont principalement utilisés dans le cadre d'une évaluation d'entreprise. Notons toutefois qu'il y a d'autres concepts qui sont omis de la première section pour être intégrés dans la suivante, car ils sont directement liés à cette dernière, faisons ainsi un cheminement d'idées cohérent et organisé, permettant au lecteur de se retrouver dans la compréhension du sujet traité.

## 2.2. Les différentes méthodes d'évaluation d'entreprises.

Évaluer une entreprise relève d'une certaine complexité due à la délicatesse de la démarche et la multitude d'éléments à prendre en compte afin d'apprécier la valeur de l'entreprise cible. Celle-ci est basée sur une démarche totalement subjective à cause de l'asymétrie d'informations existantes entre les deux acteurs.

Ainsi, le choix de la méthode adéquate pour la valorisation d'une entreprise est une étape décisive pour un calcul pertinent de la valeur, la démarche et la technique utilisée peuvent faire objet d'un argumentaire indispensable au moment de la négociation du prix.

Dans cette section nous aborderons les principales méthodes d'évaluation que nous allons utiliser, ainsi nous ne parlerons pas d'autres méthodes qui nous ne serons pas utiles, soit parce que nous ne pouvons pas avoir accès aux informations demandées par la méthode ou bien à cause du manque de pertinence de la méthode. Par conséquent nous parlerons des méthodes patrimoniales et mixtes (goodwill), la méthode des discounted cash-flow (dcf) et la méthode des multiples.

### 2.2.1. Les approches patrimoniales et mixtes

Les méthodes patrimoniales sont des méthodes d'évaluation qui consistent à estimer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise, et à en faire la somme algébrique.

Selon TCHEMENI, « *L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes qui présentent un caractère historique et non prévisionnel. Ces méthodes sont essentiellement basées sur le patrimoine de l'entreprise. Il s'agit d'une approche plutôt statique, par opposition aux approches prévisionnelles ou prospectives fondées sur l'estimation des flux futurs de bénéfices, de dividendes ou des cash-flows de l'entreprise.* »<sup>71</sup>

#### 2.2.1.1. L'actif net comptable (ANC)

Il s'agit de l'une des premières techniques d'évaluation utilisées depuis le début du XXe siècle par les praticiens, cela à cause de la vénération du bilan et de l'importance substantielle qu'ils lui ont accordée contrairement au compte de résultat. La technique est très facile, mais essentiellement statique, basée sur le coût historique des éléments du bilan, ne représentant ainsi que la valeur comptable des éléments de l'état financier patrimonial.

Ainsi pour obtenir la valeur du patrimoine d'une firme il faut se référer à ses éléments du bilan comptable, la valeur du patrimoine est alors la valeur de ses capitaux propres ou bien sa situation nette ;

**ANC** : Total actif — passif exigible (dettes à court, moyen et long terme) — les non valeurs.

Ou :

**ANC** : (Capital social + réserves + report à nouvelles + provisions réglementées) — les non-valeurs

<sup>71</sup> TCHEMENI.E : « évaluation des entreprises », édition Economica, 2003, p8

Ou bien d'une manière plus détaillée :

$$\begin{aligned} \text{Valeur de l'entreprise (ANC)} &= \text{Actifs réels} - \text{Dettes réelles} \\ &= (\text{somme des actifs} - \text{actifs fictifs}) - (\text{somme des dettes} - \text{dettes fictives}) \\ &= (\text{somme des actifs} - \text{somme des dettes}) - \text{actifs fictifs} + \text{dettes fictives} \\ &= \text{Capitaux propres} - \text{actifs fictifs} + \text{dettes fictives} \end{aligned}$$

Dont :

Les actifs fictifs,

- les frais d'établissement.
- les frais de recherche et développement (si ce sont des charges activées à ne pas déduire s'ils doivent aboutir au dépôt d'un brevet rapidement).
- les primes de remboursement des obligations.
- les comptes de régulation actifs : charge à répartir, charges constatées d'avance (sauf fournitures non consommées, créances en nature), frais d'émission d'emprunt et frais d'acquisition d'immobilisation.

Les dettes fictives :

- les produits constatés d'avance
- les écarts de conversion passifs (les postes, recherches et développements et charges constatées d'avance requièrent une analyse au cas par cas).

La valeur nette comptable ne donne qu'une image imparfaite de la valeur du patrimoine réel de l'entreprise. En effet cette méthode ne prend pas en compte la rentabilité future de la firme et elle ne se base que sur la valeur historique et comptable, faisant fi des plus et moins-values. L'ANC est donc assimilable à la valeur à la casse, l'entreprise ne sera plus en continuité d'exploitation. C'est pour cela que la technique de l'actif net comptable corrigée (ANCC) a été mise en place.

### 2.2.1.2. L'actif net comptable corrigé

Le manque de réalisme de l'actif net comptable a poussé les professionnels à intégrer les évolutions du marché concernant les postes de l'actif, ainsi pour rendre compte de la réalité économique, on procède à des retraitements qui sont nécessaires pour corriger les singularités des réglementations comptables et la réalité des faits économiques de l'entreprise.

Ainsi l'ANCC est la somme totale de tous les éléments constitutifs du patrimoine de l'entreprise exprimé en valeur actuelle au jour de l'évaluation. En effet la valeur comptable est souvent éloignée de la valeur réelle (raisons ; fiscales, comptables et historiques), elles doivent donc être réévaluées et corrigées pour apprécier une valeur qui se rapporte le plus à la réalité.

Le calcul se fait ainsi de la manière suivante :

$$\text{ANCC} = \text{ANC} + \text{plus ou moins-values sur éléments d'actif} + \text{provisions non justifiées (considérées comme réserves)} + \text{fiscalité différée active} - \text{fiscalité différée passive.}$$

Les retraitements nécessaires pour cette méthode peuvent se résumer dans le tableau ci-dessous ;

FIGURE 15 : RETRAITEMENTS METHODE ANCC

Nature du retraitement	Justifications	Postes concernés
Élimination des non-valeurs Les non-valeurs sont aussi appelées les actifs fictifs	Il faut supprimer les actifs qui n'ont pas de valeur vénale et correspondent souvent à une répartition sur plusieurs exercices de charges importantes issues d'opérations de financement à moyen ou long terme et du développement de l'entité	– Frais d'établissement Frais de recherche et développement Charges à répartir Écarts de conversion actif Prime de remboursement
Valorisation en valeur d'utilité des immobilisations	Les biens nécessaires à l'exploitation doivent être estimés à leur valeur d'utilité	Constructions Terrains Matériel industriel
Valorisation en valeur de marché des immobilisations hors exploitation	Les biens non nécessaires à l'exploitation doivent être confrontés aux valeurs de marché pour autant qu'ils soient cessibles	Immeubles de placement Participations minoritaires Trésorerie excédentaire
Valorisation du droit au crédit-bail et du droit au bail dans le cadre de la location financement	La valeur du droit au crédit-bail est égale à la différence entre la valeur d'utilité du bien et la valeur actualisée des redevances et coût de levée d'option restant à payer La valeur du droit au bail dans le cadre d'une simple location financière est égale à la différence entre la valeur d'utilité du bien louée et la valeur actualisée des loyers restant à payer La valeur d'utilité est fonction des flux futurs issus de l'exploitation de l'actif	Droit au crédit-bail Droit au bail
Écart de conversion actif Écart de conversion passif Provision pour perte de change	Ces écarts correspondent à des pertes ou des gains latents de change sur une dette ou créance en devise étrangère. Ils doivent être traités en actifs et passifs fictifs De même la provision pour perte de change est un passif fictif, il ne s'agit pas d'un engagement vis-à-vis d'un tiers	Écarts de conversion actif Écarts de conversion passif Provision pour perte de change
Affectation du résultat	Si le bilan est présenté avant affectation du résultat, il faut procéder à la répartition de ce dernier et mettre en dettes la part qui sera distribuée	Dividendes à payer
Incidence de la fiscalité différée	Les ajustements pratiqués sont potentiellement porteurs d'une charge ou d'une économie d'impôt futur	

Source : Legros, G. (2015). L'évaluation des entreprises — 2e éd. : Méthodes et études de cas (Management sup) (French Edition). Dans LA LOGIQUE DE L'ACTIF NET COMPTABLE CORRIGÉ (p. 40). Dunod.

Après avoir calculé l'actif net comptable corrigé, on dégage une valeur mathématique intrinsèque ou corrigée de l'action, cette dernière est déterminée par la formule suivante :

$$\text{Valeur mathématique intrinsèque de l'action} = \frac{\text{ANCC}}{\text{nombre d'actions}}$$

### 2.2.1.3. Les approches fondées sur le goodwill

Lorsque la valeur d'une entreprise suivant ses flux de trésorerie prévisionnels (DCF) est supérieure à la valeur de son patrimoine, nous sommes en présence d'une survalueur appelée *GoodWill*.

Cet écart est parfaitement explicable ; l'évaluation par le patrimoine, est une approche statique qui prend en compte que les résultats cumulés dans le passé ainsi que les plus / moins-values subies par les actifs de l'entreprise, elle ne prend en compte aucun actif immatériel ajoutant de la valeur à l'entreprise évaluée.

En effet, selon une étude effectuée par Ernest and Young (EY), le capital immatériel représente plus de 63% de la valeur des grandes entreprises européennes. Ainsi la valeur cumulée de ce capital atteint près de 3500 milliards € au 01/01/2017, plus que le PIB d'Espagne et le Canada réunis (2018)<sup>72</sup>.

En ce qui concerne la méthode DCF, elle prend en compte les perspectives futures, ce qui la rend plus apte à représenter la valeur qui se rapproche le plus de la réalité.

La valeur de l'entreprise ne dépend pas uniquement de la qualité de ses moyens de production, mais également de celle de son potentiel humain : savoir-faire, gestion saine et climat favorable à la production sont autant de richesses qui s'ajoutent à la richesse matérielle pour donner des bénéfices supplémentaires à même d'augmenter la valeur de l'entreprise. La méthode du goodwill consiste à rajouter à la valeur patrimoniale (actif net comptable corrigé) un bénéfice économique (rente du goodwill) calculé sur plusieurs années puis actualisé.<sup>73</sup>

**Valeur de l'entreprise** = actif net comptable corrigé+ goodwill (survaleur)

Il existe plusieurs approches pour le calcul et l'utilisation du *goodwill* comme méthode complémentaire et correctrice à la méthode patrimoniale ANCC, mais avons cela, il est impératif de comprendre la notion de goodwill ;

Le goodwill est la valeur de l'actif immatériel qui n'a pas été pris en compte par la méthode classique, patrimoniale. Ce *goodwill* représente un potentiel profit qui peut être amené par la bonne utilisation du capital immatériel de la firme, dans le cas contraire, c'est à dire, il y a lieu d'une mauvaise gestion de ce capital extracorporel. L'entreprise verra ainsi sa valeur patrimoniale diminuer du fait d'un actif immatériel procurant un rendement négatif (*Badwill*).

Le *goodwill* est un actif incorporel associé à l'achat d'une entreprise par une autre. Plus précisément, le goodwill est la partie du prix d'achat qui est supérieure à la somme de la juste valeur nette de tous les actifs achetés lors de l'acquisition et des passifs assumés dans le processus. La valeur de la marque d'une entreprise, sa solide clientèle, ses bonnes relations avec les clients et les employés et sa technologie exclusive, sa qualité de management, son efficacité organisationnelle ainsi que son potentiel d'innovations sont autant de raisons qui expliquent l'existence d'un *goodwill*.

Comme le définit si simplement **Hubert de La Bruslerie** « Dans une logique d'évaluation d'entreprise, le Goodwill est une mesure de la valeur des actifs immatériels non évaluée directement par l'ANCC »<sup>74</sup>.

<sup>72</sup> La Tribune.fr (<http://www.latribune.fr>), 23 janvier 2008

<sup>73</sup> Ogien, D. Maxi fiches de Gestion financière de l'entreprise. Dans les modèles d'évaluation d'entreprise Dunod. (2008). P 126.

<sup>74</sup> LA BRUSLERIE, H. Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic. 5e édition. Paris : DUNORD, 2014. p. 132.

### 2.2.1.3.1. La méthode des praticiens

Cette méthode est considérée comme étant indirecte, elle est aussi appelée *méthode allemande*. La valeur de la firme est alors la moyenne arithmétique de sa valeur de patrimoine et de sa capacité bénéficiaire ( $V_r$  ; valeur de rendement) ;

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{(\text{ANCC} + V_r)}{2}$$

Dont :

$$\text{Valeur de rendement} = \frac{\text{résultat typique de l'entreprise}}{\text{coût moyen pondéré du capital (cmpe)}}$$

Cette valeur dite de rendement ou de rentabilité peut aussi être remplacée, et dans la majeure partie des cas c'est ce qui est fait. Il convient de faire la moyenne arithmétique de la valeur patrimoniale et la valeur de l'entreprise par les flux futurs actualisés, ce qui nous renvoie à la formule suivante :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{ANCC} + \text{valeur de la firme par DCF}}{2}$$

À partir de cette formule, le goodwill peut être déterminé indirectement en posant :

$$\text{Goodwill} = \text{valeur d'entreprise} - \text{ANCC}$$

Soit ;

$$\text{Goodwill} = \frac{(V_r - \text{ANCC})}{2}$$

Cette méthode essaie donc d'intégrer l'optique de prévisions futures dans une méthode à caractère statique se basant entièrement sur les actifs du bilan figés dans le passé. Une contradiction assez pesante s'impose étant donné qu'une moyenne de deux méthodes ne peut absolument pas rendre compte de la réalité économique et cela reste même dans la pratique une méthode très approximative ayant un sens purement pratique, utilisé comme moyen de négociation ou de prix plancher pour établir une fourchette de valeurs au moment de la négociation.

### 2.2.1.3.2. La méthode de la rente de goodwill (direct)

Le Goodwill correspond à la somme actualisée des superprofits (*superbénéfice ou rente de Goodwill*) dégagée par l'entreprise. Les éléments incorporels constitutifs du goodwill n'ont de valeur que s'ils permettent à l'entreprise de réaliser un bénéfice dont le montant excède la rémunération des actifs matériels, au minimum, au taux des placements sans risque.<sup>75</sup>

$$\text{Goodwill} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{\text{super bénéfice}}{(1+i)^n}$$

Dont :

**n** : la durée déterminée (s'il y a lieu)                      **i** : le coût moyen pondéré du capital ( cmpe )

<sup>75</sup> Barneto, P., & Gregorio, G. Finance - DSCG - manuel, applications. Dans L'évaluation à travers les approches patrimoniales et mixtes (2e éd.). Dunod. (2009). P 294.

Et :

$$\text{Super bénéfice} = B_n - (r \times A_n).$$

Dont :

**B<sub>n</sub>**: le bénéfice anticipé de l'année N      **A<sub>n</sub>**: l'actif nécessaire à l'obtention du bénéfice      **r**: le coût des fonds propres (taux exigé par les actionnaires)

Plusieurs méthodes se présentent, notamment :

#### 2.2.1.3.2.1. La méthode anglo-saxonne :

Cette méthode stipule que le super bénéfice ou rente de goodwill est constant à l'infinie, aussi la rente perpétuelle du goodwill qui se calcule de la manière qui suit :

$$\text{Goodwill} = B_n - \frac{r \times A_n}{i}$$

**B<sub>n</sub>**: le bénéfice anticipé de la n      **A<sub>n</sub>**: l'actif nécessaire à l'obtention du bénéfice      **r**: le coût des fonds propres (taux exigé par les actionnaires)

Mais cette méthode ne prend pas en compte l'érosion ou l'évolution de la rente procurée par le goodwill (ou badwill), cette méthode est donc très subjective.

Il faut noter aussi que le *i* (le taux d'actualisation) doit être différent d'un type d'actif nécessaire à l'obtention du bénéfice à un autre.

#### 2.2.1.3.2.2. Méthode des experts-comptables européens

Cette méthode implique une limite à la durée de la rente du goodwill qui n'est plus perpétuel, mais abrégé, cette méthode est certes un peu plus réaliste que la précédente, mais stipule tout de même que le goodwill soit limité dans la durée, alors que dans la logique, même si un repreneur achète une entreprise, la marque reste vivante. Nous pouvons prendre exemple sur le rachat d'eBay par Lebon coin, eBay reste ancré dans le quotidien des gens qui le connaissent et l'utilisent.

Il est à noter aussi que certaines fois le taux d'actualisation est multiplié par 1,5 pour rendre compte de l'érosion rapide du goodwill par l'introduction d'autres concurrents ou d'autres barrières qui peuvent le réduire dans le temps.

$$\text{Goodwill} = (B_n - (r \times A_n)) \frac{(1 - (1+i)^{-n})}{i}$$

L'actif économique net des éléments incorporels (l'actif nécessaire à l'obtention du bénéfice  $A_n$ ) que l'on retient dans le calcul du superprofit est généralement l'ANCC. Mais, il existe deux autres versions qui prennent en compte :

La Valeur substantielle brute (VSB) ;

Les Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

Et chacune de ses valeurs doit avoir un bénéfice et un taux d'actualisation qui lui est propre. Le tableau ci-dessous le résume parfaitement.

TABLEAU 7 : LES DIFFERENTES APPROCHES DU CALCUL DU GOODWILL

	Le GW calculé à partir de l'ANCC	Le GW calculé à partir de la valeur substantielle brute (VSB)	Le GW calculé à partir des capitaux nécessaires à l'exploitation (CPNE)
Formulation	$GW = (B_{ancc} - ANCC \times t) \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$	$GW = (B_{vsb} - VSB \times t) \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$	$GW = (B_{cpne} - CPNE \times t) \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$
Définition	Patrimoine réel réévalué et net de toute dette d'impôt	La VSB correspond à la valeur de l'outil de travail d'une entreprise, indépendamment de son mode de financement. Elle est représentée par la masse des capitaux investis dans l'ensemble des éléments d'actif nécessaires à l'exploitation, que l'entreprise en soit propriétaire ou non.	Les CPNE représentent le montant des capitaux à long terme (capitaux propres + endettement), indispensables au fonctionnement normal de l'entreprise. Ces capitaux doivent couvrir les investissements et le BFR.
Calcul de l'actif	Actif réel + retraitements + fiscalité différée	La VSB comprend : - la valeur d'utilité des éléments nécessaires à l'exploitation ; - la valeur d'utilité des biens d'exploitation faisant l'objet de crédit-bail ou location ; - le montant des EENE. Sont exclus : - les éléments d'actif non nécessaires à l'exploitation ; - les éléments d'actif fictif ainsi que les écarts de conversion actif ; - le fonds de commerce (valeur implicitement contenue dans le GW).	Les CPNE comprennent : - la valeur d'utilité des immobilisations nécessaires à l'exploitation acquises ou louées ; - le BFR (normatif).
Calcul du bénéfice	RCAI net d'impôt	Il doit tenir compte : - des produits et charges nécessaires à l'exploitation ; - de la prise en compte des éléments en location-financement ; - des retraitements relatifs au point précédent (loyers) ; - de l'exclusion des dotations sur actif fictif ; - de l'exclusion de toutes les charges d'intérêt.	Il doit tenir compte : - des produits et charges nécessaires à l'exploitation ; - de la prise en compte des éléments en location-financement ; - des retraitements relatifs au point précédent (loyers) ; - de l'exclusion des dotations sur actif fictif ; - de l'exclusion des charges d'intérêt sur dettes financières à moyen et long termes.
Choix du taux d'actualisation (i)	Coût des fonds propres	Coût moyen du capital (CMPC)	Coût des ressources à long terme
Observations			Les CPNE peuvent être déterminés de manière prospective (généralement d'après le plan de financement). Dans ce cas, $GW = \sum_{k=1}^n (B_{cpne} - CPNE \times t) (1+i)^{-k}$

Source: Barneto, P., & Gregorio, G. (2009). Finance — DSCG — manuel, applications. Dans L'évaluation à travers les approches patrimoniales et mixtes (2e éd., p. 294). Dunod

### 2.2.2. L'évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles (méthode DCF)

Cette méthode est conditionnée à la mise en disposition de ce qu'on appelle un plan d'affaire ou *business plan* en anglais. Elle est privilégiée, car elle prend en compte des caractéristiques intrinsèques de la société :

- Croissance de l'activité ; évolution du chiffre d'affaires.
- Evolution de la profitabilité ; augmentation de la marge opérationnelle.
- Politique d'investissements.
- Politique de gestion courante (besoin en fond de roulement et trésorerie).
  - o Délai de paiement.
  - o Gestion des stocks.

Contrairement à la méthode patrimoniale, l'actualisation des flux met en avant la continuité d'exploitation de la firme dans un horizon assez prévisible et bien au-delà, à travers une valeur terminale qui part à l'infini. Elle est plus réaliste que les méthodes précédentes, car elle se base sur un modèle plus fondé mathématiquement et qui prend en compte des variables clés dépendant de la pertinence de la valeur de l'entreprise.

La méthode *discounted cash-flow*, ou l'actualisation des flux de trésorerie disponible est une méthode actuarielle, elle adopte la même logique que l'analyse de la rentabilité des investissements (Valeur actuelle nette des investissements) ou l'évaluation des actifs financiers. La formule de calcul est la suivante :

$$V = \sum_{t=1}^n \text{FTD}_t (1+i)^{-t} + \text{VT} (1+i)^{-n}$$

**FTD<sub>t</sub>** = flux année t ;  
 n = la période considérée ;

**VT** = valeur terminale de l'entité au terme de l'année n ;

**i** = taux d'actualisation approprié (CMPC) ;

Pour valoriser une firme à travers cette méthode, il convient d'être méthodiques, car il y'a énormément d'information à prendre en compte, et toute erreur peut induire à une valorisation fautive donc à de potentielles prises de décision totalement erronée et qui peuvent coûter très cher à l'entreprise.

Cette méthodologie peut être illustrée de la manière suivante :

- Calculer le cash-flow de trésorerie disponible après impôt (*free cash-flow to firm FCFF*)
- Prévision et projection des variables nécessaires au calcul du FCFF.
- Estimer le coût moyen pondéré du capital (CMPC).
- Calculer la valeur terminale.
- Calculer la valeur de la firme.

### 2.2.2.1. Calcul du flux de trésorerie disponible après impôt

Le flux de trésorerie disponible est défini comme les flux de trésorerie que les actifs d'exploitation d'une entreprise génèrent et qui peuvent être distribués aux détenteurs de capitaux propres et de dettes. Les flux de trésorerie disponibles sont calculés en supposant que l'entreprise est entièrement financée par des fonds propres, car les effets du financement seront intégrés dans l'évaluation via le coût moyen pondéré du capital (WACC).

Nous nous intéressons aux flux de trésorerie qui reviennent aux investisseurs (apporteurs des capitaux engagés, créancier+ actionnaire) pour valoriser l'actif économique<sup>76</sup>. En anglais *Free cash-flow to firme*.

Il existe plusieurs manières de la calculer, directement ou indirectement, mais la façon la plus explicite est celle-ci :

$$\text{FTD ou FCFF} = \text{NOPAT}^* + \text{amortissements} + \text{provisions} - \text{reprises sur amortissements et provisions} - \text{variation du BFR} - \text{Besoin d'investissements}^{**}.$$

\* NOPAT c'est le résultat d'exploitation après impôt, en anglais *net operating profit after tax*, ou bien ; NOPLAT ; *net operating profit less adjusted tax*.

\*\*C'est la différence entre les investissements et les désinvestissements, en anglais CAPEX (*capital expenditure*) ; investissements nécessaires au maintien de l'actif économique à un niveau compétitif.

<sup>76</sup> Coulon, Y., & Pontet, L. Guide pratique de la finance d'entreprise. Dans la valeur de l'entreprise. Gualino Éditeur. (2017). P 193

L'un des principaux questionnements concernant le FTD est la raison de la déduction de la variation du besoin en fonds de roulement (BFR) ;

Premièrement, il faut garder à l'esprit que le cash-flow d'une manière générale est la variation de trésorerie (d'une manière assez caricaturale), ce qui est égal aux encaissements diminués des décaissements.

D'autre part, l'EBE (excédent brut d'exploitation) qui sert implicitement à déterminer le FTD. C'est la différence, d'une part les produits encaissables et encaissés et d'autre part des charges décaissables et décaissées. Par contre, pour calculer le FTD nous avons besoin que des produits encaissés et charges décaissées, ainsi, pour partir de l'EBE au FTD, il est nécessaire de neutraliser :

- Les produits encaissables non encore encaissés qui ont augmenté l'EBE doivent être déduits.
- Corrélativement il convient de maîtriser les charges qui ne sont pas réellement décaissées en les rajoutant.

Puisque la comptabilité ne prend pas en compte la distinction, la solution se trouve dans la neutralisation des contreparties au bilan.

- Si l'entreprise à comptabilisée dans son compte de résultat des produits non encore encaissés, c'est parce qu'elle a octroyé un délai de paiement à ses clients, une augmentation du poste créance qui convient de neutraliser en déduisant la variation des créances.
- D'autre part l'entreprise a enregistré des charges décaissables non encore décaissées à la suite de la réalisation d'achats auprès de fournisseurs qui lui ont octroyé un délai. Ce qui entraîne une augmentation des dettes fournisseurs, conduisant ainsi à la neutralisation de ceux-ci en rajoutant leur variation.
- Il s'avère aussi que l'EBE contient de la production stockée qui fait augmenter l'EBE sans être encaissé. Il convient donc de neutraliser cette dernière en la déduisant de l'EBE ou bien directement soustraire la variation du post stock.
- Finalement :

$$\begin{aligned}
 & -\Delta\text{Créances} + \Delta\text{Dettes fournisseurs} - \Delta\text{Stocks} \\
 & = -(\Delta\text{Stocks} + \Delta\text{Créances} - \Delta\text{Dettes fournisseurs}) \\
 & = -(\Delta\text{Actif circulant} - \Delta\text{Passif circulant}) \\
 & \quad \quad \quad = -\Delta\text{BFR}
 \end{aligned}$$

#### **2.2.2.2. Prévisions et projections des variables nécessaires au calcul du FCFE**

L'établissement des projections financières est une étape très minutieuse, il convient à l'analyste de prendre son temps et de vérifier ses données avant de les utiliser, par conséquent, une réflexion excessive entraîne des erreurs, ainsi il est mieux de recourir à un raisonnement simple et efficace.

L'analyste interne doit entrer dans l'intimité stratégique de l'entreprise, le plan d'affaires doit rendre compte de toutes les perspectives de la firme, en incluant l'érosion ou le développement de ses marges dans le cas d'arrivée de concurrents et l'évolution de la firme doit tenir compte de ses perspectives d'innovations et d'investissements dans ces derniers.

Car tout simplement, « *une entreprise s'achète pour son avenir, et non pour son passé, aussi glorieux soit-il. La prise en compte de ces flux se fait donc sur la base de projections*<sup>77</sup>. »

De ce fait, ces projections doivent être faites dans un horizon de vue réaliste qui ne distorde pas la réalité, une durée trop courte sera entièrement basée sur la valeur terminale, alors qu'une durée trop longue se basera sur des prévisions totalement aléatoires ne reflétant aucunement l'avenir incertain. En conséquence une durée courte de 2 à 3 ans n'est pas suffisante alors qu'une durée très longue de 10 ans n'est pas réaliste, le juste milieu est donc préférable en restant sur une durée de 5 à 7 ans.

Par conséquent nous allons expliquer la manière de projeter les *cash-flows* en passant par les principaux postes servant à calculer ces derniers. Les informations que nous allons étaler seront basées sur un long cheminement de recherche, notamment une formation en ligne sur l'évaluation d'entreprise et le *M&A* avec l'université d'ERASMUS à Rotterdam<sup>78</sup>.

Les méthodes de projections des principaux postes nécessaires à l'évaluation par *discounted cash-flow* ou à l'établissement d'un plan d'affaire solide pour les décisions stratégiques de l'entreprise peuvent être résumés comme suit :

<p><b>Chiffre d'affaires</b></p>	<p>L'analyse de ce poste se fait en étudiant la performance historique de la firme, et en comprenant la croissance des ventes (taux de croissance annuelle et objectifs de ventes futurs par l'établissement de budgets.) Et les facteurs sous-jacents par ligne de revenus (volume vs prix).</p>
<p><b>Coût d'achat et marge brut</b></p>	<p>Le coût d'achat peut être en % du chiffre d'affaires ou bien directement déduite par la projection des marge brut, où elle peut se faire aussi par % des ventes. ( <math>COGS = 1 - (\text{marge brut en \% du CA})</math> ). A noter aussi qu'il est préférable d'analyser ces indicateurs en comprenant la variabilité du coût des marchandises vendues : coûts fixes par rapport aux coûts variables</p>
<p><b>Charges de personnelle et externes</b></p>	<p>Nous nous sommes permis de le mettre dans une seule case car elles peuvent être projetées de la même façon qui par pourcentage du chiffre d'affaires, par contre, nous tenons à préciser que seule la partie variable de charges externes est en % du revenu, ainsi la partie fixe est projetée par progression annuelle de la performance passé et selon les perspectives futurs de la firme. En ce qui concerne les charges salariales, la structure de la firme est à prendre en considération (sous-traitance, localisation, politique de recrutement...etc.)</p>
<p><b>Excédent brut d'exploitation (EBE)</b></p>	<p>L'EBE est soit directement calculé par déduction des charges fixes et variables du résultat des ventes, soit par projection de l'EBE par % du chiffre d'affaires (ce qui est utilisé dans la majeure partie des cas).</p>

77 Fur, L. Y., Quiry, P., & Vernimmen, P. (2020). Finance d'entreprise 2020 - 19e éd. (Daloz Gestion) (French Edition). Dans L'évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles (méthode DCF) (p. 705). DALLOZ.

78 La formation en question s'intitule Advanced Valuation and Strategy - M&A, Private Equity, and Venture Capital, par les professeurs Han T.J. Smit, Professor; D.S. Bansraj.

<p><b>Dotations aux amortissements</b></p>	<p>Les dotations aux amortissements sont projetées dans l'ensemble en les ramenant par % des investissements (capex), ou bien en pourcentage de la valeur brute des actifs immobilisés si l'entreprise présente de faibles investissements et renouvellements futurs (ce n'est pas toujours une mauvaise chose de ne pas renouveler les actifs)</p>
<p><b>Résultat d'exploitation</b></p>	<p>Ce post peut directement se calculer après la projection de l'EBE et des dotations aux amortissements (<math>REX = EBE - DAA</math>). Ou bien, après analyse de la performance historique de l'entreprise, il peut être pertinent de projeter cet indicateur par % des ventes.</p>
<p><b>Charges Financières</b></p>	<p>Les charges financières sont très délicates à étudier et projeter, car elle dépend entièrement de la politique de financement de la firme et de sa structure des capitaux, ainsi que des perspectives futurs d'investissements et la prise en compte d'éventuelles augmentations des taux d'intérêts si une crise peut être remarquée. Ce paramètre est généralement projeté en % de dettes financière, ou bien s'il est pertinent par % du chiffre d'affaires.</p>
<p><b>Taxe</b></p>	<p>Ce paramètre est dans la plupart des pays représenté par l'impôt sur le bénéfice des société, il dépend des pays et des perspective fiscales de l'industrie dans lequel l'entreprise opère, ainsi que du régime fiscale du pays en question.</p>
<p><b>Investissements (capital expenditure)</b></p>	<p>Le montant des investissements est soit prévu par la direction financière pour les prochaines années, sois comme pourcentage du chiffre d'affaires, ou bien en % du résultat d'exploitation ou excédent brut d'exploitation.</p>

Après cela il convient de projeter les paramètres constitutifs pour le calcul du besoin en fonds de roulement, son calcul est indispensable pour le du flux de trésorerie disponible comme il a était expliqué un peu plus haut ;

<b>Stocks</b>	<p>Pour projeter ce compte, il va falloir étudier la croissance de l'activité et les estimations prévues par les gestionnaires des stocks. Donc pour pouvoir projeter ce compte il faut calculer la rotation des stocks en jours puis l'incrémenter d'un certain pourcentage d'évolution ( qui a un sens par rapport à l'évolution de l'activité) ou bien de laisser constant puis calculer le post pour les années estimées de cette manière :</p> $\text{chiffre d'affaires HT} \times \frac{\text{nombre de jours}}{365}$
<b>Créances clients</b>	<p>La projection du compte client doit faire préalablement d'une étude de la croissance de l'activité ainsi que le pouvoir de négociation des clients et perspectives du marché, il peut ainsi être calculé de cette manière :</p> $\text{chiffre d'affaires TTC} \times \frac{\text{nombre de jours}}{365}$
<b>Comptes fournisseurs</b>	<p>Il va de même pour ce poste, une étude historique de la performance de la firme est indispensable:</p> $\text{consommations en provenance des tiers} \times \frac{\text{nombre de jours}}{365}$

**NB** : le besoin en fonds de roulement peut être projeté lui aussi par pourcentage du chiffre d'affaires, mais il doit être pertinent surtout pour les activités saisonnières.

### 2.2.2.3. Estimer le coût moyen pondéré du capital ( CMPC ) :

L'estimation du cmpc à déjà était abordée dans 2.1.1.5 ; le taux d'actualisation. Néanmoins les formules sont les suivantes :

$$\text{CMPC} = \left[ K_{cp} \times \left( \frac{E}{E+D} \right) \right] + \left[ \left( \frac{D}{E+D} \right) \times (i \times [1-t]) \right]$$

Avec : **K<sub>cp</sub>** ; coût des fonds propres, **E** ; fonds propres (*equity*), **D** ; dettes, **i** ; coût de l'endettement, **t** ; taux de l'impôt sur le bénéfice des sociétés.

$$K_{cp} = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

Avec : **R<sub>f</sub>** ; Risk-free (taux de rendement sans risque), **R<sub>m</sub>** ; espérance de rentabilité du marché ou de l'indice, **β** ; le bêta mesure la sensibilité du titre à une variation du marché ou indice.

Nous pouvons résumer le CMPC en quelques points qui sont :

- Le taux d'actualisation représente le coût d'opportunité du capital
- Un coût nominal du capital comprend :
  - Le rendement que les investisseurs exigeraient sur un actif sans risque et sans inflation
  - Compensation pour l'inflation attendue
  - Une prime de risque pour le risque du projet

- Il s'agit d'une mesure qui intègre le coût du financement à travers toutes les composantes de la structure du capital de l'entreprise — dette, actions ordinaires et actions privilégiées, etc.
- En général, le coût du capital est déterminé par un responsable de la fonction financière au sein de l'entreprise, tel que le directeur financier, un contrôleur ou un responsable de la trésorerie.
- Les responsables hiérarchiques qui avancent les projets pour approbation ne déterminent généralement pas le coût du capital.
- Dans les entreprises où la fonction financière est relativement sophistiquée, les différents types de projets peuvent avoir des coûts de capital différents en raison des risques variables.
- Le coût du capital peut varier d'une division à l'autre.
- Le coût du capital peut être fonction du risque lié au type de projet — considérez un projet de remplacement de machine avec une technologie bien connue par rapport à un projet où l'on développe un nouveau produit.<sup>79</sup>

En ce qui concerne le bêta, il dépend de la société, est-ce qu'elle est cotée ou non ;

Si elle est cotée, les données peuvent être calculées ou bien des données oubliées par les analystes dans le bêta book (usa)

Si elle ne l'est pas, nous utiliserons le bêta des sociétés comparables dans un secteur similaire, même si cette technique n'est pas favorisée, elle reste très pratiquée sur le terrain. Par conséquent le bêta devra être dénué de la dette pour qu'on lui réintègre la structure de financement de la société évaluée. Ainsi nous remarquons qu'il y a un bêta endetté  $\beta_E$  et désendetté  $\beta$  :

$$\text{Bêta endetté } \beta_E = \beta * (1 + [1-t]) \frac{D}{E}$$

Le bêta sans endettement (ou bêta d'actif économique) mesure le risque de marché de l'entreprise sans l'impact de l'endettement. Le désendettement bêta supprime les effets financiers de l'endettement, isolant ainsi le risque dû uniquement aux actifs de l'entreprise. En d'autres termes, dans quelle mesure les capitaux propres de l'entreprise ont-ils contribué à son profil de risque.<sup>80</sup>

$$\beta = \frac{\beta_E}{(1 + (1-t)) \frac{D}{E}}$$

#### 2.2.2.4. Calculer la valeur terminale :

La valeur finale doit refléter les attentes de croissance à long terme au-delà de l'horizon de prévision, cette valeur estime que l'entreprise entre dans une phase de maturité stable jusqu'à l'infini, par conséquent, cette valeur dite résiduelle peut représenter une part très significative de la valeur finale de la firme ( entre 50 % jusqu'à 125% selon plusieurs études).

<sup>79</sup> Cours en ligne Wharton business school en juin 2020.

<sup>80</sup> GANTI, A. (2020, 3 février). Unlevered Beta Definition. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/u/unleveredbeta.asp> consulté le 02/06/2020

La formule la plus couramment utilisée et celle de Gordon Shapiro ;

$$V_t = \frac{\text{Flux normatif}}{k-g}$$

Le flux normatif fait débat et diffère d'un analyste à un autre, il peut s'agir du flux de trésorerie projeté à l'infini, il peut être le dernier flux disponible de l'horizon explicite, dans certain cas c'est l'actif économique qui est pris comme flux normatif ou bien encore un multiple des ventes /EBE ou du REX. Et enfin il peut s'agir du résultat d'exploitation après impôt (*NOPAT*) multiplié par le taux de croissance à l'infini « g ».

Les différentes formules pour le calcul de la valeur terminale sont :

TABLEAU 8 : METHODES DE CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE

	Formules	Observation
Méthode McKinsey (key value driver method)	$\frac{\text{NOPAT projeté} \times (1+g) \times (1 - \frac{g}{\text{ROI}})}{k-g}$	La formule du générateur de valeur clé peut être utilisée pour calculer la valeur finale. Elle suppose que les rendements des nouveaux investissements sont supérieurs au WACC.
Modèle de croissance agressif (Gordon)	$\frac{\text{NOPAT projeté} \times (1+g)}{k-g}$	La formule du générateur de valeur clé peut être utilisée pour calculer la valeur finale. Elle suppose que les rendements des nouveaux investissements (sans investissement) approchent l'infini.
Modèle de convergence	$\frac{\text{NOPAT projeté} \times (1+g)}{k}$	Il suppose que le rendement des nouveaux investissements est égal au WACC
Formule simplifiée de Gordon Shapiro	$\frac{\text{FTDn} (1+g)}{k-g}$	
Autres méthodes :	$\frac{\text{FTD projeté}}{k-g}$ $\frac{\text{FTDn}}{k-g}$	Méthodes simplifiées les plus utilisées pour les analyses rapides

Source : Établi par nous-mêmes

Le taux de croissance à l'infini « g » ne doit pas dépasser la croissance réelle anticipée de l'économie à long terme, car cela revient à dire que l'entreprise va prendre toujours plus de poids dans l'économie. Par conséquent il existe une méthode artisanale pour le calcul de « g » ;

$$g = \text{ROI}^* \times \text{ratio de réinvestissement}^{**}$$

\*ROI ou ROCE ou bien ROCB ; *return on capital based for new investment*. correspond à la rentabilité économique

\*\* le ratio de réinvestissement quant à lui ce calcul comme suit :

$$\text{Ratio de réinvestissement} = \frac{\text{investissements net}}{\text{NOPAT}}$$

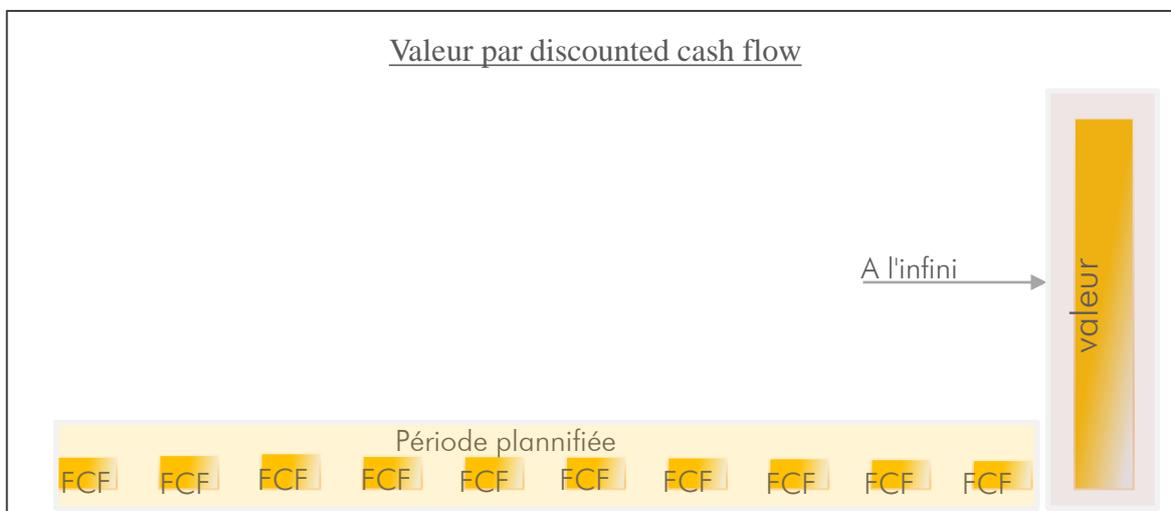
Dont :

$$\text{Investissements nets} = \Delta \text{besoin en fonds de roulement} + \text{capex} - \text{dotations aux amortissements}$$

### 2.2.2.5. Calculer la valeur de la firme :

Enfin, la dernière étape qui consiste additionner la valeur des flux de trésorerie disponible prévisionnels actualisés au coût moyen pondéré du capital et la valeur terminale actualisée aux derniers coefficients d'actualisation de l'année n. par conséquent nous pouvons l'apprécier graphiquement de la manière suivante :

FIGURE 16 : L'IMPORTANCE DE LA VALEUR TERMINALE DANS L'ÉVALUATION



Source : Établi par nous-mêmes

Malgré la complexité de la méthode elle reste objective, mais très sensible aux suppositions et hypothèses de l'analyse, par conséquent elle peut être totalement erronée si l'analyste perd son sens rationnel lors de l'établissement de du plan d'affaires. Notons toutefois que la valorisation d'une entité par cette méthode dépend d'une très grande proportion sur la valeur terminale comme il a été cité un peu plus haut et comme l'on peut voir sur le graphique.

### 2.2.3. La méthode des multiples :

Ces méthodes ont pour objet de valoriser un bien par comparaison avec un échantillon de référence constitué d'investissements de même nature ou proches. Dans le cas de l'évaluation des entreprises, il sera constitué par exemple :

- des sociétés cotées ;
- des transactions réalisées de même nature<sup>81</sup>.

Les méthodes de multiples ou de comparables sont d'une mise en œuvre apparemment facile. Il suffit de procéder à une multiplication entre un flux censé représenter la source de valeur de l'entreprise, l'inducteur de valeur (ou value driver) et, d'autre part, un coefficient bien choisi.

<sup>81</sup> Barneto, P. & Gregorio, G. DSCG 2 finance — Fiches de révision. Dans L'évaluation par approche comparative. DUNOD. (2020). P 283.

La valeur obtenue est selon les cas la valeur de capitaux propres ou la valeur économique globale de l'entreprise.<sup>82</sup>

$$\text{Valeur (V ou VE)} = \text{Multiple} \times \text{Flux inducteur de valeur}$$

Ou inversement :

$$\text{Multiple} = \frac{\text{Valeur (V ou VE)}}{\text{Flux inducteur de valeur}}$$

Les multiples peuvent aussi être vus de cette manière :

$$\frac{\text{numérateur}=\text{ce que vous payez pour l'actif}}{\text{dénominateur}=\text{ce que vous obtenez en retour}}$$

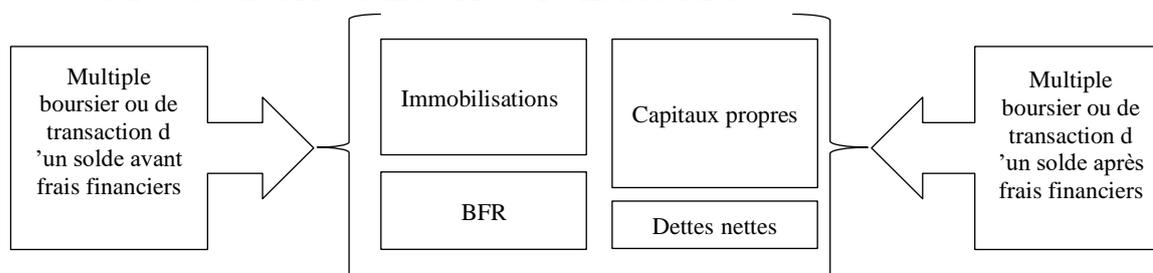
Dans l'évaluation comparative ou relative, la valeur d'un actif est comparée aux valeurs estimées par le marché pour des actifs semblables ou comparables. Ainsi cette méthode est très utilisée pour sa simplicité et son efficacité, en effet pour qu'on évalue un actif ou un bien, les humains utilisent la méthode des multiples pour vendre leurs voitures ou leur maison, en se comparant à d'autres personnes ayant vendu un bien similaire dans la même zone géographique. Et cela en utilisant des indicateurs comme le nombre de m<sup>2</sup>, le nombre de chambres ou bien l'étage.

Selon une enquête faite par le célèbre professeur à l'université de New York (NYU), Aswath Damodaran, 85 % des rapports de recherche sur les entreprises sont basés sur des multiples et des évaluations comparables. Un chiffre ahurissant, mettant en écart la valeur intrinsèque. La méthode des multiples représente une approche « rapide et efficace » pour une valorisation des entreprises. En comparant avec des sociétés homologues, des multiples sont utilisés pour vérifier par recoupement les valeurs obtenues par des méthodes d'évaluation fondamentales. La comparabilité est cruciale si vous voulez que les multiples soient de bons indicateurs de valeur. Pour cette raison, le choix du bon type de multiples est important. Nous aborderons les différents types de multiples et leurs avantages et limites des choix éclairés quant aux multiples à utiliser.

### 2.2.3.1. Types de multiples :

Plusieurs classifications peuvent subsister, néanmoins nous nous tenons à une classification simpliste qui peut s'expliquer comme suit :

FIGURE 17 : UNE VUE D'HORIZON DES MULTIPLES BOURSISERS



Source : Établi par nous-mêmes

<sup>82</sup> Bruslerie, H., & de La Bruslerie, H. (2010). Analyse financière — 4e éd. Dans LES MÉTHODES DE MULTIPLES (p. 351). Dunod.

### 2.2.3.1.1. Les multiples permettant d'établir la valeur de l'actif économique :

La valeur de l'actif économique estimée à partir des différents multiples avant frais financiers doit être corrigée de la valeur de l'endettement net afin de rendre compte de la valeur des capitaux propres.

- **EV/EBIT** : EV (*Enterprise value*) représentant la valeur de l'actif économique <sup>83</sup>et EBIT étant le résultat d'exploitation. Si vous supposez que les dépenses d'investissement sont à peu près égales à la dotation aux amortissements et dépréciation (dans ce cas, une société peut au moins maintenir ses activités), alors L'EBIT peut être considéré comme une meilleure approximation des flux de trésorerie que l'EBITDA. Cependant, l'amortissement est un élément comptable qui découle généralement d'acquisitions antérieures et n'est pas nécessairement lié aux flux de trésorerie futurs ; il ne s'agit donc pas d'un générateur de valeur. En incluant l'amortissement, les multiples EV/EBIT peuvent conduire à une distorsion des évaluations et des conclusions comparatives erronées.

$$\text{EV/EBIT ou VE/REX} = \frac{\text{actif économique (valeur intrinsèque)}}{\text{résultat d'exploitation (EBIT)}}$$

NB : le montant de l'actif économique est souvent remplacé par la valeur intrinsèque de la firme. Après évaluation de la valeur de l'entreprise par DCF (sans déduire le montant de la dette nette et des intérêts minoritaires), l'évaluateur rapporte cette dernière sur le montant du résultat d'exploitation.)

- **EV/EBITDA** : le rapport entre la valeur de l'entreprise (ou actif économique) et l'EBITDA autrement dit l'excédent brut d'exploitation est le multiple le plus couramment utilisé par la communauté financière pour évaluer les entreprises, l'EBITDA étant souvent considéré comme une approximation des flux de trésorerie opérationnels. Il est souvent préféré à l'EBIT, car ce dernier est sensible à la méthode comptable choisie pour l'amortissement (c'est-à-dire la méthode linéaire ou l'amortissement dégressif), et les gestionnaires peuvent être encouragés à jouer avec l'amortissement pour manipuler les bénéfices. En ajoutant des amortissements, vous pouvez normaliser cette situation. Le principal inconvénient de ce multiple est qu'il ne tient pas compte des dépenses d'investissement nécessaires pour maintenir et développer une entreprise, qui sont particulièrement importantes dans les industries à forte intensité capitalistique.

$$\text{EV/EBITDA ou VE/EBE} = \frac{\text{actif économique (valeur intrinsèque)}}{\text{excédent brut d'exploitation (EBITDA)}}$$

- **EV/EBITA** : calculé comme la valeur de l'entreprise divisée par le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement des actifs incorporels (résultat d'exploitation majoré des amortissements des actifs incorporels). Ce multiple est parfois considéré comme supérieur à l'EV/EBITDA et à l'EV/EBIT, car on comptabilise toujours les dépenses d'investissement en supposant qu'elles sont à peu près égales à l'amortissement, mais en ajoutant les

<sup>83</sup> Valeur des fonds propres + valeur des intérêts minoritaires + Provisions pour risques et charges + Valeur de la dette à la date de l'évaluation (nette).

amortissements des actifs incorporels, on évite les distorsions qui pourraient se produire lorsqu'on lie la valeur à des éléments qui n'entraînent pas directement la valeur.

$$\text{EV/EBITA} = \frac{\text{actif économique (valeur intrinsèque)}}{\text{excédent brut d'exploitation minoré des amortissements des actifs immobilisés (EBITA)}}$$

- **EV/EBITDAR** : calculé comme la valeur de l'entreprise divisée par les bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation, amortissement et frais de location (EBE + frais de location). Ce multiple est couramment utilisé pour la valorisation des entreprises dans les secteurs de l'hôtellerie et des transports, car leurs modèles d'entreprise tournent autour de la propriété immobilière. Certaines entreprises de ces secteurs possèdent des biens immobiliers tandis que d'autres les louent, mais les deux sont traitées différemment d'un point de vue comptable ; en général, la location exige que le loyer soit comptabilisé en charge, tandis que la propriété exige que le loyer soit capitalisé. En outre, la possession ou la location de biens immobiliers entraîne des niveaux d'amortissement très différents, la propriété impliquant des niveaux d'amortissement beaucoup plus élevés que la location. En utilisant l'EBITDA et en ajoutant les dépenses de location, vous corrigez donc les différences de traitement comptable et de niveaux d'amortissement, ce qui permet une meilleure comparaison entre les entreprises ayant des régimes de propriété/location différents.

$$\text{EV/EBITDAR} = \frac{\text{actif économique (valeur intrinsèque)}}{\text{excédent brut d'exploitation majoré des frais de locations (EBITDAR)}}$$

Il peut y exister des **multiples de vente** pour calculer l'actif économique de la firme. Les multiples de vente font le lien entre la valeur et le revenu. Ils peuvent être utiles pour évaluer les entreprises dont les bénéfices sont (temporairement) négatifs, par exemple les entreprises qui investissent massivement (par exemple les entreprises technologiques en phase de démarrage), ils sont aussi très utilisés pour évaluer les petits commerces. Toutefois, le principal inconvénient de ces types de multiples est que, en ne tenant pas compte de la rentabilité, ils ignorent l'efficacité d'une entreprise. En fin de compte, si une entreprise ne peut pas convertir ses ventes en bénéfices, elle ne sera pas en mesure de créer de la valeur à long terme. En outre, pour qu'un multiple de ventes soit une mesure comparative précise, il faut supposer que les entreprises ont des marges d'exploitation similaires, ce qui est rarement le cas. Parmi ces multiples ;

- **EV/Sales** : valeur d'entreprise divisée par le chiffre d'affaires total. Il indique la valeur qu'une entreprise génère de ses ventes, ou du point de vue d'un investisseur, combien il en coûte pour acheter les ventes d'une entreprise. Ce type est préféré au ratio P/CA, ce dernier ne prenant pas en compte la dette d'une entreprise. Le multiple de la valeur d'entreprise est donc plus utile pour comparer des entreprises ayant des structures de capital différentes. En outre, le ratio est plus cohérent en interne, car il relie les ventes générées par l'ensemble de l'entreprise à la valeur qui revient à tous les fournisseurs de capitaux, et non seulement aux détenteurs de capitaux propres.

$$\text{EV/Sales} = \frac{\text{actif économique (valeur intrinsèque)}}{\text{chiffre d'affaires}}$$

- **P/Sales** : calculée comme le prix de l'action divisé par le chiffre d'affaires par action, ou alternativement, comme la capitalisation boursière divisée par le revenu total pour les

sociétés cotées et la valeur des capitaux propres sur les ventes (CA) pour les sociétés non cotées. Ce multiple est un indicateur de la valeur des capitaux propres qui est placée sur chaque dollar de revenu d'une société.

$$\text{P/Sales} = \frac{\text{valeur des capitaux propres}}{\text{chiffre d'affaires}}$$

Nous pouvons aussi constater l'existence des **multiples spécifiques à l'industrie** mettent en relation la valeur d'une entreprise avec une mesure spécifique à l'industrie. Ils sont généralement utilisés lorsque la valeur d'une entreprise est principalement déterminée par une variable non financière. Par exemple, les journaux en ligne tirent principalement leur valeur du nombre d'abonnés à leur plateforme. Dans ce cas, il est plus judicieux d'établir un lien entre la valeur et le nombre d'abonnés. Les multiples sectoriels prennent automatiquement en compte les risques spécifiques à un secteur, ce qui en fait un meilleur indicateur de mesure pour le jugement comparatif. Ils constituent un moyen d'uniformiser les entreprises du secteur. Toutefois, ces types de multiplicateurs présentent l'inconvénient de ne pas fournir d'informations sur l'efficacité de l'exploitation. Si une entreprise est incapable de convertir le nombre d'utilisateurs en bénéfices et en flux de trésorerie, elle finira par se ruiner et ne vaudra plus rien, ce qui rendra le multiplicateur inutile. Il est donc crucial d'analyser de manière critique la manière dont les mesures spécifiques à l'industrie se traduisent en bénéfices et en flux de trésorerie. Nous pouvons constater ;

- **Commerce de détail :**
  - VE/EBITDAR —comme indiqué ci-dessus.
  - VE/m<sup>2</sup> — calculé comme la valeur d'entreprise par mètre carré. Cela met en évidence les différences d'efficacité des détaillants dans l'utilisation de l'espace du magasin d'aviation et dans la création de valeur à partir de celui-ci.
- **Technologie :**
  - VE/abonnés (EV/Subscribers) - calculé comme la valeur de l'entreprise divisée par le nombre total d'abonnés
  - VE/visiteurs uniques (EV/Unique Visitors) - calculé comme la valeur de l'entreprise divisée par le nombre total de visiteurs de la page unique
  - EV/Page Views (EV/Page Views) - calculé comme la valeur de l'entreprise divisée par le nombre total de pages vues.
- **Énergie :**
  - EV/EBITDAX —calculé comme le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation, amortissement et frais d'exploration. Ce multiple est souvent utilisé pour les sociétés minières, car certaines de ces sociétés capitalisent leurs dépenses d'exploration alors que d'autres les dépensent. En ajoutant les frais d'exploration, vous pouvez corriger ces différences.
  - VE/Production journalière - calculée comme la valeur de l'entreprise divisée par la production journalière totale, généralement mesurée en nombre total de barils d'équivalents pétrole par jour. Les compagnies pétrolières et gazières déclarent généralement l'une ou l'autre lorsqu'elles communiquent leurs niveaux de production.
  - EV/Quantités de réserves prouvées — calculées comme la valeur d'entreprise divisée par la quantité de réserves prouvées, généralement mesurée en nombre total de barils.

### 2.2.3.1.2. Les multiples permettant d'établir directement la valeur des capitaux propres :

Ces multiples permettent de calculer la valeur des capitaux propres directement, par conséquent ils présupposent des niveaux d'endettements implicites contrairement aux multiples cités précédemment.

- **P/E ratio** : plus connu sous le nom de PER (*price earnings ratio*), calculé comme le prix de l'action divisé par le bénéfice par action. Il s'agit du multiple le plus utilisé et il indique le rapport entre le prix payé par action et le montant des bénéfices par action. La principale limite est que le ratio PER est affecté par la structure du capital, ce qui limite son utilité lorsque l'on compare des sociétés ayant des structures de capital très différentes. En outre, il inclut des éléments non liés à l'exploitation, tels que les charges de restructuration ou les amortissements, qui sont souvent des événements ponctuels et ne reflètent pas le fonctionnement normal de l'entreprise. Enfin, le ratio ne tient pas compte des différences de taux de croissance entre les entreprises. En raison de ces limitations, le ratio PER est considéré comme moins utile comme mesure de comparaison relative. Lorsqu'il se situe entre 10 et 17, on considère généralement que son prix est bon. En dessous de 10, il signale la sous-évaluation du titre, ou suppose de futurs déficits pour la société. Au-dessus de 17, il tend à souligner la surévaluation de l'action ou à annoncer de futurs bénéfices. Quand il est supérieur à 25, il est souvent synonyme de bulle spéculative ou de forts profits attendus. Le PER est très utile et pertinent pour comparer deux sociétés ou une liste de valeurs de taille similaire et évoluant dans un même secteur d'activité. En revanche, il sera difficile d'interpréter le PER de l'année N d'une société si celle-ci était en perte en année N-1 (journaldunet (JDN), 2020).

$$\text{PER} = \frac{\text{cours d'une action}}{\text{bénéfice net par action (BPA)}}$$

Ou bien :

$$\text{PER} = \frac{\text{Capitalisation boursière (ou valeur des fonds propres)}}{\text{résultat net}}$$

- **PBR** : Price to book ratio, les multiples de la valeur du marché par rapport à la valeur comptable font le lien entre la valeur du marché d'une entreprise et sa valeur comptable. Ces types de multiples sont souvent utilisés lors de l'évaluation d'entreprises dont le modèle d'entreprise prévoit que les actifs jouent un rôle essentiel, par exemple, lors de l'évaluation d'institutions financières. Les institutions financières ont des modèles d'entreprise complètement différents de ceux des autres sociétés, ce qui implique une utilisation différente de la structure du capital. Prenons l'exemple d'une banque. La dette joue un rôle fondamentalement différent pour une banque : son passif (essentiellement des dépôts) peut être considéré comme un « facteur de production » puisqu'il sert à créer des « produits », par exemple des prêts. Ces actifs sont à leur tour un moteur essentiel de leurs revenus, par le biais de ce qu'on appelle la marge d'intérêt nette, et le bilan d'une banque est donc un déterminant essentiel de la valeur. La principale limite de ce type de multiple est qu'il ne tient pas compte du rendement des capitaux propres. Même si les entreprises peuvent avoir un excellent bilan, rien ne garantit qu'elles aient également un profil de rentabilité élevé. En outre, les bilans sont fortement influencés par les conventions comptables, ce qui limite l'utilité de ces multiples lorsqu'il s'agit de comparer des entreprises soumises à des réglementations comptables différentes, par exemple : le ratio M/B - calculé comme la capitalisation boursière divisée par la valeur comptable des capitaux propres, ou par action, comme le prix de l'action divisé par la valeur comptable des capitaux propres par action.

Le multiplicateur reflète la valeur que le marché attribue aux capitaux propres d'une entreprise. Ce type de calcul est préféré en raison de sa simplicité et de son interprétation intuitive. L'inconvénient est que ce multiple ne peut être utilisé lorsque la valeur comptable des capitaux propres d'une entreprise est négative, ce qui pourrait être le cas si elle a connu une longue série de résultats négatifs ou en cas de rachat par emprunt avec recapitalisation des dividendes.

Ce ratio s'obtient en divisant la capitalisation boursière d'une société par sa valeur nette comptable.

$$\mathbf{PBR} = \frac{\text{capitalisation boursière (ou valeur des fonds propres)}}{\text{ANCC}}$$

Si le ratio capitalisation / ANC est **inférieur à 1**, les analystes financiers considèrent que la société est sous-évaluée. Cela revient à dire que sa valeur boursière est moindre que sa valeur comptable.

### **Conclusion :**

Pour conclure ce deuxième chapitre, nous reprenons la logique citée dans l'introduction, qui dit que l'évaluation d'entreprise n'est pas une science, mais un art, il existe une myriade de techniques de valorisation, par conséquent, l'efficacité se trouve chez l'analyste. En effet, l'évaluation des entreprises n'est pas le simple fait de prendre des chiffres et de les mettre dans un modèle Excel, mais de construire une histoire une narration de la création de valeur de la firme et justifier le choix de la méthode par des arguments fondés et directs.

Ces arguments se fondent sur une base conceptuelle approfondie de la finance et une expérience considérable dans la manipulation des données comptables, économiques et financières. C'est pour cela que notre chapitre est divisé en ces parties respectives qui permettront la compréhension et un cheminement d'idées cohérent pour permettre de répondre à notre problématique après l'établissement du cas pratique.

## **Chapitre 3 : Étude cas ; analyse de l'entreprise NAFTAL**

### **Introduction :**

Après avoir expliqué tous les concepts nécessaires à la compréhension de l'analyse financière ainsi que de l'évaluation d'entreprise, il est désormais temps de mettre en application sur le cas de l'entreprise NAFTAL district commercialisations de Tizi-Ouzou dans le but de répondre à notre problématique initiale qui pour rappel est ; « Quel serait l'impact des conclusions faites par une analyse financière sur la valeur de l'entreprise NAFTAL ? ».

Ce chapitre va se scinder en deux parties, la première étant la présentation de l'entreprise afin de se familiariser avec son historique, son marché et son business modèle. Puis elle fera objet de l'analyse de la situation financière de la firme. Enfin la deuxième partie fera part de l'exaltation de la firme et la réponse à la problématique.

### **3.1. Présentation et analyse de la situation financière de NAFTAL**

#### **3.1.1. Présentation de NAFTAL**

##### **3.1.1.1. Le secteur des hydrocarbures en Algérie**

Le pétrole apparaît en Algérie dès l'époque phénicienne. Ahmed Said a noté que « l'exploitation des "sources" de pétrole a en fait, débuté en 1200 av. J.-C. par les Phéniciens qui possédaient certains comptoirs le long de la côte algérienne (...) Les Byzantins au 5e siècle, les Arabes au 7e siècle et les Turcs au 15e siècle continuèrent cette exploitation. Il faut ajouter que les résidus bitumeux (dus au suintement d'huiles à la surface du sol) ont fait leurs preuves comme corps imperméables puisqu'ils servaient de colmatant aux redoutables felouques. »

Les premiers puits de pétrole forés en Algérie sont ceux d'Ain Zeft en 1895 et Tliouanet en 1915 au sud-ouest de Relizane. Les découvertes étant accidentelles, le plus souvent à la suite de suintements à la surface. Après la Seconde Guerre mondiale, la place acquise par le pétrole dans le monde a poussé le pouvoir colonial de l'époque à intensifier l'exploration en Algérie. La découverte du gisement d'Oued Guetterini (littéralement rivière de goudron) en 1948 à 150 km au sud d'Alger et son exploitation en 1949 a encouragé la recherche. C'est ainsi que les forages de Hassi Messaoud et de Hassi R'mel en 1956 ont permis de découvrir des gisements très importants. La production a commencé en 1957. Après l'indépendance le pétrole est devenu un enjeu politique de première importance. L'État algérien voulant construire une industrie pétrolière et gazière a créé SONATRACH le 31 décembre 1963. À cette époque, la distribution et la commercialisation des produits pétroliers sur le marché national dépendaient entièrement des grandes sociétés internationales telles que ESSO, SHELL, BRITISH, TOTAL.

À partir de 1965, les compétences de la société nationale SONATRACH ont été élargies considérablement. Le décret n° 66-292 du 22 septembre 1966 aménage le sigle qui devient « Société Nationale pour la Recherche, la Production, le Transport, la Transformation et la Commercialisation des Hydrocarbures ». En Algérie un événement marquant allait se produire le 24 février 1971. Les pouvoirs publics ont pris la décision de nationaliser les gisements de gaz naturel et les transports terrestres (y compris les canalisations) du pétrole et du gaz se trouvant sur le territoire national ainsi que l'accroissement de la participation

algérienne, relevée à 51%, dans les sociétés pétrolières françaises. Les nationalisations ont redonné à SONATRACH une nouvelle dimension. Ses responsabilités se sont accrues de manière considérable. Son rôle dans la politique pétrolière du pays devient déterminant. Pour Nicolas Sarkis expert international spécialisé dans les affaires pétrolières « SONATRACH occupe une place particulière parmi les sociétés pétrolières nationales ».

À partir de 1971, le développement de SONATRACH s'est réalisé autour des axes suivants :

- Maîtrise de l'outil de production ;
- Développement des capacités d'exportation ;
- Création et développement d'une industrie de raffinage ;
- Mise en place et développement d'un réseau moderne de distribution des carburants et des autres produits pétroliers ;
- Développement des industries parapétrolier ;
- Formation de cadres qualifiés

SONATRACH est devenu l'instrument de la souveraineté de l'État algérien. Elle s'est attachée au fil des années à construire une base industrielle dans le domaine des hydrocarbures.

En 1982, le secteur des hydrocarbures a connu une profonde restructuration. SONATRACH société mère a donné naissance à dix-sept entreprises, elle-même ne se consacrant plus qu'à l'amont pétrolier, la liquéfaction du gaz naturel, le transport par canalisation et l'exportation des hydrocarbures. Le reste des activités du secteur des hydrocarbures a été organisé en entreprises nouvelles divisées en quatre sous-secteurs :

TABLEAU 9 : ORGANISATION DES ENTREPRISES DU SECTEUR HYDROCARBURE (FILIALES SONATRACH 1982)

Sous-secteur de l'industrie	Sous-secteur de la réalisation	Sous-secteur des services	Gestion des zones industrielles
NAFTAL (ex ERDP) chargé du raffinage et de la commercialisation. Celle-ci a donné naissance à NAFTEC (raffinage) en 1987	ENGTP : grands travaux pétroliers.	ENAGEO : géophysique	Zone de Skikda
ENIP : industrie pétrochimique.	ENGCB : génie civil et bâtiments	ENAFOR : forage	Zone d'Arzew
ASMIDAL : engrais	ENAC : construction de canalisations pour le transport des hydrocarbures.	ENASP : services aux puits	Zone de Hassi-Messaoud
		CERHYD : centre de recherche en hydrocarbures	Zone de Hassi-R'mel

Source : données fournies par l'entreprise

Le secteur des hydrocarbures occupe une place importante dans l'économie nationale. Il représente 97% des exportations du pays. Il emploie actuellement jusqu'à 160 000 personnes.

Aujourd'hui, SONATRACH cherche à se transformer en Groupe international. Les actions pour développer l'amont international ne cessent de se développer. Le partenariat avec les compagnies internationales s'élargit. Parallèlement SONATRACH fait face à la compétition concurrentielle où la réussite dépend de la pertinence de la stratégie, la maîtrise des TIC, de

l'innovation, du management et de l'organisation. Dans cette compétition, on peut considérer que la maîtrise de la ressource informationnelle sera déterminante.

Par ailleurs, la nouvelle loi n° 05-07 du 28 avril 2005 relative aux hydrocarbures décharge SONATRACH de la mission de puissance publique qui lui était dévolue dans le cadre de la promotion du domaine national des hydrocarbures. Elle devient « une société commerciale dont toutes les démarches doivent avoir une finalité économique ». Il faut noter que depuis la promulgation de la loi n° 86-14 du 19 août 1986, SONATRACH s'est comportée comme l'instrument de puissance publique en organisant les opérations relatives aux appels d'offres pour l'attribution des permis de recherche et d'exploitation du domaine minier selon le régime du partage de la production. Apparemment cette situation est bénéfique à SONATRACH puisqu'elle en a tiré des avantages assez importants, cependant elle reste une survivance de l'économie administrée.

Selon la loi n° 05-07 du 28 avril 2005, SONATRACH doit se mettre sur la même ligne de départ que tous les autres concurrents pour obtenir des concessions sur les périmètres du domaine minier national. La mission de puissance publique est octroyée désormais à deux Agences nationales indépendantes, dotées de la personnalité juridique et de l'autonomie financière :

- Une Agence nationale pour la valorisation des ressources en hydrocarbures ci-après désignés « ALNAFT ».
- Une Agence nationale du contrôle et de la régulation des activités des hydrocarbures ci-après désignés « ARH ».

SONATRACH est désormais régi par un statut de droit commercial, elle est devenue Société par Actions et organisée sous la forme d'un Groupe International. Son organisation s'articule d'une manière générale autour de quatre grandes activités. Elle est société mère de plusieurs filiales nationales et internationale. Les filiales sont réparties selon l'organisation générale de SONATRACH :

- Filiales nationales

TABLEAU 10 : FILIALES NATIONALES DE SONATRACH

Amont	Transport par canalisations	Aval	Commercialisation
GCB 100% entreprise Nationale de Génie civil et Bâtiment	ENAC 100% Entreprise Nationale de Canalisation	NAFTEC 100% entreprise Nationale de Traitement du Pétrole Brut	NAFTAL 100% Commercialisation et de Distribution des Produits pétroliers.
ENTP 51% Entreprise Nationale des Travaux aux Puits		ENIP 100% entreprise Nationale de l'Industrie pétrochimique	COGIZ 100% Conditionnement et Commercialisation des Gaz industriels
ENSP 51% entreprise Nationale des Services aux Puits		HÉLIOS 51% Entreprise Nationale de Production des Liquides d'Hélium d'Arzew	SNTM-HYPROC 100% Transport naval des Hydrocarbures et Produits chimiques. Hyproc Shipping Compagny

ENAGEO 51% entreprise Nationale de géophysique			
ENAFOR 51% Entreprise nationale de			
ENGTP 100% entreprise Nationale des Grands Travaux Pétroliers			

Source : données fournies par l'entreprise

• Filiales Internationales :

- Amont : 01 entreprise (100%)
- Transport par Canalisation : 04 entreprises (00%, 50%, 11,9% et 22%).
- Aval : 03 entreprises ( 99%, 49% et 10%)
- Commercialisation : 09 entreprises (2 à 50% et 7 à 100%)
- Finances et Services : 05 entreprises (3 à 100% et 2 à 50%).

**3.1.1.2. NAFTAL, filiale de SONATRACH**

NAFTAL, société nationale de commercialisation et de distribution des produits pétroliers, filiale de SONATRACH a été créée en 1987. Sa mission essentielle consiste à distribuer et à commercialiser des produits pétroliers sur le marché national. Elle intervient en qualité d'intermédiaire entre les fournisseurs nationaux et étrangers (raffineurs, manufacturiers et autres producteurs) et les utilisateurs de produits pétroliers implantés essentiellement en Algérie bien que depuis l'année 2002, elle cherche à s'internationaliser en essayant de pénétrer les marchés de certains pays limitrophes.

La distribution consiste à s'approvisionner, stocker, vendre et acheminer le produit vers le client en vue de son utilisation. C'est ainsi que NAFTAL assume deux grandes fonctions :

- La fonction logistique qui comprend la circulation de tous les flux physiques du producteur à l'utilisateur : transport, livraison, stockage et manutention.
- La fonction commerciale qui englobe la gestion du réseau, la vente, les actions promotionnelles et la gestion de la force de vente.

Créée par décret n° 80-101 du 6 avril 1980, l'entreprise ERDP/NAFTAL a été constituée par le transfert des structures, moyens et biens, activités et personnel détenus et gérés auparavant par SONATRACH. L'ERDP/NAFTAL est entrée en activité le 1er janvier 1982. Sa mission consistait à prendre en charge le raffinage et la distribution des produits pétroliers en Algérie. En 1987, elle a connu une autre restructuration instituée par le décret n° 87-189 du 27 août 1987 et qui s'est concrétisée par la création de deux entreprises :

- NAFTEC chargée du raffinage du pétrole ;
- NAFTAL chargée de la distribution et de la commercialisation des produits pétroliers sur le marché national.

NAFTAL a bénéficié du monopole de la distribution des produits pétroliers de la date de sa création jusqu'à la fin des années 90 bien que la libéralisation de la distribution des produits pétroliers ait débuté de manière effective quelques années auparavant avec le lancement des unités de fabrication des bitumes et par l'importation de pneumatiques par des privés nationaux dès 1991. Avec la promulgation du décret exécutif n° 97-435 du 17 novembre 1997 qui dans son article quatre énonce que toutes personnes physiques ou morales peuvent exercer les activités de stockage, de distribution des produits pétroliers, de

conditionnement des GPL et de transformation des bitumes, un nouveau cadre juridique a été tracé par les pouvoirs publics mettant fin à toute monopolisation du marché. Cette libéralisation a été ensuite élargie par le décret n° 04-89 du 22 mars 2004 permettant à toute personne physique ou morale d'exercer l'activité de fabrication des lubrifiants. Depuis 1999, de multiples intervenants nationaux et étrangers se sont impliqués dans la distribution et la commercialisation des carburants, des GPL, des lubrifiants, des bitumes et des pneumatiques c'est-à-dire en exerçant une fonction identique à celle de NAFTAL :

– Les intervenants étrangers actuels :

TABLEAU 11 : CONCURRENTS ET INTERVENANTS ETRANGERS DE NAFTAL

Société	Domaine d'activité
SPA SHELL MARKETING ALGERIE	Stockage et distribution de lubrifiants
SPA TOTAL LUBRIFIANTS ALGÉRIE	
SPA DISTRIBUTION ESSO MOBIL ALGERIE	
SPA TOTAL BITUMES ALGÉRIE	Formulation et distribution de bitumes

Source : données fournies par l'entreprise

– Les intervenants nationaux actuels :

TABLEAU 12 : INTERVENANTS NATIONAUX DE NAFTAL

Infrastructures	Projets autorisés	Projets en cours d'instruction
Emplissage et distribution des GPL	45	19
Centres de stockage et de distribution des carburants	8	10
Infrastructures de formulation et de commercialisation des bitumes	11	3
Infrastructures de stockage et de distribution des lubrifiants	83	21
Augmentation de capacités de stockage	12	2
Régénération des huiles usagées	2	1
Infrastructures de formulation et de commercialisation des lubrifiants	3	1

Source : données fournies par l'entreprise

C'est ainsi que NAFTAL se retrouve aujourd'hui, dans un nouveau contexte de libre concurrence marqué de surcroît, par les nouvelles dispositions de la loi n° 05-07 du 28 avril 2005 relative aux hydrocarbures, par l'application des mesures énoncées par les accords d'association avec l'Union européenne et par les préparations pour l'adhésion de l'Algérie à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC).

Désormais, la survie de NAFTAL dépend de sa capacité d'adaptation aux tendances d'un environnement dans lequel la mondialisation des marchés, la globalisation, la difficulté accrue de maîtrise des besoins de la clientèle, l'essor des NTIC et l'économie fondée sur le savoir. Ils constituent de plus, des phénomènes interdépendants entraînant dans leur sillage de nouveaux enjeux et de nouveaux défis.

### 3.1.1.3. L'offre de NAFTAL

NAFTAL pratique une politique de distribution dite extensive c'est-à-dire qu'elle s'attache à couvrir l'ensemble du territoire national. Son offre est très diversifiée. Elle est composée de plusieurs gammes de produits et services. (Les carburants « terre », les carburants Aviation, les carburants marins, les gaz Pétrole liquéfiés – GPL, les lubrifiants, les produits spéciaux, les bitumes, les pneumatiques, les prestations de service.)

### 3.1.1.4. Le marché national des produits pétroliers

Le marché étant défini comme l'ensemble des clients actuels et potentiels capables et désireux de procéder à l'échange des produits et services. Pour NAFTAL, il s'agit de l'ensemble des utilisateurs nationaux, voire étrangers, des produits pétroliers et des services qui leur sont liés. Elles peuvent être des personnes physiques ou morales. Le marché national peut être segmenté en plusieurs secteurs et entités :

TABLEAU 13 : SEGMENTATION DU MARCHE NATIONAL DES PRODUITS PETROLIERS

Produits pétroliers	Marchés (utilisateurs)
Carburants « terre »	Usagers de la route ( automobilistes, transporteurs), Producteurs d'électricité (fuel)
Carburants aviation	Compagnies aériennes, Ministère de la Défense Nationale, Sûreté nationale, Protection civile
Carburants marine	Compagnies de navigation (armateurs), Ministère de la Défense Nationale, Entreprises de pêche, artisans pêcheurs...
GPL	Ménages, commerçants, entreprises industrielles, Hôtels, restaurants, collectivités locales, établissements hospitaliers, établissements scolaires et universitaires, institutions militaires, de sécurité, protection civile, agriculteurs, apiculteurs, aviculteurs...
Lubrifiants	Usagers de la route, entreprises industrielles, Compagnies aériennes, Cie de navigation, entreprises de pêche...
Bitumes	Entreprise de travaux publics et de construction de routes, Collectivités locales, Fabricants de produits d'étanchéité
Produits spéciaux	Entreprises industrielles, Cie aériennes, Cie de Navigation
Pneumatiques	Usagers de la route, Manutentionnaires, Agriculteurs, Entreprises de BTP

Source : données fournies par l'entreprise

### 3.1.1.5. L'organisation de NAFTAL

Il faut rappeler que la mission de NAFTAL consiste à acheminer son offre composée de produits et services diversifiées telle que définie ci-dessus, des lieux de raffinage (Arzew, Skikda...) ou des ports pour certains produits en provenance de raffineries algériennes en utilisant le cabotage ou encore d'installations de raffinage et de manufactures (pneumatiques) étrangères aux nombreux utilisateurs éparpillés à travers le territoire national (voir paragraphe précédent). Pour accomplir ses activités, NAFTAL dispose comme tout distributeur d'un réseau de distribution assez dense, organisé de manière à satisfaire toutes les exigences de la clientèle et géré par une Direction générale implantée à Alger et d'Unités administratives décentralisées appelées Districts intervenant chacune dans deux à trois Wilayas de façon à couvrir l'ensemble du territoire national.

Le réseau de distribution est composé d'infrastructures et de Centres de stockage et de distribution de lubrifiants, de bitumes, de produits marine (pour les Districts situés dans les zones côtières), de produits aviation (pour chaque Aéroport civil implanté au niveau du

territoire national), d'entrepôts et dépôts pour le stockage des carburants, de stations-service et points de vente (magasins).

L'entreprise est structurée en plusieurs niveaux :

- Assemblée générale composée d'un seul actionnaire SONATRACH qui est propriétaire à 100% des actions de NAFTAL
- Conseil d'Administration comprenant un Président (PDG de l'entreprise), des membres issus de la société mère SONATRACH et d'un représentant syndical).
- Président Directeur général et son staff composé de Conseillers principaux et de Conseillers.
- Branches (Commercialisation, Carburants, GPL, Activités internationales)
- Directions exécutives (Finances et Comptabilité, Ressources humaines, Stratégie, Planification, Économie SPE)
- Directions centrales (Audit, Procédures et Contrôle de gestion, Hygiène, Sécurité, Environnement, Qualité HSEQ)
- Directions (Administration générale, Affaires sociales et culturelles)

Les Branches sont considérées comme des structures opérationnelles et organisées elles-mêmes en plusieurs niveaux :

- Niveau central : Directions d'activités et de Produits, Départements et services.
- Niveau décentralisé : Districts (Unités administratives), Centres et Antennes administratives au niveau de chaque Wilaya.

Il s'agit d'une organisation fortement hiérarchisée, conçue selon les principes dictés par le taylorisme. Il existe 21 Districts rattachés à la Branche Commercialisation et 19 Districts relevant de la Branche GPL. NAFTAL est dotée de moyens considérables :

- Un effectif de plus de 29 900 personnes dont 3000 environ exerce à titre de temporaires. À signaler que presque 8% de l'effectif est de niveau-cadre. Le taux des cadres supérieurs par rapport à l'effectif total est actuellement de 1,03 %.
- Une flotte importante composée de plus de 3500 camions. Le transport des produits pétroliers est l'une des tâches essentielles de NAFTAL. Il exige souvent un certain savoir-faire pour se réaliser de manière efficace. Cela montre clairement que la fonction logistique est essentielle dans les activités de l'entreprise. L'approvisionnement en carburant s'effectue en partie par voie ferroviaire. Il existe une entreprise mixte de transport de produits pétroliers
- Société de Transport des Produits énergétiques (STPE) — dont le capital appartient pour 50% à NAFTAL et pour 50% à SNTF (Société Nationale de Transport Ferroviaire).
- Des hangars de stockage des lubrifiants et produits spéciaux
- Des bacs de stockage des bitumes
- Des entrepôts et dépôts de stockage des carburants.

Il faut noter que NAFTAL est propriétaire de plus de 660 stations-service dont 335 sont gérées par des tiers à titre de location (gestion libre). Elle accomplit des tâches de grossiste de produits pétroliers autrement dit elle fournit des produits pétroliers à plus de 1250 stations-service privées et à 335 en gestion libre. Elle joue le rôle de détaillant en commercialisant directement aux clients (gestion directe) à partir de ses propres stations-service au nombre de 329 à la date de janvier 2006.

### 3.1.1.6. PRÉSENTATION DU DISTRICT

Le District commercialisation de TIZI OUZOU, se situe dans la zone industrielle d'OUED AISSI, il couvre une importante zone d'influence regroupant la wilaya de TIZI OUZOU, une partie de la wilaya de BOUMERDÈS et l'agence commerciale de BEJAIA. Le district a comme mission de stockage, distribution et de commercialisé des produits pétroliers, il assure la bonne exploitation et la maintenance des infrastructures qui lui sont alliées, ainsi que le suivi et le contrôle des activités des antennes qui lui sont affiliées.

Le district commercialisation de Tizi-Ouzou est situé dans la zone industrielle AISSATIDIR à 15 kilomètres de la wilaya de Tizi-Ouzou. Il gère un centre de distribution OUED- AISSI ,un centre LUB/PNM Tizi-Ouzou est un réseau de dix-sept (17)stations en gestion directe (GD).Le district COM T-O se charge aussi du contrôle de six (6) stations de gestion libres (GL),dix(10)réseaux ordinaires(RO),quarante-deux (42) points de vente agréé (PVA),cent cinq(105)stations lavages graissages (SLG),quarante-six (46)revendeurs pneumatiques et quatre (4) revendeurs pièces de recharges .

#### 3.1.1.6.1. Les missions du district COM de Tizi-Ouzou

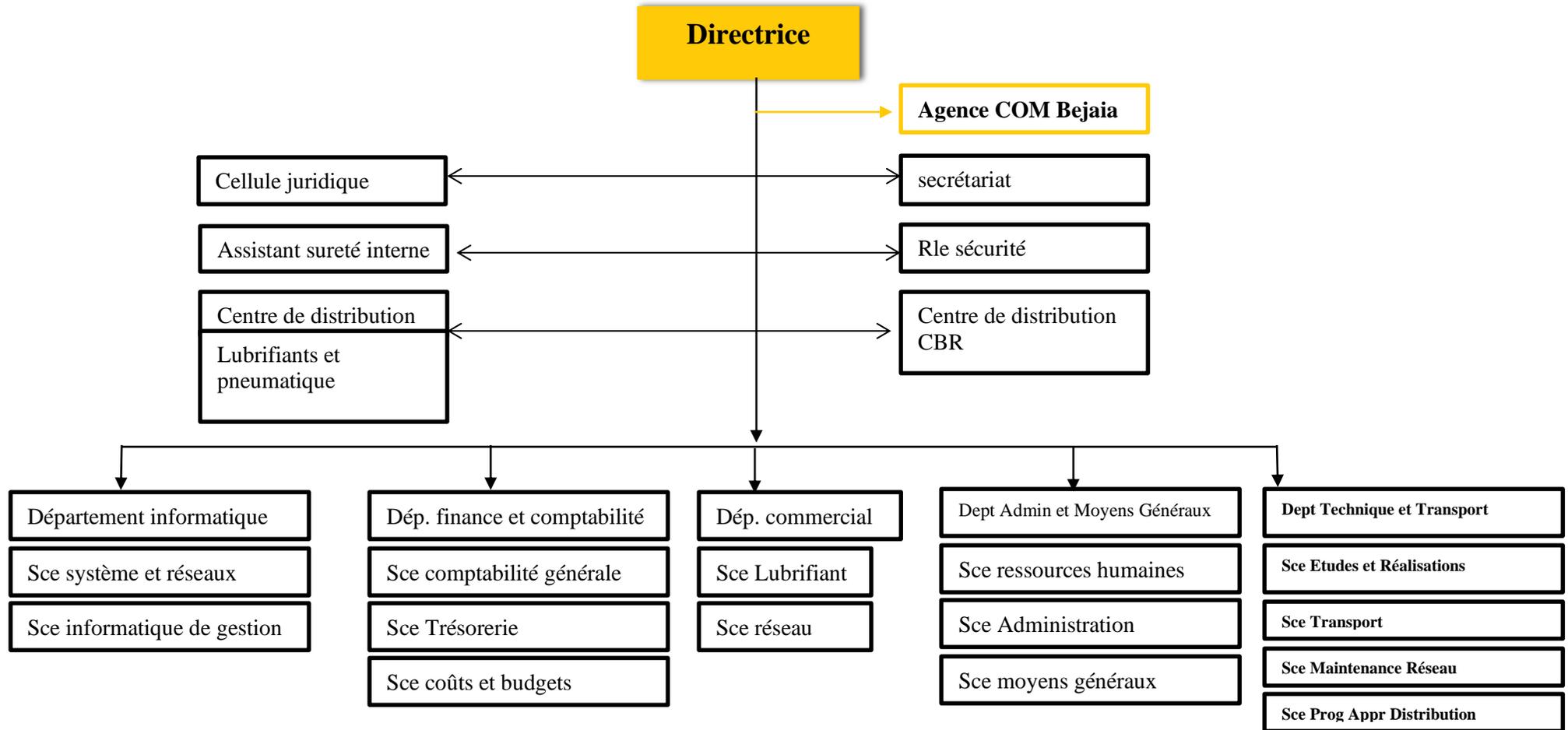
Le district COM de T-O est chargé des activités liées aux transports, stockages distribution, commercialisation, promotion et développement des produits pétroliers de la société NAFTAL. Ces principales missions sont :

- mettre en œuvre l'organisation approuvée du district ;
- Gérer, organiser, promouvoir et développer l'activité de distribution des carburants, lubrifiants, pneumatique et d'autres produits spéciaux ;
- Assurer le service après-vente au prêt de la clientèle notamment en matière de lubrifiants (préconisation, spécification)...etc.
- Assurer l'exploitation et la maintenance des infrastructures et moyens de district ;
- Veiller au respect de la réglementation en vigueur dans tous les domaines (techniques, transports, stockages, sécurités, commercialisations, environnement, finance, comptabilité, fiscalité, assurance, législation et relation de travail) ;
- Optimiser l'utilisation des moyens propres notamment de transport et limiter le recours au tiers ;
- Tenir la comptabilité générale du district ;
- Élaborer le bilan consolidé du district ;
- Veiller à l'application des politiques, règles et procédures du district dont les domaines de la gestion, de la maintenance, de développement et de la sécurité des ressources humaines et matérielles ;
- Élaborer le budget et plan de financement de district et communiquer aux structures concernées les états d'exécution ;
- Exécuter les plans, budgets et autres objectifs arrêté par le district et la direction propose voir prendre des mesures collectives en cas de dérives ;
- Veiller à la tenue rigoureuse de la comptabilité de flux physique et financier et aux suivies et recouvrement des créances détenues sur les tiers ;
- Gérer les relations avec les clientèles carburant terre ;
- Organiser, coordonner et exécuter les programmes de distributions carburants.

3.1.1.6.2. L'organisation du district COM de Tizi-Ouzou

L'organisation du district peut être représentée à travers l'organigramme suivant :

FIGURE 18 : ORGANIGRAMME DE NAFTAL DISTRICT TIZI OUZOU



Source : données fournies par l'entreprise

### 3.1.2. Analyse de la situation financière de NAFTAL

Dans cette rubrique nous allons effectuer une analyse financière comme nous l'avons explicité dans le chapitre 1 section 2, en utilisant la démarche conseillée par Pierre Vernimmen.

Il est à noter que les chiffres sont en **milliers (K DA)**.

#### 3.1.2.1. Études des marges : structures

##### 3.1.2.1.1. Analyse de l'évolution du chiffre d'affaires

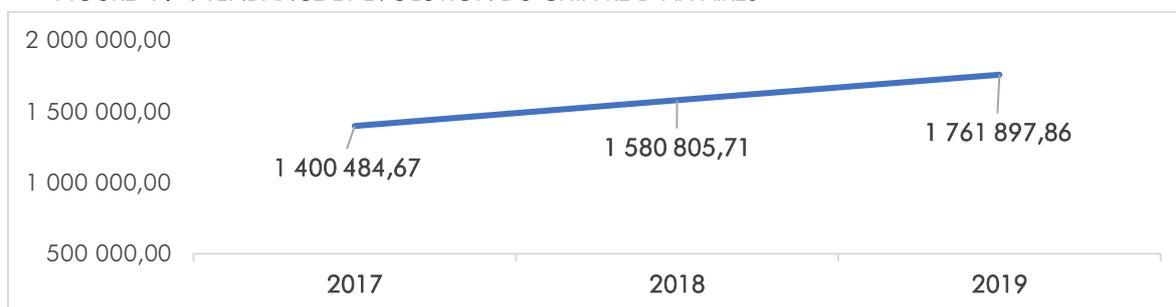
TABLEAU 14 : EVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES

LIBELLE	2017	2018	2019
Ventes et produits annexes	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
évolution %	-4,8%	12,9%	11,5%

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Une visualisation de la tendance sera plus adéquate afin de nous permettre d'établir un constat réaliste ;

FIGURE 19 : TENDANCE ET EVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES



Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

le chiffre d'affaires de la firme est en évolution continue après une baisse de 4,8% en 2017, en règle générale l'entreprise est en croissance. En effet l'évolution des ventes à travers les années présente une moyenne de 6,5% et une médiane de 11,5%, NAFTAL présente une bonne dynamique.

##### 3.1.2.1.2. Production de l'exercice :

TABLEAU 15 : ANALYSE DE LA PRODUCTION DE L'EXERCICE

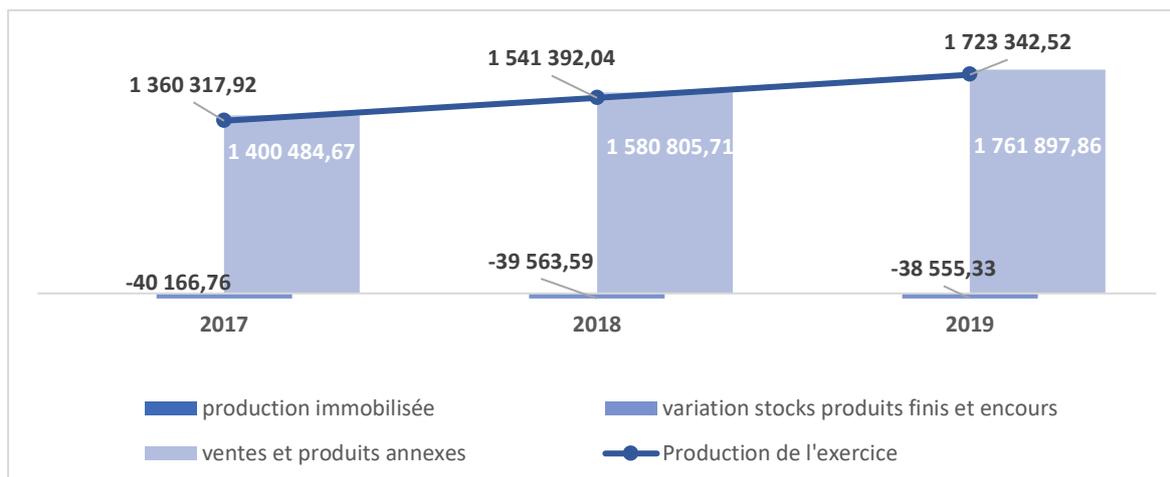
LIBELLE	2017	2018	2019
Ventes et produits annexes	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
évolution %	-4,8%	12,9%	11,5%
Variation stocks produits finis et encours	-40 166,76	-39 563,59	-38 555,33
évolution %	4,9%	-1,5%	-2,5%
Production immobilisée	-	149,92	-
Subvention d'exploitation	-	-	-
<b>Production de l'exercice</b>	<b>1 360 317,92</b>	<b>1 541 392,04</b>	<b>1 723 342,52</b>
évolution %	-5,0%	13,3%	11,8%
En % du chiffre d'affaires	97,1%	97,5%	97,8%

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

La production de l'exercice est aussi en croissance, car elle suit l'évolution des ventes qui la compose de plus 97%. La corrélation entre la PE et des ventes est 0,99, par conséquent elle est totalement dépendante de cette dernière tant qu'elle ne présente pas de grandes sommes

dans la production immobilisée. Nous pouvons dire que l'entreprise vend toute sa Production. Le graphique ci-après nous permettra de mieux visualiser la situation.

FIGURE 20 : COMPOSITION DE LA PRODUCTION DE L'EXERCICE



Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

### 3.1.2.1.3. Marge brute

TABLEAU 16 : CALCUL DE LA MARGE BRUTE

LIBELLE	2017	2018	2019
Ventes et produits annexes	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
Coûts des ventes	416 099,55	506 567,19	490 305,44
Variation stocks produits finis et encours	-40 166,76	-39 563,59	-38 555,33
Achats consommés	375 932,79	467 003,61	451 750,11
<b>Marge brute</b>	<b>984 385,13</b>	<b>1 074 238,52</b>	<b>1 271 592,41</b>
Taux de marge	70,3%	68,0%	72,2%

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

L'entreprise présente des marges brutes très satisfaisantes, elle dévoile un avantage concurrentiel considérable, avec une moyenne de 70,1% et une médiane de 70,3%, NAFTAL présente une force de vente impressionnante, mais tout est à expliquer quand les charges fixes entrent en jeu pour étudier le résultat d'exploitation.

### 3.1.2.1.4. la valeur ajoutée

TABLEAU 17 : CALCUL DE LA VALEUR AJOUTEE

LIBELLE	2017	2018	2019
<b>Production de l'exercice</b>	<b>1 360 317,92</b>	<b>1 541 392,04</b>	<b>1 723 342,52</b>
Ventes et produits annexes	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
Variation stocks produits finis et encours	-40 166,76	-39 563,59	-38 555,33
Production immobilisée	,00	149,92	,00
<b>Consommations de l'exercice</b>	<b>764 493,31</b>	<b>867 739,17</b>	<b>861 529,14</b>
En % du chiffre d'affaires	54,6%	54,9%	48,9%
Achats consommés	375 932,79	467 003,61	451 750,11
Services extérieurs et autre consommation	388 560,52	400 735,57	409 779,03
<b>Valeur ajoutée d'exploitation</b>	<b>595 824,61</b>	<b>673 652,87</b>	<b>861 813,38</b>
En % du chiffre d'affaires	42,5%	42,6%	48,9%

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

La valeur ajoutée est dans les normes des entreprises industrielles, elle dépasse le minimum des 30% requis pour représenter plus de 42% les deux premières années jusqu'à atteindre près de 49% en 2019. En moyenne elle dégage une valeur ajoutée de 44,7% et une médiane de 42,6%. Le plus important est désormais de voir la répartition de celle-ci dans les rubriques suivantes.

### 3.1.2.1.5. Excédent brut d'exploitation

TABLEAU 18 : ETUDE DE L'EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION.

LIBELLE	2017	2018	2019
Valeur ajoutée d'exploitation	595 824,61	673 652,87	861 813,38
Charges de personnel	563 061,82	596 244,08	724 610,42
<i>En % de la marge brute</i>	52,9%	51,7%	53,7%
<i>En % de la valeur ajoutée</i>	94,5%	88,5%	84,1%
Impôts, taxes et versements assimilés	41 583,23	46 521,06	77 856,82
<i>En % de la valeur ajoutée</i>	7,0%	6,9%	9,0%
<b>Excédent brut d'exploitation EBE</b>	<b>-8 820,44</b>	<b>30 887,73</b>	<b>59 346,14</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	<i>-0,6%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,4%</i>
<b>Excédent de trésorerie d'exploitation</b>	<b>-</b>	<b>-72 739,78</b>	<b>82 139,12</b>
Excédent brut d'exploitation	-	30 887,73	59 346,14
Variation du besoin en fonds de roulement	-	103 627,51	-22 792,98

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

L'entreprise ne dégage pas d'EBE positif (IBE) durant la première année (2017) et cela à cause des charges de personnel qui représentent plus de 94% de la VA. Un chiffre très alarmant proportionnellement à la marge brute, il est à noter que la norme conseillée par le grand investisseur Warren Buffet est de moins 30%. En ce qui concerne les années 2018, 2019, NAFTAL dégage une marge d'EBE (marge brute d'exploitation), mais qui est très loin de la norme conseillée par les analystes financiers qui est le minimum de 5% ?

Toutefois l'analyse de l'EBE peut aller bien plus loin en étudiant l'excédent de trésorerie d'exploitation ETE. Ce dernier nous renseigne que le besoin des activités d'exploitation a augmenté plus vite que l'excédent brut d'exploitation en 2018, L'ETE est alors négatif, privant l'entreprise des ressources financières indispensables pour continuer de fonctionner correctement. La difficulté pèse alors sur la trésorerie d'exploitation qui peut au final entraîner l'entreprise dans des découverts structurels dangereux. Mais nous pouvons clairement voir ensuite en 2019 que l'entreprise dégage un excédent grâce à la diminution du besoin en fonds de roulement.

### 3.1.2.1.6. Résultat d'exploitation

TABLEAU 19 : ETUDE DU RESULTAT D'EXPLOITATION

LIBELLE	2017	2018	2019
Excédent brut d'exploitation EBE	-8 820,44	30 887,73	59 346,14
Autres produits opérationnels	17 651,89	11 308,83	15 610,59
Autres charges opérationnelles	355,02	5 544,53	4 703,70
Dotations aux amortissements, provisions et pertes	111 312,23	127 438,58	125 633,23
Reprise sur pertes de valeur et provisions	1 270,30	5 282,78	961,88
<b>Résultat d'exploitation REX</b>	<b>-101 565,50</b>	<b>-85 503,78</b>	<b>-54 418,32</b>
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>-7,3%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-3,1%</i>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Le résultat d'exploitation de l'entreprise augmente, mais reste tout de même négatif, renvoyant à une situation inquiétante. En effet la marge opérationnelle est totalement négative, l'entreprise est en difficulté de maintenir ses marges après paiements des charges, l'étude des indicateurs suivants nous permettra de dire si cela est dû à un chiffre d'affaires insuffisant ou bien à des charges structurelles trop importantes.

L'entreprise naftal réussit à créer une marge brute imposante, mais ne parvient pas à la garder. En effet, elle perd totalement le contrôle après le paiement du personnel, ce qui nous renvoie explicitement vers une marge opérationnelle négative.

Toutefois l'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) montre une situation inquiétante au début où l'entreprise ne réussit même pas à rester dans le vert avant intégration de l'usure de l'outil économique, mais elle s'améliore nettement 2019 grâce à la diminution du besoin en fonds de roulement, permettant à l'entreprise de respirer un peu.

Certes, cette situation s'améliore, mais elle reste tout de même très risquée, elle doit donc faire objet d'explication à travers l'analyse des marges dans le volet risque, pour savoir si cette situation est due à un manque de produits (chiffre d'affaires insuffisant) ou à un excès de charges (mauvaise gestion des coûts).

### 3.1.2.2. Études des marges : risque

#### 3.1.2.2.1. levier opérationnel

Ce paramètre nous servira de savoir de combien varie le résultat d'exploitation à chaque variation du chiffre d'affaires.

TABLEAU 20 : CALCUL DU LEVIER OPERATIONNEL

LIBELLE	2017	2018	2019
Variation du résultat d'exploitation	-1025,0%	-15,8%	-36,4%
Variation du chiffre d'affaires	-4,8%	12,9%	11,5%
<b>Levier opérationnel</b>	<b>215,4×</b>	<b>-1,23×</b>	<b>-3,17×</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

La sensibilité du résultat opérationnel par rapport à son chiffre d'affaires est très élevée en 2017, il atteint les 21 539,3%, c'est-à-dire qu'à chaque variation du chiffre d'affaires le résultat d'exploitation amplifie le mouvement **215x**. Puis le levier devient plus ou moins normal en 2018 pour **1,23x** pour ensuite remonter à **3,17x** en 2019.

Cette sensibilité et causé sois par des charges fixes trop importantes sois un point mort élevé ne laissant pas l'entreprise atteindre son rythme de croisière, ou bien une marge sur coût variable trop faible pour soutenir les charges fixes.

#### 3.1.2.2.2. L'effet ciseaux

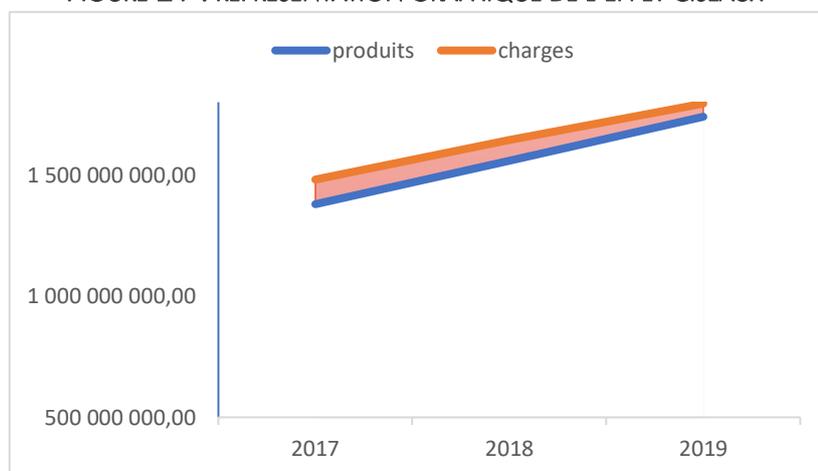
L'effet de ciseau est indispensable pour la compréhension de la tendance des produits et des charges, il va nous permettre de visualiser la tendance à long terme de la firme et sera très bénéfique pour la modélisation des prévisions financière dans la partie évaluation.

TABLEAU 21 : CALCUL ET ETUDE DE L'EFFET CISEAUX

LIBELLE	2017	2018	2019
<b>Produits</b>	<b>1 379 240,11</b>	<b>1 557 983,65</b>	<b>1 739 914,99</b>
Ventes et produits annexes	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
Variation stocks produits finis et encours	-40 166,76	-39 563,59	-38 555,33
Production immobilisée	-	149,92	-
Subvention d'exploitation	-	-	-
Autres produits opérationnels	17 651,89	11 308,83	15 610,59
Reprise sur pertes de valeur et provisions	1 270,30	5 282,78	961,88
<b>Charges</b>	<b>1 480 805,61</b>	<b>1 643 487,43</b>	<b>1 794 333,31</b>
Achats consommés	375 932,79	467 003,61	451 750,11
Services extérieurs et autres consommations	388 560,52	400 735,57	409 779,03
Charges de personnel	563 061,82	596 244,08	724 610,42
Impôts, taxes et versements assimilés	41 583,23	46 521,06	77 856,82
Autres charges opérationnelles	355,02	5 544,53	4 703,70
Dotations aux amortissements, provisions et pertes	111 312,23	127 438,58	125 633,23

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

FIGURE 21 : REPRESENTATION GRAPHIQUE DE L'EFFET CISEAUX



Les charges sont plus importantes que les produits, provoquant un effet négatif sur le résultat d'exploitation, l'entreprise ne parvient pas à couvrir l'ensemble de ses charges par ses ventes, mais on constate tout de même une évolution. Si la firme continue dans cette lancée, elle parviendra à couvrir ses charges dans un proche avenir (2 à 3 ans).

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

L'augmentation des charges peut s'expliquer par la diminution du prix du baril et l'augmentation de la demande qui par conséquent oblige le pays à importer davantage étant donné que les capacités du pays en matière de raffinage ne permettent pas de couvrir la demande nationale grandissante. En ce qui concerne les ventes, le prix est bien évidemment régi par décision parlementaire, par conséquent le fait du prince est déterminant pour les ventes de la firme.

Il est à noter aussi que le prix des carburants en Algérie est l'un des moins chers au monde, cela peut expliquer le manque de recettes pour couvrir la demande.

### 3.1.2.2.3. L'effet point mort

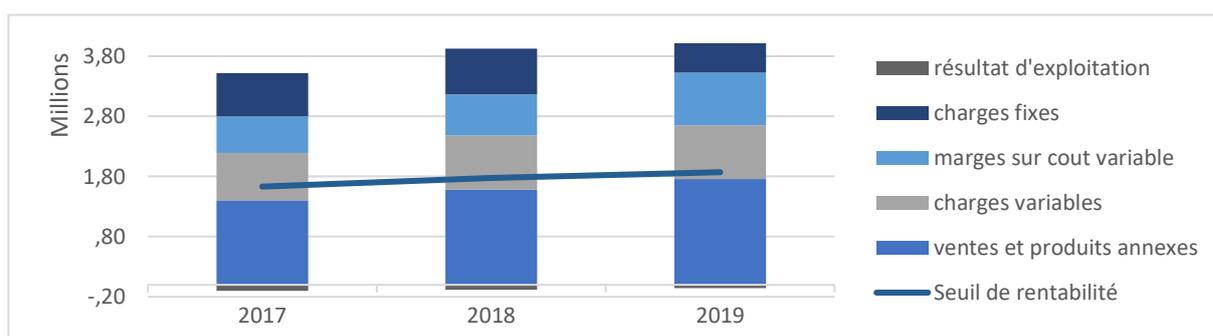
Le calcul de ce paramètre est indispensable pour comprendre la structure des coûts et donc la situation de l'entreprise concernant la satisfaction de ses charges par ses seuls produits d'exploitation (ventes).

TABLEAU 22 : CALCUL DU POINT MORT

LIBELLE	2017	2018	2019
Ventes et produits annexes	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
Charges variables	787 363,20	901 388,55	889 177,58
<b>Marges sur coût variable</b>	<b>613 121,48</b>	<b>679 417,16</b>	<b>872 720,27</b>
Charges fixes	714 686,98	764 920,94	927 138,59
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>-101 565,50</b>	<b>-85 503,78</b>	<b>-54 418,32</b>
Taux mcv	43,8%	43,0%	49,5%
Seuil de rentabilité	<b>1 632 479,36</b>	<b>1 779 748,08</b>	<b>1 871 760,69</b>
Position de l'entreprise par rapport au seuil de rentabilité	-14,2%	-11,2%	-5,9%
Point mort (en jours)	<b>419,64</b>	<b>405,31</b>	<b>382,45</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

FIGURE 22 : REPRESENTATION GRAPHIQUE DU PONT MORT / SEUIL DE RENTABILITE



Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Nous avons noté que les charges sont supérieures aux produits, désormais il va falloir comprendre la structure de ses charges pour expliquer la sensibilité du résultat par rapport au chiffre d'affaires.

La première chose à noter est le fait que l'entreprise n'a même pas atteint son seuil de rentabilité, il est donc tout à fait logique que cette firme ne parvienne pas à couvrir ses charges. En effet comme nous pouvons voir, la position de l'entreprise par rapport à son seuil de rentabilité est totalement négative, indiquant que le chiffre d'affaires est en dessous du seuil pour lequel l'entreprise commence à faire des bénéfices; 14,2%, 11,2% puis 5,9% en dessous du seuil pour les années 2017, 2018, 2019 respectivement. Certes le ratio est négatif, mais nous voyons une nette amélioration induite par l'augmentation du chiffre d'affaires. Cela va de même pour le point mort en jours, indiquant que l'entreprise a besoin de plus de temps pour réaliser un résultat nul (plus qu'un exercice comptable), mais cette situation s'améliore étant donné que le chiffre baisse constamment.

En ce qui concerne la structure des coûts, l'entreprise n'a pas de problème de charges structurelles pendant les deux premières années, mais une marge sur coût variable insuffisante à cause d'un chiffre d'affaires trop faible, par contre en 2018 c'est le montant des charges variables qui fait que la marge sur coût variable soit insuffisante (et bien évidemment le chiffre d'affaires qui reste tout de même à 11% en dessous du seuil de rentabilité). Pour l'année 2019, la sensibilité de plus de 3x le chiffre d'affaires s'explique quant à elle à cause d'un triple effet ;

- Le fait que le chiffre d'affaires reste en de sous de seuil (-5,9% se rapprochent du zéro, mais cela reste bien en dessous des 20% conseillé)
- La mcv atteint presque les 50% du chiffre d'affaires, mais qui reste trop insuffisante

- Et le fait que les charges fixes qui sont désormais supérieures aux charges variables représentant plus de 51% du total des charges (une évolution de plus de 21%).

### 3.1.2.3. Études des investissements et du besoin en fonds de roulement

#### 3.1.2.3.1. Analyse des investissements

##### 3.1.2.3.1.1. Analyse de l'outil industriel et de la politique d'investissements

TABLEAU 23 : RATIO DE LE ET DE L'OUTIL INDUSTRIEL

LIBELLE	2017	2018	2019
Actifs immobilisés nets	483 777,11	535 891,94	576 234,86
Actifs immobilisés bruts	1 502 674,57	1 673 082,81	1 790 645,61
<b>Ratio de l'état de l'outil industriel</b>	32,2%	32,0%	32,2%
<b>Poids de l'amortissement</b>	67,8%	68,0%	67,8%

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

TABLEAU 24 : COMPARAISON DES INVESTISSEMENTS ET DES AMORTISSEMENTS

LIBELLE	2017	2018	2019
Amortissements	1 018 897,46	1 137 256,45	1 214 574,69
Investissements	51 913,71	23 510,02	92 757,94

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Le ratio est légèrement supérieur à 30%, mais l'outil industriel reste tout de même vieux, cela s'explique clairement par le fait que l'entreprise n'est absolument pas en phase d'investissements, étant donné que le montant de ses amortissements excède de loin ceux des investissements. L'entreprise est clairement en phase de sous-investissements, mais cela est peut-être explicable puisqu'elle ne dégager pas de bénéfice et elle ne vend pas assez pour couvrir ses charges, mais nous allons voir dans l'analyse de financement si l'entreprise détient du « cash dormant », c'est-à-dire de l'argent dans les caisses qui se tasse sans être investies.

#### 3.1.2.3.1.2. Relation investissements et flux de trésorerie

TABLEAU 25 : ETUDE DE LA RELATION EXISTANTE ENTRE LES INVESTISSEMENTS ET LES FLUX OPERATIONNELS

LIBELLE	2016	2017	2018	2019
Flux de trésorerie opérationnelle	339 031,46	37 319,81	-64 819,17	95 342,84
Flux de trésorerie d'investissements	42 640,34	51 913,71	23 510,02	92 757,94

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

TABLEAU 26 : CORRELATION FLUX OPERATIONNELS ET INVESTISSEMENTS

	<i>flux opérationnelles</i>	<i>Flux d'investissements</i>
<i>flux opérationnels</i>	1	
<i>Flux d'investissements</i>	0,144 103 598	1

La corrélation entre eux est insuffisante (14,41%) pour établir une relation dans le cas de NAFTAL, mais nous pouvons clairement voir que l'activité opérationnelle est insuffisante pour soutenir le peu d'investissements que fait l'entreprise. Toute fois nous pouvons voir une légère amélioration en 2019 qui s'explique par une évolution de plus de 25% de l'appel de fonds reçu ainsi qu'une diminution de plus de 2% de remontés de fonds émis.

## 3.1.2.3.2. Analyse du besoin en fonds de roulement

Nous commencerons d'abord par le calcul du besoin en fonds de roulement pour ensuite passer à l'analyse es ration de rotation.

TABLEAU 27 : CALCUL DU BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT

LIBELLE	2017	2018	2019
<b>Actifs courants</b>			
Stock et encours	259 075,31	252 153,90	283 062,27
Créance et emplois assimilés	-	-	-
Client	73 513,91	147 237,16	147 278,30
autres débiteurs	16 152,05	18 623,52	21 629,23
impôts et assimilés	18 503,56	14 083,69	18 575,97
autres actifs courants	-	-	-
<b>Total actif courant</b>	<b>367 244,83</b>	<b>432 098,28</b>	<b>470 545,78</b>
<b>Passifs courants</b>			
fournisseurs et comptes rattachés	41 601,22	77 114,49	68 409,36
impôts (différés et provisionnés)	-	-	-
autres dettes non courantes	407 146,57	332 859,23	402 804,86
<b>Total passif courant</b>	<b>448 747,79</b>	<b>409 973,73</b>	<b>471 214,22</b>
<b>Besoin en fonds de roulement (BFR)</b>	<b>-81 502,96</b>	<b>22 124,55</b>	<b>-668,44</b>
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>-5,8%</i>	<i>1,4%</i>	<i>-0,04%</i>
<i>en jours du chiffre d'affaires</i>	<i>-21,24</i>	<i>5,11</i>	<i>-0,14</i>
<b>Variation du BFR</b>	<b>85 224,26</b>	<b>103 627,51</b>	<b>-22 792,98</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

À partir du tableau ci-dessus, nous constatons que l'entreprise ne dégage pas de besoin en fonds de roulement, mais un excédent durant 2017 et 2019, par contre en 2018 nous voyons clairement que la firme subit une légère variation dans ses activités à cause de l'augmentation constante des créances (+100%) et des stocks, mais aussi à la diminution soudaine des autres dettes à court terme.

Nous pouvons observer aussi que le BFR 2018 représente seulement 1,4% du chiffre d'affaires, équivalent à 5 jours d'activité.

TABLEAU 28 : ETUDE ET ANALYSE DES RATIENS DE ROTATIONS

LIBELLE	2017	2018	2019
<b>Ratio de rotation du crédit client</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>25</b>
Ca TTC	1 666 576,76	1 881 158,80	2 096 658,45
Client	73 513,91	147 237,16	147 278,30
<b>Ratio de rotation du crédit fournisseur</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>24</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	41 601,22	77 114,49	68 409,36
Consommations en provenance des tires TTC	909 747,04	1 032 609,62	1 025 219,68
<b>Ratio de rotation des stocks</b>	<b>67</b>	<b>57</b>	<b>58</b>
Stock et encours	259 075,31	252 153,90	283 062,27
Chiffre d'affaires HT	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Nous remarquons que l'entreprise dispose de délais fournisseurs très courts (comparables à ceux d'ESSO-SAF [France] qui est de 21 jours, en effet ces délais obligent l'entreprise à payer ses fournisseurs avant d'avoir encaissé [différence d'un jour en moyenne]. Ajoutant à cela que la firme a besoin de 61 jours en moyenne pour transformer ses stocks en vente bien plus que totale ma et Esso.

Cela explique la variation négative du BFR en 2019 grâce à un délai fournisseur légèrement plus important.

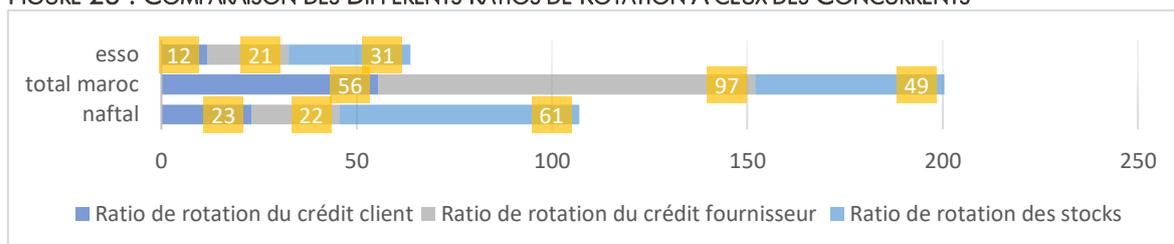
Afin de comparer avec d'autre entreprise quasiment comparable, nous présentons le tableau et le graphique ci-dessous ;

TABLEAU 29 : RATIOS DE ROTATION DANS LE SECTEUR [MOYENNE]

	NAFTAL T-O	ESSO-SAF	TOTAL MAROC
Ratio de rotation du crédit client	23	12	56
Ratio de rotation du crédit fournisseur	22	21	97
Ratio de rotation des stocks	61	31	49

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

FIGURE 23 : COMPARAISON DES DIFFERENTS RATIOS DE ROTATION A CEUX DES CONCURRENTS



En comparant avec les moyennes des concurrents, nous pouvons constater que TOTAL Maroc est la seule des trois entreprises qui dispose de délais fournisseurs imposants, témoignant de sa force de vente. Concernant les stocks, le ratio de naftal est trop élevé par rapport à ses concurrents.

### 3.1.2.4. Analyse du financement

Nous allons étudier la situation financière de l'entreprise en regardant le tableau de flux de trésorerie et en calculant différents paramètres et ratios qui nous aideront à voir plus clair et tirer des conclusions.

#### 3.1.2.4.1. Analyse dynamique

L'entreprise utilise le TFF direct, mais dans le cas de notre analyse, il n'est pas pertinent, de ce fait nous allons refaire le TFF avec la méthode indirecte.

Mais avant il va falloir calculer la CAF (à partir des deux méthodes) afin d'apprécier le flux potentiel de l'entreprise avant intégration du besoin en fonds de roulement.

TABLEAU 30 : CALCUL DE LA CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT ; METHODE ASCENDANTE

LIBELLE	2017	2018	2019
Résultat net	-62 137,48	-83 347,47	-52 121,50
Dotations aux amortissements, provisions et pertes	111 312,23	127 438,58	125 633,23
Reprise sur pertes de valeur et provisions	1 270,30	5 282,78	961,88
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>47 904,45</b>	<b>38 808,34</b>	<b>72 549,85</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

TABLEAU 31 : CALCUL DE LA CAPACITE D'AUTOFINANCEMENT ; METHODE DESCENDANTE

LIBELLE	2017	2018	2019
Excédent brut d'exploitation	-8 820,44	30 887,73	59 346,14
autres produits opérationnels	17 651,89	11 308,83	15 610,59
autres charges opérationnelles	355,02	5 544,53	4 703,70
produits financiers	40 745,17	2 882,07	2 697,00
charges financières	1 317,16	725,75	400,18
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>47 904,45</b>	<b>38 808,34</b>	<b>72 549,85</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

La capacité d'autofinancement est positive, c'est un bon signe pour l'entreprise, montrant qu'elle dispose de capacité interne pour les financements des activités et des investissements, mais es cela suffisante, c'est la raison pour laquelle nous allons suivre le chemin des flux depuis l'exploitation jusqu'aux financements en passant par les investissements dans le tableau suivant :

TABLEAU 32 : TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE : METHODE INDIRECTE

<b>LIBELLE</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Résultat net	-62 137,48	-83 347,47	-52 121,50
Dotations aux amortissements, provisions et pertes	111 312,23	127 438,58	125 633,23
Reprise sur pertes de valeur et provisions	1 270,30	5 282,78	961,88
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>47 904,45</b>	<b>38 808,34</b>	<b>72 549,85</b>
Variation BFR	85 224,26	103 627,51	-22 792,98
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles</b>	<b>-37 319,81</b>	<b>-64 819,17</b>	<b>95 342,84</b>
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles < 30 000DA	-4 501,41	-1 186,57	-1 870,40
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles	-47 412,29	-22 323,45	-90 887,53
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles	-	-	-
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières	-	-	-
Intérêts encaissés sur placements financiers	-	-	-
Dividendes et quote-part de résultat reçus	-	-	-
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements</b>	<b>-51 913,71</b>	<b>-23 510,02</b>	<b>-92 757,94</b>
Encaissements suite à l'émission d'actions	-	-	-
Dividendes et autres distributions effectués	-	-	-
Encaissements provenant d'emprunts	-	-	-
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées	-	-	-
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financements</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités	-	-	-
<b>Variation de trésorerie de la période</b>	<b>-89 233,52</b>	<b>-88 329,18</b>	<b>2 584,90</b>
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice</b>	<b>700 332,12</b>	<b>611 098,60</b>	<b>522 769,41</b>
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie à clôture de l'exercice</b>	<b>611 098,60</b>	<b>522 769,41</b>	<b>525 354,31</b>
<b>Variation de trésorerie de la période</b>	<b>-89 233,52</b>	<b>-88 329,18</b>	<b>2 584,90</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Nous avons dit que la capacité d'autofinancement est positive et en progression pendant les trois années consécutives, mais nous pouvons voir clairement que les deux premières années (2017 et 2018), que les flux de trésorerie d'exploitation sont négatifs, et cela à cause d'un besoin en fonds de roulement trop important, ce qui n'a pas permis à la firme de financer ses investissements par ces ressources d'exploitation, mais en piochant dans la trésorerie dont dispose naftal qui est d'ailleurs assez imposante et lui permettant de couvrir ses pertes pour une assez longue durée.

Toutefois l'année 2019 est assez satisfaisante puisqu'elle dégage juste assez de ressources d'exploitation pour financer ses investissements et dégager un excédent de trésorerie de plus de 2,5 millions de dinars.

#### 3.1.2.4.2. Analyse statique

Dans cette rubrique nous allons utiliser principalement des ratios pour juger la situation et la capacité financière de NAFTAL, ainsi il est pertinent que les ratios restent purement mathématiques et l'interprétation peut différer d'une entreprise à une autre et donc parfois certains de ces ratios ne veulent rien dire.

3.1.2.4.2.1. la capacité de remboursement de la dette par son activité d'exploitation :

TABLEAU 33 : CALCUL DU RATIO DE REMBOURSEMENT

LIBELLE	2017	2018	2019
Excédent brut d'exploitation	-8 820,44	30 887,73	59 346,14
Endettement net	-609 257,06	-519 837,95	-521 612,37
<b>Ratio de remboursement (par EBE)</b>	<b>69,1</b>	<b>-16,8</b>	<b>-8,8</b>
Capacité d'autofinancement	47 904,45	38 808,34	72 549,85
<b>Ratio de remboursement (par CAF)</b>	<b>-12,7</b>	<b>-13,4</b>	<b>-7,2</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Dans notre cas l'entreprise dispose de liquidité faramineuse en trésorerie lui permettant de rembourser facilement ses dettes, rendant ainsi l'endettement net de la firme en négatif voulant dire que la firme dispose plus de disponibilités que dettes à long et moyen terme, par conséquent ce ratio est biaisé.

TABLEAU 34 : COUVERTURE DES DETTES A LONG TERME

LIBELLE	2017	2018	2019
Excédent brut d'exploitation	-8 820,44	30 887,73	59 346,14
Dettes à long terme	1 774,04	2 863,96	3 674,44
<b>Ratio de remboursement (par EBE)</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Capacité d'autofinancement	47 904,45	38 808,34	72 549,85
<b>Ratio de remboursement (par CAF)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,07</b>	<b>0,05</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

En faisant abstraction de la trésorerie, ce ratio démontre que NAFTAL est totalement capable de faire face à ses engagements à long terme par le biais de son excédent brut d'exploitation, mais nous pouvons tout de même observer qu'en 2017 une légère dégradation de sa capacité. Toutefois elle s'est rattrapée en dans les années suivantes avec une nette amélioration de la CAF et EBE.

TABLEAU 35 : RATIO DE COUVERTURE DES CHARGES FINANCIERES

LIBELLE	2017	2018	2019
Excédent brut d'exploitation	-8 820,44	30 887,73	59 346,14
Charges financières	1 317,16	725,75	400,18
<i>Charges financières en % de CA</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,05%</i>	<i>0,02%</i>
<b>Ratio de couverture des charges financières</b>	<b>-14,93%</b>	<b>2,35%</b>	<b>0,67%</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

À partir du tableau ci-dessus, nous pouvons remarquer que l'entreprise présente des difficultés de remboursement en 2017, mais grâce à la nette amélioration de l'EBE, le ratio s'améliore fortement.

Il est à noter que ce ratio peut être inversé en divisant l'EBE ou le résultat d'exploitation par les frais financiers dans le but de nous donner le nombre de fois que peut rembourser l'entreprise le montant de ses frais par ses propres capacités d'exploitation.

3.1.2.4.2.2. Les ratios de liquidité

À partir de ces ratios classiques, nous pouvons avoir des informations précieuses dans les différents types liquidité en partant d'un horizon à long terme jusqu'au court terme.

TABLEAU 36 : CALCUL DES DIFFERENTS RATIOS DE LIQUIDITE

LIBELLE	2017	2018	2019	observation
<b>Ratio de liquidité générale</b>	2,2	2,3	2,1	<i>L'entreprise peut couvrir ses exigibilités avec aisance</i>
<b>Ratio de liquidité restreinte</b>	1,6	1,7	1,5	<i>Le ratio est nettement supérieur aux 2/3 conseillé (0,66)</i>
<b>Ratio de liquidité immédiate</b>	1,4	1,3	1,1	<i>Les disponibilités sont plus que suffisantes pour couvrir ses dettes</i>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

L'entreprise présente des liquidités suffisantes, mais cela n'est pas toujours un bon signe, car dans le cas de NAFTAL, les disponibilités (trésorerie) représentent en moyenne plus de 35% de l'actif total, l'entreprise est donc en train de mettre de l'argent de côté pour un investissement important, ou bien elle se met en grade d'une possible baisse d'activité pour couvrir ses pertes à venir.

Si ce n'est pas le cas, l'argent dort dans la caisse sans aucune utilité et perdra de la valeur dans le futur.

#### 3.1.2.4.2.3. Liquidité à long terme (équilibre financier)

Nous allons désormais étudier l'équilibre financier de NAFTAL à long terme et réunir toutes les idées déjà reçues pour l'interpréter.

TABLEAU 37 : CALCUL DE L'EQUILIBRE FINANCIER A LONG TERME

Libelle	2017	2018	2019
Capitaux permanents	1 037 112,15	1 129 241,59	1 186 238,53
Actifs immobilisés	507 584,01	584 415,13	661 620,15
<b>Fonds de roulement (par le haut du bilan)</b>	<b>529 528,14</b>	<b>544 826,46</b>	<b>524 618,38</b>

Libelle	2017	2018	2019
Actifs circulants	978 275,93	954 800,19	995 832,60
Dettes à court terme	448 747,79	409 973,73	471 214,22
<b>Fonds de roulement ( par le bas du bilan)</b>	<b>529 528,14</b>	<b>544 826,46</b>	<b>524 618,38</b>

Libelle	2017	2018	2019
Fonds de roulement	529 528,14	544 826,46	524 618,38
BFR	-81 502,96	22 124,55	-668,44
<b>Trésorerie nette</b>	<b>611 031,10</b>	<b>522 701,91</b>	<b>525 286,81</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

L'entreprise dégage une trésorerie imposante comme nous l'avons étayé un peu plus tôt, cela ne s'explique par le fait que l'entreprise dégage un fonds de roulement positif et ne dégage aucun besoin en fond roulement en 2017 et 2019, toutefois en 2018, l'entreprise présente un BFR positif, comme il a été expliqué dans la rubrique d'investissements qui a obligé l'entreprise à prendre de sa trésorerie pour le couvrir.

L'étude des ratios de structure nous en dira un peu plus sur la situation de l'entreprise.

3.1.2.4.2.4. Ratios de structure

TABLEAU 38 : CALCUL DES RATIOS DE STRUCTURES

LIBELLE	2017	2018	2019
Ratio de qualité de bilan	2,0	1,9	1,8
ratio d'endettement (gearing)	-58,8%	-46,2%	-44,1%
Ratio d'autonomie financière	0,002	0,003	0,003
Ratio de solvabilité	2,3	2,7	2,5

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Tous les ratios sans supérieurs aux normes, car l'entreprise présente très peu de dettes financières et un montant très important de disponibilité lui permettant de couvrir tout déséquilibre structurel. Toutefois nous pouvons voir une augmentation du gearing indiquant que l'entreprise fait de plus en recours au financement et le fait que la trésorerie baisse

**3.1.2.5. analyse de la rentabilité et de l'effet de levier.**

Dans cette section, nous allons savoir si les résultats négatifs de l'entreprise sont dus à une faible rentabilité, par conséquent nous allons étudier les deux types de rentabilité en détail :

3.1.2.5.1. La rentabilité économique :

Avant de présenter et de calculer ce ratio, nous devons présenter le bilan économique de l'entreprise pour faire ressortir, la part de l'endettement net, le besoin en fonds de roulement et l'actif économique.

TABLEAU 39 : BILAN ECONOMIQUE

LIBELLE	2017	2018	2019
Écart d'acquisition (goodwill)	-	-	-
Immobilisations incorporelles	-	229 559,00	131,19
Immobilisations corporelles	483 777,11	535 891,94	576 234,86
Immobilisation en cours	13 439,90	35 401,06	68 294,23
Immobilisations financières	10 367,00	12 892,57	16 959,87
Impôt différé	-	-	-
<b>Actif immobilisé (1)</b>	<b>507 584,01</b>	<b>584 415,13</b>	<b>661 620,15</b>
Stock et encours	259 075,31	252 153,90	283 062,27
Créance et emplois assimilés			
Client	73 513,91	147 237,16	147 278,30
Autres débiteurs	16 152,05	18 623,52	21 629,23
Impôts et assimilés	18 503,56	14 083,69	18 575,97
Autres actifs courants	-	-	-
<b>Total actif courant</b>	<b>367 244,83</b>	<b>432 098,28</b>	<b>470 545,78</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	41 601,22	77 114,49	68 409,36
Impôts (différés et provisionnés)	-	-	-
Autres dettes non courantes	407 146,57	332 859,23	402 804,86
<b>Total passif courant</b>	<b>448 747,79</b>	<b>409 973,73</b>	<b>471 214,22</b>
<b>Besoin en fond de roulement (BFR) (2)</b>	<b>-81 502,96</b>	<b>22 124,55</b>	<b>-668,44</b>
<b>ACTIF ÉCONOMIQUE 1 +2</b>	<b>426 081,05</b>	<b>606 539,67</b>	<b>660 951,71</b>
Capital émis	1 097 475,59	1 209 725,09	1 234 685,58
Prime et réserves	-	-	-
Écarts de réévaluation	-	-	-
Résultat net	-62 137,48	-83 347,47	-52 121,50
Autres capitaux propres	-	-	-
<b>Total capitaux propres (1)</b>	<b>1 035 338,11</b>	<b>1 126 377,63</b>	<b>1 182 564,09</b>
Total dettes financières et bancaires	1 774,04	2 863,96	3 674,44
Placements et disponibilités	611 031,10	522 701,91	525 286,81
<b>Endettement net (2)</b>	<b>-609 257,06</b>	<b>-519 837,95</b>	<b>-521 612,37</b>
<b>ACTIF ÉCONOMIQUE 1 +2</b>	<b>426 081,05</b>	<b>606 539,67</b>	<b>660 951,71</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Ainsi le calcul du ratio de la rentabilité économique ou de l'actif économique investis, se fait de deux manières ;

TABLEAU 40 : CALCUL DE LA RENTABILITE ECONOMIQUE AVEC LA METHODE DIRECTE

LIBELLE	2017	2018	2019
Résultat opérationnel	-101 565,50	-85 503,78	-54 418,32
Actif économique	426 081,05	606 539,67	660 951,71
<b>Rentabilité économique</b>	<b>-23,8%</b>	<b>-14,1%</b>	<b>-8,2%</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise  
 Nous pouvons voir que la rentabilité est négative, l'entreprise ne réussit pas à générer une rentabilité par ses capitaux investis.

Par contre pour mieux expliquer et interpréter il va falloir décortiquer le sens même de la rentabilité économique par les ratios suivants :

TABLEAU 41 : CALCUL DE LA RENTABILITE ECONOMIQUE PAR LA METHODE INDIRECTE

LIBELLE	2017	2018	2019
Résultat opérationnel	-101 565,50	-85 503,78	-54 418,32
Chiffre d'affaires	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
<b>Marge d'exploitation (1)</b>	<b>-7,3%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-3,1%</b>
<b>x</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>x</b>
Chiffre d'affaires	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
Actif économique	426 081,05	606 539,67	660 951,71
<b>Rotation de l'actif économique (2)</b>	<b>3,29</b>	<b>2,61</b>	<b>2,67</b>
<b>=</b>	<b>=</b>	<b>=</b>	<b>=</b>
<b>Rentabilité économique (1) x (2)</b>	<b>-23,8%</b>	<b>-14,1%</b>	<b>-8,2%</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise  
 Nous disposons maintenant de plus de détails afin d'argumenter sur la rentabilité économique.

En effet, dans un premier temps l'entreprise ne génère pas de marges, -7,3%, -5,4% et -3,1% pour les trois années consécutives, pour chaque 10 DZD de chiffre d'affaires généré, NAFTAL perd en moyenne 5.2DZD. Mais nous voyons clairement que la tendance est positive se rapprochant de plus en plus de 0, cela confirme le fait point mort que nous avons éayé, disant que l'entreprise ne disposait pas d'un chiffre d'affaires suffisant pour couvrir toutes ses charges, mais elle était en nette amélioration étant donné que les ventes se rapprochaient de plus en plus du seuil de rentabilité. Toutefois, il faut faire très attention sur le fait que les charges fixes prennent une ampleur plus importante par rapport aux charges variables indiquant une augmentation du résultat opérationnel et donc de sa marge par le seul fait du levier d'exploitation de plus de 3x que nous avons évoqué, de ce fait l'entreprise devra maintenir cette tendance du chiffre d'affaires si ce n'est pas le cas une mauvaise situation attend la firme.

Dans un deuxième temps, nous pouvons constater que l'entreprise a une très forte rotation de l'actif économique, autrement dit une très faible intensité capitalistique, confirmant aussi le fait que l'entreprise n'investissait pas énormément, mais aussi le besoin en fonds de roulement négatif.

Ce ratio nous dit que chaque dinar investi dans l'actif économique génère en moyenne 2,85 dinars de chiffre d'affaires. Nous pouvons voir une légère baisse en 2018 provoquée par le besoin en fonds de roulement positif, mais qui se rattrape un peu en 2019 grâce à la diminution de ce même paramètre.

### 3.1.2.5.2. La rentabilité financière

Ce paramètre est très important pour les entreprises ayant des apporteurs de capitaux comme les sociétés cotées, mais il est tout aussi important pour les entreprises nationales pour rendre compte de la compétitivité de celle-ci sur le marché, même si l'apporteur de capital est l'État. La ROE (*return on equity*), retour sur le capital en anglais, veut latéralement dire l'efficacité qu'a l'entreprise pour générer une rentabilité à partir de son capital. Il peut se calculer de différentes manières.

La façon la plus classique de le calculer est de rapporter son résultat net sur les capitaux propres.

TABLEAU 42 : CALCUL DE LA RENTABILITE FINANCIERE AVEC LA METHODE DIRECTE

LIBELLE	2017	2018	2019
Résultat net	-62 137,48	-83 347,47	-52 121,50
Capitaux propres	1 035 338,11	1 126 377,63	1 182 564,09
<b>Rentabilité financière</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-4,4%</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

L'entreprise ne dégage aucune rentabilité financière, -6%, -7,4% et -4,4% pour les 3 années consécutives, le résultat net reste négatif malgré une bonne progression en 2019 (37,5%). Afin de comprendre en détail ce ratio, il vaut mieux utiliser la méthode Dupont<sup>84</sup>.

TABLEAU 43 : CALCUL DE LA RENTABILITE FINANCIERE PAR LA METHODE DUPONT

LIBELLE	2017	2018	2019
Résultat net	-62 137,48	-83 347,47	-52 121,50
Chiffre d'affaires	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
<b>Marge nette (1)</b>	<b>-4,4%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>-3,0%</b>
Chiffre d'affaires	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
Total actifs	1 485 859,94	1 539 215,32	1 657 452,74
<b>Asset turnover (2)</b>	<b>0,94</b>	<b>1,03</b>	<b>1,06</b>
Total actifs	1 485 859,94	1 539 215,32	1 657 452,74
Capitaux propres	1 035 338,11	1 126 377,63	1 182 564,09
<b>A/e (3)</b>	<b>1,44</b>	<b>1,37</b>	<b>1,40</b>
<b>Rentabilité financière (1) x (2) x (3)</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-4,4%</b>

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

La première chose à remarquer est le fait que l'entreprise ne réussisse pas à garder sa marge brute d'exploitation à cause d'un chiffre d'affaires trop faible comme il a été déjà évoqué plusieurs fois. Ce qui met l'entreprise dans une situation assez critique, car pour chaque dinar de ventes elle perd 0,4 dinar en 2017, 0,53 en 2018 et 0,3 en 2019, les pertes diminuent et la situation s'améliore, mais elle reste sans profitabilité pour l'instant.

Deuxièmement, le ratio asset turnover est à peu près la même chose que la rotation de l'actif économique, à la seule différence qu'on suppose que c'est tous les actifs qui contribuent à la réalisation du chiffre d'affaires, ce qui est d'ailleurs plus parlant pour les entreprises à faible intensité capitalistique. Par conséquent il nous indique dans notre cas que NAFTAL génère que 0,94 dinar pour chaque dinar d'actifs. Puis un peu plus de 1 dinar pour les années qui suivent.

<sup>84</sup> Le modèle de Dupont tire ses origines de la dénomination sociale de la société Dupont de Nemours, une entreprise de l'industrie chimique américaine. Le modèle a été conçu dans les années soixante par F. Donaldson Brown, un ingénieur électricien qui plus tard a rejoint le département financier de la société Dupont. Le modèle permet d'évaluer globalement la performance financière d'une entreprise mesurée par le ratio de rentabilité financière (ROE) à l'aide de trois variables.

Pour le troisième ratio, il indique le montant d'actifs acquis par les capitaux propres, l'inverse étant le montant des dettes, en effet si le ratio augmente cela veut dire que l'entreprise fait de plus en plus recours aux dettes et c'est le cas pour NAFTAL.

Donc pour résumer, NAFTAL voit sa marge nette s'améliorer après avoir connu une hausse en 2018 à cause de la baisse du résultat net provoqué par la diminution des produits financiers d'une manière très subite. Multiplié par une amélioration de la rotation des actifs et de « augmentation de l'actif en 2019.

### 3.1.2.5.3. Étude de l'effet de levier

Maintenant nous devons établir une relation entre la rentabilité économique et la rentabilité financière. Le lien entre ces deux concepts est évidemment l'effet de levier.

Notons tout de même que nous n'avons pas eu le taux de la dette par conséquent nous allons le calculer en faisant une équation. Et le fait que l'entreprise ne paie pas d'impôts sur les sociétés.

Pour rappel, la formule est la suivante :

$$\text{ROE} = \left[ \text{ROI} + (\text{ROI} - D) \times \left( \frac{D}{\text{CP}} \right) \right] \times (1 - \text{IBS})$$

Calcul du taux de la dette pour l'année 2017 :

$$\begin{aligned} -0,238 + (-0,238 - i) (-0,588) &= -0,06 & \left| \begin{array}{l} 0,588i = 0,038056 \\ \frac{0,588i}{0,588} = \frac{0,038056}{0,588} \end{array} \right. \\ -0,238 + 0,139944 + 0,588i &= -0,06 & \\ 0,588i - 0,098056 &= -0,06 & \\ 0,588i &= -0,06 + 0,098056 & \mathbf{i = 0,064721} \end{aligned}$$

nous pouvons résumer l'équation à partir du tableau suivant :

TABLEAU 44 : CALCUL DE LA RENTABILITE FINANCIERE PAR EFFET DE LEVIER

LIBELLE	2017	2018	2019
<b>Rentabilité économique</b>	<b>-23,8%</b>	<b>-14,1%</b>	<b>-8,2%</b>
Taux de la dette	6,5%	0,4%	0,4%
Levier	-58,8%	-46,2%	-44,0%
<b>Rentabilité financière</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-4,4%</b>
<i>Effet de levier</i>	17,8%	6,7%	3,8%

Source : établis par nos soins à partir des données de l'entreprise

Dans une logique normale, quand le taux d'endettement est supérieur à la rentabilité économique, l'effet de levier doit mathématiquement être négatif, dans notre cas l'entreprise dégage un levier négatif, mais un effet de levier positif, cela est totalement normal quand l'entreprise dégage une dette nette négative et c'est exactement ce que présente NAFTAL.

En effet, la firme présente une dette nette négative, voulant dire que l'entreprise génère des produits financiers que nous avons vus dans le compte de résultat. Ce taux de placement a diminué très subitement en 2018 faisant chuter le levier.

Concernant la dynamique, l'entreprise est en nette amélioration, si elle conserve la même structure financière elle devra donc réaliser au minimum une rentabilité économique de -0,4% afin d'atteindre une rentabilité financière de 0.

### 3.1.2.6. Conclusion de l'analyse financière de NAFTAL

Pour résumer la situation de naftal, nous allons citer 4 conclusions principales :

- Le chiffre d'affaires est en constante progression et dégage une marge brute très satisfaisante, mais elle n'est pas suffisante pour couvrir les charges d'exploitation. Cela est confirmé par l'effet ciseau signalant des charges plus importantes, mais avec une évolution des produits bien plus rapide qui peut être favorable à la situation de l'entreprise. En effet les produits augmentent, mais le chiffre d'affaires reste sous le seuil de rentabilité ce qui explique le fort levier opérationnel en 2019 avec des charges structurelles plus importantes représentant 51% du total des charges.
- Nous avons vu que l'entreprise avait des immobilisations vieilles et une politique d'investissements faible par rapport à ces immobilisations, mais justifiable à cause des résultats négatifs. Le besoin en fonds de roulement reste quant à lui assez variable avec un rebond considérable des créances qui ont doublé en 2018 faisant rendre le BFR positif, mais maîtrisé au fil du temps avec de plus longs délais fournisseurs. Il faut tout de même signaler que l'entreprise est dans un cercle vicieux, en effet la firme ne dégage pas de résultats positifs, mais elle doit investir pour avoir plus de recettes, certes elle peut piocher dans sa trésorerie, mais si les résultats étaient négatifs son matelas de sécurité diminuerait alors que c'est la seule ressource sur laquelle elle peut compter à long terme.
- Ces investissements doivent être financés et à première vue, NAFTAL dégage une bonne capacité d'autofinancement, mais elle n'est pas suffisante durant les deux premières années à cause de l'augmentation du BFR. Ensuite la variation négative en 2019 va en faveur du flux de trésorerie d'exploitation qui sera assez positif pour financer les investissements et de dégager la seule variation de trésorerie positive des trois années. Concernant l'équilibre financier, elle présente une structure fondée sur le long terme permettant à l'entreprise de faire face à tout imprévu avec une capacité de couverture des dettes assez bonne grâce à la trésorerie immense dont elle dispose.
- À travers l'analyse de la rentabilité, nous pouvons clairement dire que l'entreprise n'est pas rentable durant les 3 années, et cela à cause d'une faible marge opérationnelle induite par un chiffre d'affaires trop faible pour couvrir toutes les charges. Ajoutant à cela, la faible intensité capitalistique de la firme multipliant la marge négative par plus de 3x. La rentabilité financière est aussi négative par les mêmes raisons, mais quand l'effet de levier intervient, nous remarquons que NAFTAL fait recours à un effet de levier inverse grâce au cash net. Donc si elle garde la structure financière et dégagera un  $ROI > 0$ , l'effet de levier impactera la ROE en négatif et l'entreprise ne générera plus de richesse à cause d'un effet de massue. Elle ne doit donc pas garder de l'argent dormir dans les caisses, mais plutôt l'utiliser dans des investissements ou en faisant de bons placements financiers.

## 3.2. Évaluation de NAFTAL et test de sensibilité la valeur financière de la firme

Dans cette section nous allons calculer la valeur financière de NAFTAL en utilisant les données dont nous disposons, par conséquent nous allons utiliser que les méthodes classiques. Puis nous verrons l'impact qu'auront les principaux paramètres financiers sur la valeur de l'entreprise.

Notons toutefois que les chiffres sont toujours en KDA (milliers de dinars) comme nous l'avons fait dans la section précédente.

### 3.2.1. Valorisation de l'entreprise NAFTAL

Nous allons commencer par la valorisation de la firme, ainsi, nous allons utiliser les méthodes patrimoniales (ANC et ANCC), la méthode DCF et enfin les multiples.

#### 3.2.1.1. Les méthodes patrimoniales

##### 3.2.1.1.1. L'actif net comptable (ANC)

Dans notre cas, nous ne disposons pas des détails dans le bilan pour les actifs et dettes fictives, par conséquent la valeur patrimoniale de la firme est égale à ces capitaux propres (situation nette). Nous allons la calculer par les deux méthodes ; à partir de l'actif et à partir des capitaux propres.

TABLEAU 45 : CALCUL DE L'ANC PAR L'ACTIF DU BILAN

LIBELLE	2017	2018	2019
Total actif	1 485 859,94	1 539 215,32	1 657 452,74
Passif exigible (DLMT et DCT)	450 521,83	412 837,69	474 888,66
<b>Actif net comptable</b>	<b>1 035 338,11</b>	<b>1 126 377,63</b>	<b>1 182 564,09</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

TABLEAU 46 : CALCUL DE L'ANC PAR LES CAPITAUX PROPRES

LIBELLE	2017	2018	2019
Capital émis	1 097 475,59	1 209 725,09	1 234 685,58
Résultat net	-62 137,48	-83 347,47	-52 121,50
<b>Actif net comptable</b>	<b>1 035 338,11</b>	<b>1 126 377,63</b>	<b>1 182 564,09</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

La valeur de l'entreprise NAFTAL par la méthode de l'actif net comptable est égale donc à la valeur de ses capitaux propres. Par conséquent nous pouvons faire une moyenne des 3 années pour rendre compte de sa valeur patrimoniale en moyenne :

TABLEAU 47 : LA VALEUR PATRIMONIALE MOYENNE (ANC)

LIBELLE	2017	2018	2019	Valeur Moyenne
<b>Actif net comptable</b>	<b>1 035 338,11</b>	<b>1 126 377,63</b>	<b>1 182 564,09</b>	<b>1 114 759,94</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

##### 3.2.1.1.2. L'actif net comptable corrigé (ANCC)

Malencontreusement, nous ne disposons pas aussi des informations nécessaires pour le détail du calcul, par conséquent il sera impossible de corriger l'actif net comptable calculé ci-dessus par les plus ou moins-values des actifs.

Ainsi, le calcul de l'actif net comptable corrigé (ANCC) se présente comme suit :

TABLEAU 48 : CALCUL DE L'ACTIF NET COMPTABLE CORRIGE (ANCC)

<b>LIBELLE</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Actif net comptable	<b>1 035 338,11</b>	<b>1 126 377,63</b>	<b>1 182 564,09</b>
Moins-values	-	-	-
Plus-values	-	-	-
<b>Actif net comptable corrigé</b>	<b>1 035 338,11</b>	<b>1 126 377,63</b>	<b>1 182 564,09</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

La valeur patrimoniale de l'entreprise NAFTAL est donc égale à la valeur de ses capitaux propres ; **1.18 milliards DZD** en 2019 et une moyenne de 3 années **de 1,12 milliard DZD**.

### 3.2.1.2. Valorisation de l'entreprise par la méthode discounted cash-flow (DCF)

Comme nous l'avons explicité dans le chapitre deux sections deux, l'évaluation par la méthode DCF doit se faire d'une manière très méthodique et organisée, par conséquent nous allons suivre le plan suivant :

- Calculer les flux trésorerie disponible (*free cash-flow to firm* FCFF)
- Prévision et projection des variables nécessaires au calcul du FCFF.
- Estimer le coût moyen pondéré du capital ( CMPC).
- Calculer la valeur terminale.
- Calculer la valeur de la firme.

#### 3.2.1.2.1. Calculer le flux de trésorerie disponible (free cash-flow)

Nous utiliserons l'excédent brut d'exploitation (EBE) comme valeur initiale, car nous jugeons qu'il est plus pertinent que le résultat d'exploitation qui inclus les dotations les provisions et les autres produits et charges d'exploitations qui ne seront pas très pertinentes lors de la projection. Ainsi le calcul du flux de trésorerie disponible ou free cash-flow (FTD ou FCFF) se fait comme suit :

TABLEAU 49 : CALCUL DU FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE

<b>LIBELLE</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Excédent brut d'exploitation	-8 820,44	30 737,81	59 346,14
Capex	51 913,71	23 510,02	92 757,94
Variation du BFR	85 224,26	103 627,51	-22 792,98
<b>Flux de trésorerie disponible (FTD)</b>	<b>-145 958,40</b>	<b>-96 399,71</b>	<b>-10 618,81</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Les flux sont négatifs pour les trois années à cause du BFR qui explose durant les deux premières années pour ensuite baisser en 2019 grâce à des délais fournisseurs plus importants. Une tendance en amélioration qui peut-être en faveur d'une améliorera dans un futur proche. Nous verrons cela grâce à nos prévisions financières que nous ferons dans la rubrique suivante.

3.2.1.2.2. **Prévisions des variables nécessaires pour le calcul des flux de trésorerie disponibles prévisionnels.**

Nous allons effectuer les prévisions financières nous-mêmes, en suivant les tendances des données, nous parviendrons à des chiffres plausibles puisqu'ils seront proportionnels à l'évolution de l'activité.

Nous avons choisi une durée de 5 ans qui n'est ni trop longue ni trop courte, un horizon prévisible si l'entreprise suit sa tendance historique.

3.2.1.2.2.1. **L'excédent brut d'exploitation :**

Le premier paramètre à projeter est l'excédent brut d'exploitation, qui sera calculé à travers la différence entre le chiffre d'affaires et les charges d'exploitation. Ces dernières seront réparties en charges fixes et variables.

Avant de montrer les prévisions, il faut tout de même apprécier les données passées que nous résumons à travers le tableau suivant :

TABLEAU 50; CALCUL DE L'EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION A PARTIR DES CHARGES VARIABLES ET FIXES

<b>LIBELLE</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Chiffre d'affaires	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86
<i>Évolution</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,9%</i>	<i>11,5%</i>
Charges variables	804 660,07	907 302,76	900 084,48
<i>En % des ventes</i>	<i>57,5%</i>	<i>57,4%</i>	<i>51,1%</i>
Charges fixes	604 645,05	642 765,14	802 467,24
<i>En % des ventes</i>	<i>43,2%</i>	<i>40,7%</i>	<i>45,5%</i>
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>-8 820,44</b>	<b>30 737,81</b>	<b>59 346,14</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	<i>-0,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>3,4%</i>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Le tableau des prévisions se présente comme suit :

TABLEAU 51 : PROJECTION ET CALCUL DE L'EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION

<b>LIBELLE</b>	<b>2020 p</b>	<b>2021 p</b>	<b>2022 p</b>	<b>2023 p</b>	<b>2024 p</b>
chiffre d'affaires	2 003 508,18	2 323 477,60	2 746 997,46	3 309 726,17	4 137 157,72
<i>évolution</i>	<i>13,7%</i>	<i>16,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>20,5%</i>	<i>25,0%</i>
charges variables	1 037 625,79	1 219 705,22	1 461 380,16	1 784 059,90	2 288 356,55
<i>en % des ventes</i>	<i>51,8%</i>	<i>52,5%</i>	<i>53,2%</i>	<i>53,9%</i>	<i>55,3%</i>
charges fixes	864 047,66	980 564,84	1 133 911,00	1 335 604,47	1 654 863,09
<i>en % des ventes</i>	<i>43,1%</i>	<i>42,2%</i>	<i>41,3%</i>	<i>40,4%</i>	<i>40,0%</i>
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>101 834,73</b>	<b>123 207,55</b>	<b>151 706,30</b>	<b>190 061,80</b>	<b>193 938,08</b>
<i>marge brute d'exploitation</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,7%</i>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Pour expliquer la démarche de nos prévisions, notre raisonnement se défait comme suit :

**Projection du chiffre d'affaires :**

l'évolution du chiffre d'affaires devrait être de 25% et nous avons jugé plus pertinent de fixer un objectif de 25% à atteindre en 2024 au lieu d'une évolution constante du même nombre. Un objectif moyen afin de rester dans la tendance et éviter toute projection optimiste pouvons fausser les prévisions.

**Projection des charges variables :**

Pour les charges variables nous les avons projetées en proportion du chiffre d'affaires par conséquent nous avons calculé aussi la moyenne (55,3%) qui sera un seuil à respecter pour l'entreprise jusqu'en 2024.

**Projection des charges fixes :**

Pour ce paramètre nous avons décidé qu'une évolution constante de la moyenne par rapport aux ventes n'était plus adéquate pour l'entreprise NAFTAL elle devrait par contre suivre un objectif de 40% jusqu'en 2024.

Nos prévisions semblent justes puisque la marge but d'exploitation la tendance historique.

3.2.1.2.2.2. Les investissements

Nous les avons nommés *CAPEX*, pour *capital expenditures* en anglais. Ce paramètre est assez délicat à projeter étant une donnée interne à l'entreprise dépendant de la politique d'investissement. Par conséquent nous allons les projeter en fonction du chiffre d'affaires puisqu'il suit une évolution exponentielle, ainsi l'entreprise devra investir d'une façon assez conséquente pour générer une telle évolution des ventes. Le tableau des prévisions se présente comme suit :

TABLEAU 52 : PROJECTION DES INVESTISSEMENTS

LIBELLE	2020 p	2021 p	2022 p	2023 p	2024 p
Chiffre d'affaires	1 965 333,73	2 194 042,05	2 451 355,87	2 741 070,88	3 069 999,39
Capex	91 692,83	58 509,21	40 286,20	62 568,33	77 198,10
en % des ventes	4,6%	2,5%	1,5%	1,9%	1,9%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Dans ce cas nous avons constaté qu'il n'était pas possible de projeter les investissements en suivant leurs évolutions, car ces derniers variaient énormément par contre nous pensons qu'il est plus juste de les mettre en relation avec les ventes comme nous l'avons dit un peu plus haut, ainsi nous avons établi une projection par distribution aléatoire comprise entre le max et le min et en respectant la moyenne en pourcentage du chiffre d'affaires.

3.2.1.2.2.3. Le besoin en fonds de roulement

La projection du BFR est bien évidemment liée à l'évolution de l'activité, par contre nous ne pouvons pas intégrer la saisonnalité de paramètre.

Nous pouvons directement projeter le besoin en fonds de roulement par pourcentage du chiffre d'affaires, mais cela ne sera pas vraiment intéressant et ce serait plutôt un choix de facilité, par contre nous allons projeter chaque paramètre du BFR pour que notre analyse soit plus exacte et plausible.

le tableau des privions se présente comme suit :

TABLEAU 53 : PROJECTION DU BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT

LIBELLE	2017	2018	2019	2020 p	2021 p	2022 p	2023 p	2024 p
CA TTC	1 666 576,76	1 881 158,80	2 096 658,45	2 384 174,73	2 764 938,35	3 268 926,98	3 938 574,15	4 923 217,68
Client	73 513,91	147 237,16	147 278,30	153 083,43	177 531,55	209 891,72	252 888,52	316 110,65
<i>en proportion aux délais clients</i>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>
autres débiteurs	16 152,05	18 623,52	21 629,23	24 042,10	27 881,73	32 963,97	39 716,71	49 645,89
<i>en % des ventes</i>	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
impôts et assimilés	18 503,56	14 083,69	18 575,97	22 038,59	25 558,25	30 216,97	36 406,99	45 508,73
<i>en % des ventes</i>	1,3%	0,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
consommations en provenance des tires TTC	909 747,04	1 032 609,62	1 025 219,68	1 258 667,57	1 459 682,54	1 725 751,19	2 079 275,27	2 599 094,09
<i>en % des ventes</i>	65,0%	65,3%	58,2%	62,8%	62,8%	62,8%	62,8%	62,8%
fournisseurs et comptes rattachés	41 601,22	77 114,49	68 409,36	78 513,21	91 052,13	107 648,97	129 701,11	162 126,39
<i>en proportion aux délais fournisseurs</i>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
autres dettes courantes	407 146,57	332 859,23	402 804,86	487 454,36	565 303,05	668 345,60	805 257,73	1 006 572,16
<i>en % des ventes</i>	29,1%	21,1%	22,9%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
Stock et encours	259 075,31	252 153,90	283 062,27	337 362,11	391 240,39	462 555,07	557 310,54	696 638,17
<i>en proportion aux délais des stocks</i>	<b>67</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
<b>Besoin en fonds de roulement</b>	<b>-81 502,96</b>	<b>22 124,55</b>	<b>-668,44</b>	<b>-29 441,34</b>	<b>-34 143,26</b>	<b>-40 366,84</b>	<b>-48 636,08</b>	<b>-60 795,10</b>
<b>Variation du BFR</b>	<b>85 224,26</b>	<b>103 627,51</b>	<b>-22 792,98</b>	<b>-28 772,91</b>	<b>-4 701,92</b>	<b>-6 223,58</b>	<b>-8 269,24</b>	<b>-12 159,02</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Nous avons projeté tous les paramètres nécessaires au calcul du besoin en fond e roulement, tous proportionnel au chiffre d'affaires. Mais il est à noter que le compte client, fournisseurs et comptes rattachés ainsi que les stocks et encours sont projetés en fonction de leurs délais en jours du chiffre d'affaires avec une moyenne constante pendant la durée de prévision.

TABLEAU 54 : CALCUL DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLES PREVISIONNELS

LIBELLE	2017	2018	2019	2020 p	2021 p	2022 p	2023 p	2024 p
Chiffre d'affaires	1 400 484,67	1 580 805,71	1 761 897,86	2 003 508,18	2 323 477,60	2 746 997,46	3 309 726,17	4 137 157,72
<i>Évolution</i>	11,2%	12,9%	11,5%	13,7%	16,0%	18,2%	20,5%	25,0%
Excédent brut d'exploitation	-8 820,44	30 737,81	59 346,14	101 834,73	123 207,55	151 706,30	190 061,80	193 938,08
Capex	51 913,71	23 510,02	92 757,94	91 692,83	58 509,21	40 286,20	62 568,33	77 198,10
Variation du BFR	85 224,26	103 627,51	-22 792,98	-28 772,91	-4 701,92	-6 223,58	-8 269,24	-12 159,02
<b>Flux de trésorerie disponible</b>	<b>-145 958,40</b>	<b>-96 399,71</b>	<b>-10 618,81</b>	<b>38 914,80</b>	<b>69 400,25</b>	<b>117 643,68</b>	<b>135 762,70</b>	<b>128 899,00</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

3.2.1.2.3. Estimer le coût moyen pondéré du capital ( CMPC)

La plupart des entreprises nationales limitent leurs coûts du capital au simple taux d'endettement, nous trouvons cela totalement incohérent de limiter le coût du capital au seul facteur d'endettement.

En effet même s'il n'y a pas d'actionnaire l'entreprise doit quand même avoir un taux minimum exigé sur résultat, par conséquent nous allons estimer le coût du capital de la manière qui suit :

3.2.1.2.3.1. Le taux sans risque

Le taux sans risque pourra être le taux des bons du Trésor de 10 ans diminué du risque de défaut du pays, les calculs se présentent comme suit :

Bons trésors (10 ans) (O.A.T 10 ans code bourse : O100230) : 5,75%
Risk default <sup>85</sup> : 5.1%

$$R_f = 5,75\% - 5,1\% = 0,65\%$$

Mais nous pouvons intégrer la variable de l'inflation en utilisant la formule suivante :

$$R_f = (1 + r_f \text{ usa}) \times \frac{(1 + \text{taux d'inflation Algérie})}{(1 + \text{taux d'inflation usa})} - 1 \quad R_f = (1 + 0,94\%) \times \frac{(1 + 2,2\%)}{(1 + 1,2\%)} - 1$$

$$R_f = 0.0194 = 1.94 \%$$

Vu la différence entre les deux taux nous avons établi une moyenne qui de 1.3%.

3.2.1.2.3.2. Calcul du bêta

Concernant le Beta, nous nous sommes basés sur une étude faite par le professeur Aswath Damodaran en calculant une moyenne du secteur de la distribution des produits pétroliers et de Gaz (aux USA). Son étude ressort le chiffre 0.83.

Donc pour intégrer la structure d'endettement nous allons le multiplier par le rapport entre les dettes sur les capitaux propres.

$$\beta = 0.83 \times (1 + [1 - 0\%] \times 40,2\%)$$

$\beta = 1.16$
----------------

Un bêta qui reste dans la norme comparant aux sociétés que nous avons déjà utilisées comme comparaison.

TABLEAU 55 : TABLEAU DE COMPARAISON DES BETA

	Esso	Total Maroc	Naftal	Médiane internationale
<b>Beta</b>	0,78	1,31	1.16	0,89

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de infrontanalytics.com

<sup>85</sup> Risk premium on lending (lending rate minus treasury bill rate, %) - Algeria | Data. (2020). The World Bank. <https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RISK?locations=DZ> consulté le 18 décembre 2020

### 3.2.1.2.3.3. La prime de risque

La prime de risque que nous allons utiliser sera celle du pays, NAFTAL étant une entreprise nationale et exerçant dans les secteurs des hydrocarbures, elle est plus que liée au risque de défaut de l'Algérie.

Toutefois nous n'avons pas les informations nécessaires pour le calcul de ce paramètre, par conséquent nous nous sommes basés sur une autre étude du professeur Aswath Damodaran sur le calcul des « *Equity risk premium* »<sup>86</sup>, le chiffre donné est **11,62%**.

Le coût des fonds propres peut se calculer comme suit :

$$K_{cp} = 1,3\% + 1.16 (11,62\%)$$

$$K_{cp}^{87} = 14,8\%$$

### 3.2.1.2.3.4. Coût de la dette

Le coût de la dette se calcule en additionnant au taux sans risque et le risque de défaut, par conséquent nous aurons le taux suivant :

$$C_d = 5,1\% + 1.3 \%$$

$$C_d = 6,4\%$$

TABLEAU 56 : CALCUL DE COUT MOYEN PONDERE DU CAPITAL

Coût des fonds propres	14.8%
Capitaux propres	1 182 564,09
Dette nette	-521 612,37
Coût de la dette	6,4%
<b>CMPC</b>	<b>21.5%</b>

Source : Fait par nous-mêmes

### 3.2.1.2.4. Calcul de la valeur terminale

Pour estimer la valeur terminale, nous avons besoin du taux de croissance, dans notre cas nous utiliserons le taux de croissance du résultat d'exploitation selon son ratio de réinvestissement, pour rappel, les formules se présentent comme suit :

$$g = ROI \times \text{ratio de réinvestissement}$$

$$\text{Ratio de réinvestissement} = \frac{\text{investissements net}}{\text{NOPAT (résultat d'exploitation après impôt)}}$$

Dont :

$$\text{Investissements net} = \Delta \text{besoin en fonds de roulement} + \text{capex} - \text{dotations aux amortissements}$$

Dans notre cas l'entreprise présente une rentabilité négative ce qui nous donne ceci :

TABLEAU 57 : CALCUL DU TAUX DE CROISSANCE A L'INFINI G

LIBELLE	2017	2018	2019
Ratio de réinvestissement (1)	-0,254	0,004	1 023
Rentabilité économique (2)	-23,8%	-14,1%	-8,2%
<b>Taux de croissance g (1) x (2)</b>	<b>6,1%</b>	<b>-0,05%</b>	<b>-8,4%</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

<sup>86</sup>Le lien de l'étude <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>87</sup> Le chiffre semble juste, car selon une étude du même professeur, le coût des fonds propres moyens sur un échantillon de 160 entreprises de distribution des produits pétroliers est de 9,86%

Ce ratio varie énormément au fil du temps en se dégradant, car l'entreprise investit plus sans avoir une rentabilité positive. Par conséquent nous allons prendre le taux moyen des 3 années qui sera de **-0,8%**.

Nous pouvons désormais estimer la valeur terminale à travers les différentes méthodes que nous avons évoquée dans le chapitre deux.

TABLEAU 58 : CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE PAR LES DIFFERENTES METHODES

<i>En K DZD</i>	Formules	Valeur
<b>Méthode McKinsey (key value driver method)</b>	$\frac{\text{NOPAT projeté} \times (1+g) \times (1 - \frac{g}{\text{ROI}})}{k-g}$	<b>109 449,91</b>
<b>Modèle de croissance agressif (Gordon)</b>	$\frac{\text{NOPAT projeté} \times (1+g)}{k-g}$	<b>121 226,69</b>
<b>Modèle de convergence</b>	$\frac{\text{NOPAT projeté} \times (1+g)}{k}$	<b>125 745,72</b>
<b>Formule simplifiée de Gordon Shapiro</b>	$\frac{\text{FTDn} (1+g)}{k-g}$	<b>-47 320,46</b>
<b>Autres méthodes :</b>	$\frac{\text{FTD projeté}}{k-g}$	<b>579 043,04</b>
	$\frac{\text{FTDn}}{k-g}$	<b>-47 702,08</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

À travers ces résultats nous pouvons choisir la valeur terminale que nous jugeons adéquate pour l'entreprise, un investisseur qui détient une mauvaise appréciation de l'entreprise peut lui attribuer une valeur négative, par contre un investisseur optimiste lui donnera une valeur imposante.

Pour être sûrs de cette valeur, nous pouvons procéder à la projection des variables clés avec une évolution du chiffre d'affaires à l'infini de **-0,8%** ;

TABLEAU 59 : CALCUL DE LA VALEUR TERMINALE PAR PROJECTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES A L'INFINI

LIBELLE	2020p	2021 p	2022p	2023 p	2024p	Terminale
Chiffre d'affaires	2 003 508,18	2 323 477,60	2 746 997,46	3 309 726,17	4 137 157,72	4 104 060,45
Évolution	13,7%	16,0%	18,2%	20,5%	25,0%	-0,8%
Excédent brut d'exploitation	71 890,05	88 480,57	110 649,34	140 594,23	193 938,08	192 386,57
Capex	91 692,83	58 509,21	40 286,20	62 568,33	77 198,10	76 580,51
Variation du BFR	-28 772,91	-4 701,92	-6 223,58	-8 269,24	-12 159,02	-1 072,81
<b>Flux de trésorerie disponible</b>	<b>38 914,80</b>	<b>69 400,25</b>	<b>117 643,68</b>	<b>135 762,70</b>	<b>128 899,00</b>	<b>115 319,70</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

$$\text{Valeur terminale} = \frac{115\,319.44}{19,37\% - (-0.8)\%} \quad \text{Valeur terminale} = \mathbf{518\,041.80\,k\,DZD}$$

Vu la diversité des valeurs nous pouvons prendre une valeur sûre qui est celle de la projection en utilisant le flux normatif sur la différence entre le coût du capital et le taux de croissance à l'infini **518 041.80K DZD**. Mais cela reviendrait à ignorer les valeurs négatives

que peut présenter la frime à l'infini, mais cela faussera aussi la perception à l'infini étant les différentes méthodes de calculs, certaines prennent le flux de l'année n(2019), le flux projeté de 2024 et d'autre le résultat d'exploitation.

Pour cela nous préférons rester dans la simplicité et nous contenter du dernier calcul que nous avons fait.

### 3.2.1.2.5. Calcul de la valeur de l'entreprise

Nous avons désormais toutes les informations nécessaires au calcul de la valeur, les calculs peuvent se résumer dans le tableau suivant :

TABLEAU 60 : CALCUL DE LA VALEUR DE NAFTAL PAR LA METHODE DCF

LIBELLE	2019	2020p	2021 p	2022p	2023 p	2024p
Flux de trésorerie disponible	-10 618,81	38 914,80	69 400,25	117 643,68	135 762,70	128 899,00
Coefficient d'actualisation	-	0,8233	0,6778	0,5581	0,4595	0,3783
<b>Flux de trésorerie disponible actualisés</b>	-	<b>32 039,01</b>	<b>47 042,41</b>	<b>65 654,02</b>	<b>62 378,86</b>	<b>48 760,79</b>
Valeur actualisée des FTD	255 875,09					
Valeur terminale	518 041,80					
<b>Valeur de l'entreprise</b>	<b>773 916,89</b>					
Dette nette	-521 612,37					
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>1 295 529,26</b>					

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

La valeur financière de NAFTAL par la méthode DCF est donc de **773 916,89k DZD**.

Et la valeur de ses capitaux propres est estimée à **1 295 529,26k DZD**

### 3.2.1.3. Valorisation par les multiples

Pour les multiples nous utiliserons les données prévisionnelles de 2020 pour les mesurer au secteur et aux entreprises comparables.

TABLEAU 61 : CALCUL DES DIFFERENTS MULTIPLES DE L'ENTREPRISE NAFTAL

LIBELLE	2020 p
Valeur de l'entreprise	773 916,89
Résultat d'exploitation	-96 205,94
<b>EV/EBIT</b>	<b>-8,04x</b>
Valeur de l'entreprise	773 916,89
Excédent brut d'exploitation	101 834,73
<b>EV/EBITDA</b>	<b>7,60x</b>
Valeur des capitaux propres	1 295 529,26
Chiffre d'affaires	2 003 508,18
<b>P/S</b>	<b>0,65x</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Nous voyons que l'entreprise NAFTAL présente un multiple du résultat d'exploitation négatif, mais celui du de l'EBE est positif (7.60x) indiquant l'impact de l'amortissement et des autres charges sur son résultat, par contre celui du chiffre d'affaires indique que la valeur de l'entreprise représente seulement 0.65x du chiffre d'affaires.

Ces paramètres n'ont d'importances que s'ils sont comparés à des sociétés quasi similaires, dans notre cas nous avons trouvé des informations que sur le multiple de l'EBE le multiple des capitaux propres sur chiffres d'affaires :

Les données sont issues du site zonebourse.com en prenant les entreprises de l'industrie de l'Énergie secteur pétrole et gaz.

TABLEAU 62 : COMPARAISON DU MULTIPLE DE L'EBE DU SECTEUR

<b>LIBELLE</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
<b>Naftal district Tizi-Ouzou</b>	<b>7,60x</b>	<b>6,28x</b>
Petrobras distribuidora	10,90x	8,56x
Total MA	20,00x	10,55x
Total Nigeria PLC	4,69x	5,01x
11 PLC Nigeria	6,53x	5,93x
Rubis (France)	8,64x	7,58x
Moyenne (USA entreprises de distributions) <sup>88</sup>	14,48x	-
<b>Moyenne</b>	<b>10,87x</b>	<b>7,53x</b>
<b>Médiane</b>	<b>9,77x</b>	<b>7,58x</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de zonebourse.com

Nous voyons que l'entreprise NAFTAL est en dessous de la moyenne, ce qui est assez normal puisqu'il s'agit d'un district et non de la maison mère, contrairement aux sociétés auxquelles nous la comparons. Par conséquent nous pouvons dire que l'entreprise est en dessous de la moyenne et que si elle était cotée il serait le bon moment d'acheter l'action pour un futur profit.

Mais en termes d'analyse de performance, l'entreprise vaut moins que la moyenne à cause d'un actif économique faible probablement.

Nous pouvons aussi interpréter le ratio autrement, en disant qu'il faudrait 7.6 ans d'EBE pour rentabiliser les investissements dans l'actif économique pour l'entreprise NAFTAL contre 10.87 années en moyennes pour ses concurrents. Ou bien en disant aussi que pour réaliser un EBE de 101 834,73 k DZD il faudrait à NAFTAL avoir un actif économique supérieur de 7.6x.

TABLEAU 63: COMPARAISON DU MULTIPLE DU CHIFFRE D'AFFAIRES DU SECTEUR

<b>LIBELLE</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
<b>Naftal district Tizi-Ouzou</b>	<b>0.65x</b>	<b>0.56x</b>
PETROBRAS DISTRIBUIDORA S.A.	0,38x	0,32x
Total MA	1,25x	1,22x
Total Nigeria PLC	0,19x	0,18x
11 PLC Nigeria	0,40x	0,37x
Rubis	1,04x	0,91x
Moyenne (USA entreprises de distributions) <sup>89</sup>	2,38x	-
<b>Moyenne</b>	<b>0,94x</b>	<b>0,60x</b>
<b>Médiane</b>	<b>0,72x</b>	<b>0,37x</b>

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de zonebourse.com

<sup>88</sup> Damodaran, A. (2020, janvier). Value to Operating Income. pages.stern.nyu.edu. [http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/vebitda.html](http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html) consulté le 19 décembre 2020.

<sup>89</sup> idem

L'entreprise est en dessous de la moyenne, mais se rapproche de cette dernière en 2021, jusqu'à même dépasser la médiane dans la même année. L'interprétation peut différer d'un investisseur à un autre, mais on peut dire que pour chaque dinar de chiffre d'affaires généré, l'entreprise a besoin de 0.65 DZD d'actif économique.

Il peut aussi être vu que pour génère une valeur de **773 916,89 k DZD** il faudrait moins d'une année de chiffre d'affaires, 0.65 en 2020 et 0.56 en 2021.

Nous pouvons donc dire que la valeur du district de commercialisation de NAFTAL est soit sous-évaluée, soit ses performances présentent des problèmes par rapport à ses concurrents internationaux.

Cette section a eu pour objectif d'évaluer l'entreprise NAFTAL par les trois méthodes (patrimoniales, DCF et multiples) pour apprécier son poids sur le marché, mais aussi d'utiliser cette valeur comme objectif principal de l'entreprise, il sera donc pertinent de savoir qu'elles sont les variables qui influencent le plus cette valeur afin de prendre des décisions optimales.

### 3.2.2. Test de sensibilité et recommandations optimales pour l'entreprise NAFTAL

Dans cette rubrique, nous allons étudier et calculer dans un premier temps la sensibilité de la valeur de la firme puis dans un deuxième temps donner quelques recommandations à l'entreprise en nous basant sur l'analyse financière déjà établie et le test de sensibilité.

#### 3.2.2.1. Test de sensibilité de la valeur de la firme

Nous allons tester la sensibilité de la valeur de la firme aux principaux vecteurs de valeur et les paramètres nécessaires pour le calcul de cette valeur.

##### 3.2.2.1.1. Sensibilité par rapport au coût du capital et taux de croissance

Les paramètres avec lesquels nous allons commencer sont le coût moyen pondéré du capital ou CMPC et le taux de croissance à l'infini «g ».

La sensibilité de la valeur de l'actif économique se présente donc comme suit :

TABLEAU 64: SENSIBILITE DE LA VALEUR INTRINSEQUE PAR RAPPORT AUX CMPC ET TAUX DE CROISSANCE

		Taux de croissance				
		-2,8%	-1,8%	-0,8%	0,2%	1,2%
CMPC	19,5%	771 948,29	803 914,62	839 036,45	877 805,27	<b>920 820,25</b>
	20,5%	743 234,98	772 795,65	805 137,09	840 671,07	879 894,84
	<b>21,5%</b>	716 575,01	744 013,36	<b>773 916,89</b>	806 633,45	842 579,58
	22,5%	691 743,83	717 299,45	745 052,40	775 298,79	808 390,48
	23,5%	<b>668 549,83</b>	692 426,78	718 272,10	746 339,64	776 928,90

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Ce tableau montre la variation de la valeur de l'entreprise à chaque incrémentation de 1% du cmpc et du taux de croissance g, nous pouvons voir que l'entreprise peut atteindre une valeur de **920 820.25 k DZD** si le cmpc diminue de 2% suivie du même pourcentage à la hausse pour le taux de croissance.

Par conséquent, si l'entreprise change sa structure du capital ( mais pas que) pour diminuer son coût du capital de 2% et songe à changer sa politique d'investissement pour un taux de croissance positif la valeur de la firme pourrait croître de 19%.

Nous pouvons résumer la variation de la valeur ajoutée selon le tableau précédent par le tableau ci-dessous :

TABLEAU 65: VARIATION DE LA SENSIBILITE DE LA VALEUR INTRINSEQUE

	-2,8%	-1,8%	-0,8%	0,2%	1,2%
19,5%	-0,3%	3,9%	8,4%	13,4%	<b>19,0%</b>
20,5%	-4,0%	-0,1%	4,0%	8,6%	13,7%
21,5%	-7,4%	-3,9%	<b>0,0%</b>	4,2%	8,9%
22,5%	-10,6%	-7,3%	-3,7%	0,2%	4,5%
23,5%	<b>-13,6%</b>	-10,5%	-7,2%	-3,6%	0,4%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Ainsi, si nous limitons la croissance à long terme dans un intervalle de [-2.8% ; 1.2%] et le cmpc dans un intervalle [19.5% ; 23.5%], nous pouvons constater une variation de la valeur allant de -13.6% dans le cas le plus pessimiste possible et 19% de croissance dans un cas optimiste.

Cette même sensibilité de la valeur peut aussi être appréciée en analysant le multiple de l'EBE comme suit :

TABLEAU 66: SENSIBILITE DU MULTIPLE DE L'EBE PAR RAPPORT AUX CMPC ET TAUX DE CROISSANCE

	-2,8%	-1,8%	-0,8%	0,2%	1,2%
19,5%	7,58x	7,89x	8,24x	8,62x	<b>9,04x</b>
20,5%	7,30x	7,59x	7,91x	8,26x	8,64x
21,5%	7,04x	7,31x	<b>7,60x</b>	7,92x	8,27x
22,5%	6,79x	7,04x	7,32x	7,61x	7,94x
23,5%	<b>6,57x</b>	6,80x	7,05x	7,33x	7,63x

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Le multiple varie exactement du même pourcentage que la valeur intrinsèque puisqu'il représente aussi cette même valeur, par conséquent il peut aller de 6.57x dans un cas pessimiste et jusqu'à 9.04x dans le cas le plus optimiste.

### 3.2.2.1.2. Sensibilité par rapport au chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires est un paramètre indispensable dans la création de valeur, car sans ventes l'entreprise n'a pas lieu d'exister, par conséquent, savoir de combien la valeur de l'entreprise peut changer pour chaque variation du chiffre d'affaires est indispensable.

Dans notre cas nous allons analyser la sensibilité de la valeur de la firme pour chaque variation de 5%. Le tableau ci-dessous résume notre analyse ;

TABLEAU 67: SENSIBILITE DE LA VALEUR PAR RAPPORT A L'EVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES

	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
	578 823,26	638 711,54	703 642,86	<b>773 916,89</b>	849 844,10	931 745,94	1 019 955,02
Chiffre d'affaires	-15,0%	-10,0%	-5,0%	<b>0%</b>	5,0%	10,0%	15,0%
Valeur	-25,2%	-17,5%	-9,1%	<b>0%</b>	9,8%	20,4%	31,8%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

La première ligne montre la variation de l'évolution du chiffre d'affaires partant du milieu (la supposition initiale de 25%) pour ensuite varier positivement vers la droite et négativement vers la gauche.

Le tableau nous montre ainsi que pour une augmentation de 5% de l'évolution du chiffre d'affaires partant de la supposition initiale, la valeur de la firme varie de 9.8%. nous pouvons voir donc, pour que NAFTAL atteigne 1 000 000 000 DZD il faudrait que le chiffre d'affaires évolue de 40%.

### 3.2.2.1.3. Sensibilité par rapport aux charges variables et fixes

Les charges variables comme leurs noms l'indiquent, ne sont pas stable et dépendent de l'évolution de l'activité, par conséquent il impératif pur l'entreprise de les surveiller, car elles prennent une place très importante dans la création des résultats, de ce fait il est très pertinent de connaître leurs influences sur la valeur de la firme.

TABLEAU 68: SENSIBILITE DE LA VALEUR PAR RAPPORT A L'EVOLUTION DES CHARGES VARIABLES

	47,4%	49,9%	52,5%	55,3%	58,1%	61,0%	64,0%
	1 100 933,14	997 468,75	888 558,87	<b>773 916,89</b>	659 274,91	538 900,83	412 508,04
<b>Charges variables</b>	-14,3%	-9,8%	-5,0%	<b>0%</b>	5,0%	10,3%	15,8%
<b>Valeur</b>	42,3%	28,9%	14,8%	<b>0%</b>	-14,8%	-30,4%	-46,7%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Une diminution de 5% des charges variables font varier la valeur de la firme de plus de 14%.il est donc très intéressant d'étudier en profondeur ces charges variables pour comprendre mieux leurs forces.

Les charges fixes quant à elles sont constantes, mais variables en plage d'activités, elles sont celles qui subissent le plus de retouches (le licenciement des salariés ou la revente d'immobilisations dans les situations critiques comme la pandémie actuelle.).

TABLEAU 69: SENSIBILITE DE LA VALEUR PAR RAPPORT A L'EVOLUTION DE LA PROPORTION DES CHARGES FIXES SUR CHIFFRE D'AFFAIRES

	34,3%	36,1%	38,0%	40,0%	42,0%	44,1%	46,3%
	950 708,79	894 773,75	835 894,77	<b>773 916,89</b>	711 939,01	646 862,24	578 531,62
<b>Charges fixes</b>	-14,3%	-9,8%	-5,0%	<b>0%</b>	5,0%	10,3%	15,8%
<b>Valeur</b>	22,8%	15,6%	8,0%	<b>0%</b>	-8,0%	-16,4%	-25,2%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

La valeur de la firme est moins sensible aux charges fixes comparées aux charges variables, comme nous pouvons le voir, une diminution de 5% augmentera la valeur de la firme de 8%.

Ces trois des derniers paramètres testés sont ceux utilisés pour le calcul de l'excédent brut d'exploitation, par contre ceux que nous allons voir maintenant sont les différents délais nécessaires au calcul du besoin en fonds de roulement.

### 3.2.2.1.4. Sensibilité par rapport aux délais clients

Ce paramètre témoigne de la force de vente de l'entreprise et sa capacité à négocier des délais clients plus courts pour transformer plus rapidement ses créances en chiffre d'affaires,

par conséquent il est primordial pour une entreprise de connaître la création de valeur de cette variable.

Son influence sur la valeur de la firme peut se résumer comme suit :

TABLEAU 70: SENSIBILITE DE LA VALEUR DE LA FIRME PAR RAPPORT AUX DELAIS CLIENTS

	8	13	18	23	28	33	38
	899 146,50	857 403,29	815 660,09	<b>773 916,89</b>	732 173,68	690 430,48	648 687,28
<b>Délais clients</b>	-15	-10	-5	<b>0</b>	5	10	15
<b>Valeur</b>	16,2%	10,8%	5,4%	<b>0%</b>	-5,4%	-10,8%	-16,2%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Une incrémentation de 5 jours des délais clients pourrait diminuer la valeur de la firme 5.4%.

#### 3.2.2.1.5. Sensibilité par rapport aux délais fournisseurs

Les délais fournisseurs témoignent de la force de négociation de l'entreprise pour ne pas réserver une partie de l'agent et payer les fournisseurs avant d'avoir été payé par les clients.

TABLEAU 71 : SENSIBILITE DE LA VALEUR DE LA FIRME PAR RAPPORT AUX DELAIS FOURNISSEURS

	7	12	17	22	27	32	37
	707 804,93	729 842,25	751 879,57	<b>773 916,89</b>	795 954,20	817 991,52	840 028,84
<b>Délais fournisseurs</b>	-15	-10	-5	<b>0</b>	5	10	15
<b>Valeur</b>	-8,5%	-5,7%	-2,8%	<b>0%</b>	2,8%	5,7%	8,5%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Contrairement aux délais clients, une augmentation de 5 jours des délais fournisseurs n'influencerait la valeur ingresque que de 2.8% comparé aux 5.4% des délais clients. Il serait plus pertinent pour l'entreprise alors de négocier les délais clients que ceux des fournisseurs. Mais une négociation des deux est bien évidemment plus intéressante que de se concentrer sur un seul paramètre.

#### 3.2.2.1.6. Sensibilité par rapport aux délais stocks

Les stocks présentent des coûts importants pour les entreprises, et plus particulièrement les entreprises de distribution comme NAFTAL où elle stocke du carburant et d'autres composants dans des cuves pour répondre à la demande des clients.

Le tableau de sensibilité se présente comme suit :

TABLEAU 72 : SENSIBILITE DE LA VALEUR DE LA FIRME PAR RAPPORT AUX DELAIS DES STOCKS

	46	51	56	61	66	71	76
	879 151,85	844 073,53	808 995,21	<b>773 916,89</b>	738 838,56	703 760,24	668 681,92
<b>Délais stocks</b>	-15	-10	-5	<b>0</b>	5	10	15
<b>Valeur</b>	13,6%	9,1%	4,5%	<b>0%</b>	-4,5%	-9,1%	-13,6%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

La valeur répond avec une variation de 4.5% à une diminution de 5jours des stocks, en notant tout de même que le milieu est la moyenne de stocks des trois années historiques, par conséquent la variation se fait à partir de ce point.

Nous pouvons donc voir que les délais clients sont ceux qui influencent le plus la valeur suivie par les stocks et enfin les fournisseurs.

Un graphique serait mieux pour visualiser les trois derniers paramètres étudiés.

FIGURE 24: VARIATION DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE SELON LES DIFFERENTS DELAIS RELATIFS AU BESOIN AU FOND DE ROULEMENT



Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Après avoir vu les différents vecteurs de valeurs, il est désormais plus pertinent de synthétiser ces données pour nous permettre de prendre de meilleures décisions, de ce fait nous allons prendre les 8 paramètres étudiés dans un seul et unique tableau, classifié dans un ordre décroissant, du paramètre le plus influant au moins influant sur la valeur de la firme

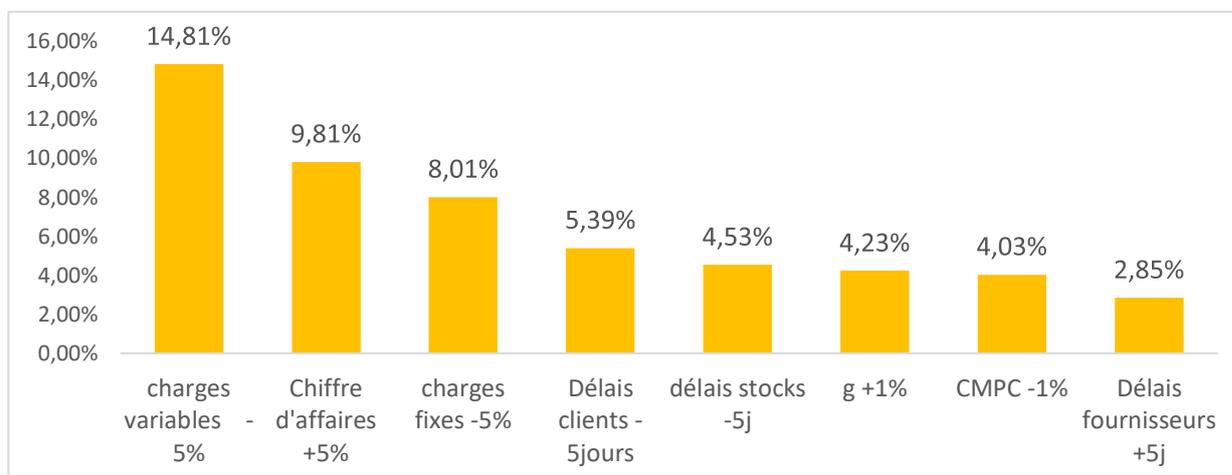
TABLEAU 73: RECAPITULATIF DE LA SENSIBILITE DES DIFFERENTS VECTEURS DE VALEUR

Charges variables -5%	14,81%
Chiffre d'affaires +5%	9,81%
Charges fixes -5%	8,01%
Délais clients -5 jours	5,39%
Délais stocks -5 jours	4,53%
g +1%	4,23%
CMPC -1%	4,03%
Délais fournisseurs +5 jours	2,85%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Nous voyons que le paramètre le plus influent sont les charges variables avec une variation de la valeur de plus de 14%, presque 15%, suivie du chiffre d'affaires avec 9.81% et les charges fixes 8.01%. nous pouvons visualiser nos résultats comme suit :

FIGURE 25: SENSIBILITE DE LA VALEUR A UNE AMELIORATION DES PARAMETRES CLES



Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

À partir de cette analyse de sensibilité nous pouvons désormais conseiller l'entreprise de se concentrer sur la réduction de ces charges variables, l'amélioration du chiffre d'affaires et le suivie des charges fixes.

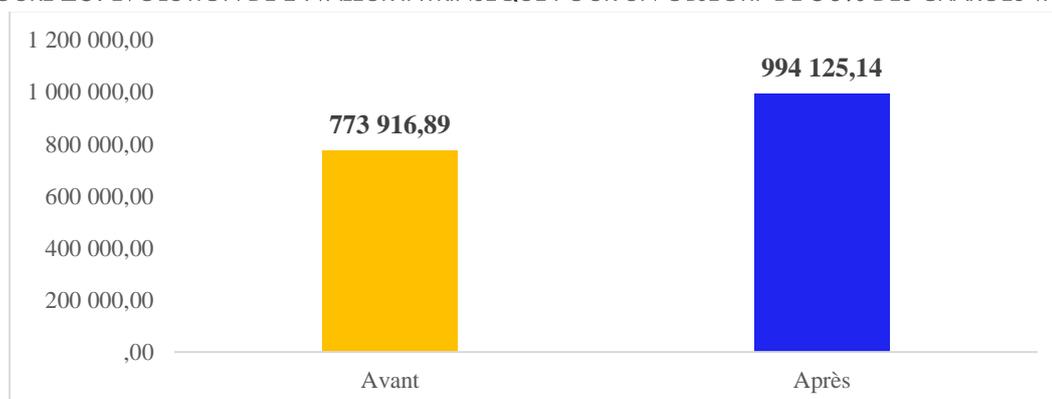
### 3.2.2.2. Recommandations pour l'entreprise NAFTAL

Après avoir analysé la situation de l'entreprise, et après avoir connu les principaux vecteurs de valeur qui sont les plus aptes à changer la situation de l'entreprise, nous pouvons désormais lui recommander de se concentrer sur les points suivants :

#### 3.2.2.2.1. Suivi des charges variables

Comme nous l'avons vu, les charges variables jouent un grand rôle, l'entreprise devra établir une analyse plus approfondie sur ces charges afin de les réduire. Si elle se fixe un objectif de 50% des ventes atteindre en 2024 elle pourra améliorer la valeur de l'entreprise de 28.5%. Plus de 220 millions de dinars de flux de trésorerie potentiels.

FIGURE 26: EVOLUTION DE LA VALEUR INTRINSEQUE POUR UN OBJECTIF DE 50% DES CHARGES VARIABLES



Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

### 3.2.2.2.2. Amélioration du chiffre d'affaires

La tendance historique des produits est supérieure aux charges, elle doit donc continuer dans cette direction, car il n'y a que 38.8% de chance que le chiffre d'affaires soit supérieur au seuil de rentabilité. Elle est dans l'obligation d'augmenter son chiffre d'affaires de diverses manières.

- **Augmentation des prix** : Elle peut augmenter le prix puisque le carburant algérien est parmi les moins chers au monde, d'une part, parce qu'il est subventionné et d'autre part, le prix est régi par voie parlementaire. La moyenne du prix du carburant à l'international est de 138.58DZD et une médiane de 129.98DZD alors que les prix locaux sont en moyenne de 45.97DZD selon *globalpetrolprices.com*. Il est évident que tous les autres pays n'ont pas la même structure économique de l'Algérie, ils ne sont pas tous exportateurs et ils ne subventionnent pas tous leurs produits nationaux, mais l'Algérie (NAFTAL en outre) doit augmenter ses prix du carburant et répondre aussi à une consommation grandissante de ce dernier, les ventes peuvent donc augmenter par un effet de prix et volume.
- **S'investir dans ses autres produits méconnus du grand public** : elle devra mettre l'accent sur ces autres produits, tels que les pneumatiques, qui sont majoritairement contrôlés par les marques internationales (*Bridgestone, Michelin, Continental, Perilli, Goodyear...etc.*), elle doit mettre en avant ce produit en établissant une bonne stratégie marketing pour élargir sa part de marché.
- **Chercher d'autres sources de revenus** : elle peut aussi trouver d'autres sources de revenus autres que les carburants ou autres produits, en suivant le modèle américain en établissant des supermarchés de proximité, des réparateurs et surtout des électriciens automobiles et des tôliers qui augmenteraient le trafic dans les stations.
- **Améliorer l'expérience du consommateur** : en parlant de trafic, selon une étude BCG, les habitudes des consommateurs dans les stations de services ont totalement changé, selon eux le prix est certes indispensable, mais l'expérience vécue dans la station est indéniablement plus importante. En effet, le secteur de distribution des produits pétroliers est très en retard comparé au secteur de distribution de produits de consommation, qui eux sont plus flexibles et suivent de très près les tendances technologiques, telles que le big data, le ciblage de publicité, les ventes par mobiles, les promotions...etc. Le secteur pétrolier selon le cabinet de conseil peut aussi profiter de ces technologies pour diversifier et s'adapter avant l'arrivée des voitures électriques qui chambouleront entièrement le paysage du secteur.
- **Adaptation** : Dans l'optique de digitalisation, le cabinet BCG a travaillé avec une entreprise mondiale d'énergie intégrée pour améliorer son avantage concurrentiel dans le commerce de détail en concevant et en lançant deux initiatives numériques<sup>90</sup> : *Stratégie omnicanale*. Cette initiative a amélioré l'expérience client en remaniant le parcours client pour y inclure des points de contact physiques et numériques et en lançant une nouvelle application mobile avec des offres personnalisées et des capacités de paiement mobile.

---

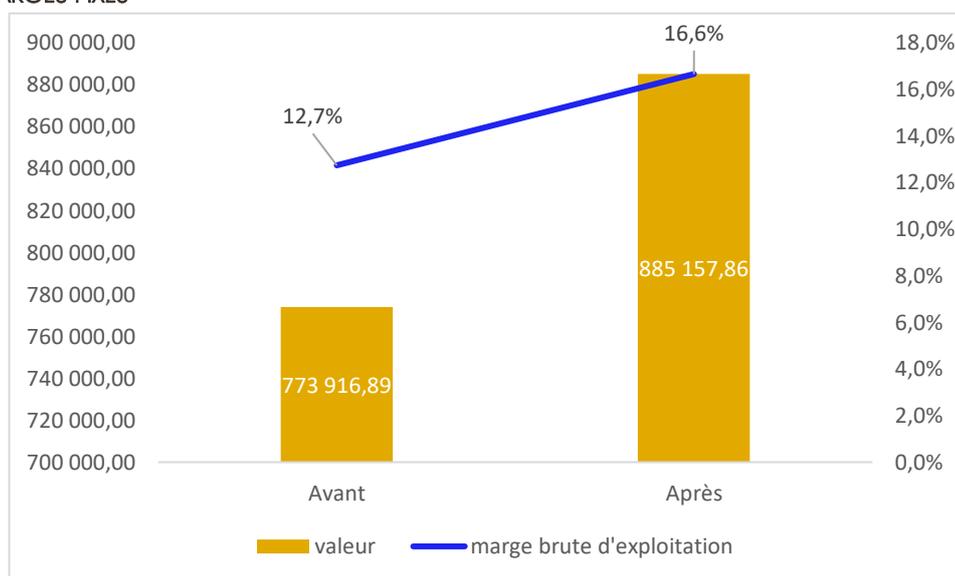
<sup>90</sup> Boston Consulting Group. (s. d.). Fuel commercialization. BCG. Consulté le 29 décembre 2020, à l'adresse <https://www.bcg.com/fr-fr/industries/energy/oil-gas/strategies-in-fuel-commercialization>

*Système d'offre personnalisé.* Cette initiative a mis à profit les analyses avancées et les données sur les clients pour concevoir et industrialiser un système qui offre des incitatifs aux clients en fonction des données historiques. NAFTAL pourrait donc travailler sérieusement sur la digitalisation de ces activités, car selon le même cabinet toujours, une application mobile pourrait contribuer à l'amélioration du résultat d'exploitation de 1% à 2%.

### 3.2.2.2.3. Maîtrise des charges fixes

Nous avons vu qu'en 2019 les charges fixes ont pris une proportion considérable et plus importante que les charges variables, c'est-à-dire que l'entreprise sera très sensible par une variation d'activité, cette situation est très alarmante et l'entreprise devra y remédier le plus vite possible. Ces charges fixes, sont en grande partie des charges de personnels, les entreprises nationales sont connues pour des rémunérations sont supérieur à la moyenne nationale pour témoigner de leur grandeur et de leur ampleur, mais ces entreprises sont bien évidemment rempli d'ego et la plupart de leurs charges ixes détruisent petit à petit ses entreprises a grand potentiel. En effet ces entreprises sont connues pour attribuer de très grosses primes lors des fêtes religieuses (grande et petite), le 1<sup>er</sup> mai... etc. ces rémunérations ne relèvent d'aucune création de richesse, ni pour l'entreprise, ni pour l'économie algérienne. NAFTAL devra garder ses charges fixes à 40% du chiffre d'affaires comme objectif principal, car cela nous donnera les résultats suivants :

FIGURE 27: EVOLUTION DE LA VALEUR ET DE LA MARGE BRUTE D'EXPLOITATION GRACE A LA MAITRISE DES CHARGES FIXES



Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

### 3.2.2.2.4. Investir dans des projets rentables

Si l'entreprise réussit à avoir un résultat positif (38% de chance comme nous l'avons dit), elle devra impérativement les investir et ne pas les remettre dans les caisses, cela aura un impact négatif sur sa rentabilité financière. Elle doit donc investir dans de nouvelles technologies, plus efficaces pour lui permettre d'acquérir un avantage concurrentiel contre de nouveaux entrants dans un avenir proche et une nouvelle demande d'énergie plus responsable qui sont les voitures électriques. En effet, NAFTAL doit penser à intégrer des chargeurs d'automobiles électriques, qui envahiront nos routes dans un avenir très proche.

Ces investissements combinés par une amélioration du résultat donneront une croissance positive à l'infini pour l'entreprise, ce qui lui permettrait d'augmenter sa valeur à long terme. Comme nous l'avons vu, une augmentation de 1% du taux de croissance augmenterait la valeur de 4.23%, soit près de 33 millions de dinars de flux de trésorerie futurs potentiels en plus.

#### 3.2.2.2.5. Influencer le coût du capital

Concernant le coût du capital, celui-ci impacte l'entreprise de 4%, il peut donc contribuer énormément à l'amélioration de la valeur, mais ce paramètre dépend de beaucoup trop de variables pour être totalement maîtrisé, par conséquent la seule chose que l'entreprise peut faire, c'est de toucher à ses capitaux propres, et sa dette nette. Et si NAFTAL envisage d'avoir un coût du capital de 20%, elle devra impérativement faire bouger sa trésorerie qui dort dans la caisse, cela confirme que l'entreprise devra investir pour des profits futurs. De ce fait un investissement de 69.8 millions de dinars (prélevé de la trésorerie disponible 2019) fera baisser sa dette nette à -451 millions de dinars pour arriver à un CMPC de 20%.

Elle peut aussi augmenter le montant de ses capitaux propres pour avoir un CMPC de 20%, pour cela il faudrait un capital émis de 1 339 693.23 DZD. La valeur s'améliorerait de 6%.

#### 3.2.2.2.6. Surveiller de plus près son BFR

Concernant son besoin en fonds de roulement, elle devra donc négocier des délais clients plus courts, étant la variable qui influence le plus la valeur, mais les délais fournisseurs doivent aussi être négociés, car comme nous l'avons déjà dit dans la page 40, 64% des importations africaines sont payés à l'avance, ainsi, selon *Euler Hermes* un délai de 30 jours pourrait libérer 40 Milliards de dollars de BFR. Les délais stocks de naftal sont trop log comparé aux deux entreprises à laquelle nous l'avons comparée (*ESSO-SAF et TOTAL MA*) qui représentent une moyenne de 47 jours.

Pour conclure, nous allons supposer que NAFTAL réussisse appliquer nos recommandations et à les réaliser à hauteur de 50% par rapport à nos projections pour ne pas être trop optimiste.

TABLEAU 74: COMPARAISON ENTRE LES OBJECTIFS ET LES REALISATIONS A 50%

	Objectifs (recommandés)	Réalisation à 50% (supposées)
Charges variables	50% (2024)	52,7% (2024)
Charges fixes	40,0%	42,8%
Chiffre d'affaires	30,0% (2024)	27,5% (2024)
Taux de croissance g	1,0%	0,1%
CMPC	20,0%	20,7%
Clients	18	20,5
Fournisseurs	30	26
Stocks	47	54

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Les résultats de ses suppositions sont les suivants :

TABLEAU 75: LA VALEUR DE L'ENTREPRISE AVANT ET APRES APPLICATION DES RECOMMANDATIONS

	Avant recommandations	Objectif	Réalisation à 50%
valeur	773 916,89	1 560 281,39	964 198,74
évolution		101,6%	24,6%

Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

Selon nos projections, l'entreprise pourrait atteindre une valeur de **773 916,89 k DZD** si elle suit la même tendance historique, par contre, si elle suit nos recommandations et les réalise à 100%, elle pourrait potentiellement doubler sa valeur (x2) avec une évolution de **101.6% (1 560 281,39 k DZD)**, néanmoins ce résultat est évidemment trop optimiste, mais absolument pas impossible, c'est pour cela que nous avons supposé une réalisation de ses objectifs à 50%, et cela se résulterait par une augmentation de la valeur de plus **24.6%** à hauteur de **964 198,74 k DZD**. Le graphique ci-dessous résume notre analyse ;

FIGURE 28: REPRESENTATION GRAPHIQUE DE LA VALEUR DE LA FIRME AVANT ET APRES APPLICATION DES RECOMMANDATIONS



Source : Fait par nous-mêmes à partir des données de l'entreprise

### Conclusion :

À travers notre analyse, l'entreprise pourra prendre des décisions très impactantes, elle dispose désormais des principaux vecteurs de valeur qui améliorent considérablement sa valeur et donc implicitement sa rentabilité et ses performances. Elle pourra prendre de meilleures décisions puisqu'elle dispose d'encre plus d'informations que nous n'avons utilisées, par conséquent la valeur pourra être augmentée davantage et l'analyse pourra être faite avec une meilleure précision et d'une façon plus poussée.

Notre analyse a eu pour but de voir si les décisions financières impactaient la valeur de l'entreprise, mais surtout de combien elle pouvait les modifier, par conséquent nous avons désormais la réponse à notre question principale.

## Conclusion générale

Nous sommes désormais dans un environnement qui change subitement et brutalement, sans prévenir, aucun indice et les entreprises doivent s'y adapter. Dans cet environnement, les décideurs ne doivent pas être submergés par les différentes informations et données qui peuvent facilement influencer leurs prises de décision. Pour une entreprise, dans le cas actuel, elle ne sait pas où s'orienter dans un contexte sanitaire instable, elle ne peut pas savoir si elle est obligée d'investir massivement pour s'adapter ou bien non, car il se peut que cette situation soit momentanée. Notre sujet intervient dans ce contexte pour permettre aux décideurs de se concentrer sur les points essentiels ayant un plus grand impact sur sa valeur et implicitement sur ses performances et son image. C'est la raison pour laquelle nous avons choisi une entreprise de distribution de produits pétroliers, la baisse de la consommation des carburants aura un impact irréversible sur la situation de la firme, mais pas que ! Les changements que subit le secteur et l'introduction de la concurrence privés toucheront très sévèrement la firme, ajoutant à cela le mauvais management de la maison mère qui renvoie une mauvaise image de l'entreprise et de ses districts partout dans le pays.

Les conclusions de notre analyse devraient faire objet de support de décision pour NAFTAL Tizi Ouzou. Les outils d'analyse financière peuvent être utiles pour évaluer les performances d'une entreprise et les tendances de ces performances. En fait, l'analyste convertit les données en mesures financières qui l'aident à prendre des décisions, et cherche à répondre à des questions telles que comment l'entreprise a-t-elle réussi, par rapport à ses propres performances passées et par rapport à ses concurrents. Comment l'entreprise est-elle susceptible de se comporter à l'avenir ? Sur la base des attentes sur les performances futures, quelle est la valeur de cette société ou des titres qu'elle émet ? Et à partir de cette dernière question, nous pouvons clairement voir la relation existante avec la valorisation des entreprises.

Dans notre sujet, nous avons exploité la relation de deux composantes de la finance d'entreprise pour améliorer la prise de décision d'une façon simple et efficace. Donc, dans un premier temps la compréhension de la situation financière de l'entreprise nous permettra d'en tirer des conclusions et recommandations pour améliorer sa situation. À travers notre démarche d'analyse, nous avons commencé par l'étude de la structure des marges, comment l'entreprise crée des marges à partir de son activité, et réussit-elle à les maintenir jusqu'à la dernière ligne du résultat ? Pour cela nous avons étudié l'évolution du chiffre d'affaires ainsi que les différents soldes de gestion que propose l'entreprise pour en ressortir différents ratios et marges qui nous ont permis de comprendre la réalisation des résultats, mais surtout dans notre cas, la non-réalisation d'un résultat. Pour cela nous nous sommes intéressés à la structure des coûts de la firme pour essayer de comprendre le risque d'exploitation qu'a subi la société.

Nous avons donc fait recours à l'effet ciseau pour connaître l'évolution des charges et des produits ce qui nous a amenés à comprendre que l'entreprise disposait plus de charges que de produits, mais avec une évolution plus rapide de ces derniers qui permettrait à l'entreprise de renverser la situation si elle suit la tendance des trois dernières années. Le levier opérationnel important a été confirmé par l'étude du point mort qui a révélé que l'entreprise était en dessous du seuil de rentabilité, un chiffre d'affaires insuffisant pour couvrir ses charges anormalement réparties (+80% de la valeur ajoutée va aux charges de personnel), nous avons vu d'ailleurs que les charges fixes ont cru de plus de 21% en 2019 rendant l'entreprise encore plus sensible à l'activité. Puis nous sommes passés à l'analyse des investissements et nous avons remarqué que l'entreprise avait un outil industriel vétuste avec

une politique d'investissements faible voir de sous-investissement. L'analyse du besoin en fonds de roulement s'est révélée bonne, mais avec une anomalie en 2018 à cause d'un dédoublement du montant de créances passant de 73 à 147 millions de dinars causant un besoin en fonds de roulement positif.

Les investissements de l'entreprise sont financés en partie par autofinancement et une toute petite partie de dettes, mais cet autofinancement n'est pas suffisant ce qui oblige l'entreprise à piocher dans sa trésorerie pendant les deux premières années sauf en 2019 où elle dégage un excédent de plus de 2 millions de dinars. Par les ratios nous avons constaté que l'entreprise était en bonne santé (autonomie, liquidité... etc.) avec une dette nette négative grâce aux sommes colossales en trésorerie. Puis les investissements doivent bien évidemment être rentables, mais ce n'est pas le cas dans notre analyse.

En effet, NAFTAL dispose d'une rentabilité économique négative pour les 3 années à cause d'une marge d'exploitation trop faible qui confirme l'effet ciseau et point mort. Cette marge négative est amplifiée par une rotation de l'actif économique forte. Concernant la rentabilité financière, elle est aussi négative à cause d'une marge nette trop faible, mais améliorée grâce à un effet de levier de plus de 17% en 2017, 6,7% en 2018 et 3,8% en 2019 malgré que la rentabilité économique soit inférieure au coût d'endettement. Cette situation s'explique par un levier (dettes nettes / capitaux propres) négatif indiquant une dette nette négative, cette situation est très délicate, car quand elle commencera à être rentable en gardant structure négative le levier sera mathématiquement négatif provoquant un effet de massue à cause de l'argent dormant dans la caisse.

Dans un deuxième temps, nous avons effectué une valorisation de la firme par la méthode patrimoniale (le manque d'information nous oblige à supposer que sa valeur est égale à ses capitaux propres.), la méthode DCF et les multiples. Pour cela nous avons établi des projections financières en nous basant sur la tendance des 3 trois dernières années en commençant par l'EBE, les investissements, le besoin en fonds de roulement pour le calcul du flux de trésorerie disponible jusqu'en 2024 (5 années projetées). Après cela nous avons calculé le taux exigé par les apporteurs de capitaux (taux sans risque, prime de risque, bêta), le coût de la dette pour calculer le CMPC. et enfin le calcul de la valeur terminale par les différentes méthodes. Nous sommes ressortis avec une valeur de l'actif économique (intrinsèque) de **773 916,89 K DZD** et **1 295 529,26 K DZD** pour les capitaux propres.

L'autre méthode utilisée était celle des multiples, malgré le peu d'informations et de moyens dont nous disposons, l'outil internet nous a été très bénéfique pour la recherche d'entreprises similaires (pas en taille, mais dans le même secteur). Finviz, Infrontanalytics et Zonebourse nous ont été d'une très grande aide pour trouver les multiples secteurs dans différents pays. Et nous avons trouvé que la valeur de son multiple d'EBE (**7,60x**) était en dessous de la moyenne (**10.87x**) à cause de sa petite taille par rapport aux entreprises comparables, c'est la raison pour laquelle elle paraît sous-évaluée par rapport aux autres.

Par la suite, nous avons testé la sensibilité de la valeur par rapport aux variations des vecteurs clés, à savoir, le chiffre d'affaires, les charges variables, les charges fixes, les délais clients, fournisseurs et stocks. Et bien évidemment le coût du capital et le taux de croissance à l'infini (g).

Nous avons constaté que la valeur de la firme est très sensible aux variations des charges variables, chiffre d'affaires et charges fixes d'une plus grande proportion comparées aux autres variables. Grâce à ces informations, nous avons pu recommander à l'entreprise plusieurs propositions pour améliorer sa situation en nous basant seulement sur les variables

clés. Pour aller plus loin, nous avons supposé que l'entreprise applique nos recommandations, afin d'observer son impact final sur la valeur de la firme.

De ce fait, nous pouvons clairement dire, que les décisions prises à partir d'une analyse financière, impactent la valeur de l'entreprise, ainsi les conséquences de ces décisions dépendent de la qualité de l'analyse elle-même, nous avons établi une analyse différente des autres procédures classiques, notre démarche a été organisée, par conséquent les décisions auront un impact positif sur la valeur comme nous l'avons vu. Dans un premier temps, la valeur est sensible aux changements liés au coût du capital de l'entreprise NAFTAL de 4.03% pour une diminution de 1% du CMPC. Dans un deuxième temps les décisions résultantes de l'analyse financière impactent la valeur de l'entreprise NAFTAL, du moment où nous connaissons mes vecteurs de valeurs.

Comme dernière phrase ,nous dirons que la création de valeur est la tâche centrale de tout responsable. Pour créer de la valeur, les dirigeants doivent être capables d'évaluer l'impact financier de leurs décisions, ce qui nécessite une compréhension des techniques d'analyse financière et des méthodes d'évaluation. L'analyse et l'évaluation financières pour la prise de décisions stratégiques aideront à évaluer les conséquences financières des décisions et à déterminer la valeur des entreprises, des activités et des projets.

# Bibliographie

## Livres

- Barneto, P., & Gregorio, G. *Finance - DSCG - manuel, applications*. 2<sup>e</sup> édition. Dunod. (2009)
- BARREAU, Jean, DELAHAYE, Jacqueline. *Gestion financière*. 4<sup>e</sup> édition. Paris: DUNOD. (1995).
- BARUCH, Philippe et MIRVAL, Gérard. *Comptabilité générale*. France : Ellipses. (1996).
- Cabane, P. *L'essentiel de la finance à l'usage des managers*. Paris, France : Eyrolles. (2008).
- COHEN, Élie. *Analyse financière*. 4<sup>e</sup> édition. Paris : Economica. (2004).
- Coulon, Y., & Pontet, L. *Guide pratique de la finance d'entreprise*. Issy-les-Moulineaux cedex, France : Gualino. (2017).
- De la Bruslerie. *Analyse financière*- 4<sup>e</sup> éd. Paris, France : Dunod. (2010).
- E.TCHEMENI.E : *Évaluation des entreprises* , édition Economica (2003)
- Henri Bouquin, *Comptabilité de gestion*, Economica (2008).
- Jean Louis AMELON. *Gestion financière* , 2<sup>e</sup> édition, Paris, France : Maxima. (2000).
- Legros, G. *Mini Manuel de Finance d'entreprise*, Paris, France : Dunod. (2010).
- Melyon, G. *Gestion financière. Dans les supports de l'analyse financière*. Bréal. (2007).
- Ogien, D. *Maxi fiches de Gestion financière de l'entreprise*. Paris, Dunod. (2008).
- Olivier Meier, *Diagnostic stratégique*, Dunod, 4e édition (2015).
- PALARD.J. E et IMBERT. F, *Guide pratique d'évaluation d'entreprise* , édition Eyrolles (2013).
- Say, J-B. *Traité d'économie politique ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses des fondements de la valeur des choses*. [Google books.] (Guillaumin Libraire éd). (1841).
- Tournier, J. C. *Évaluation d'entreprise*. Paris, France: Eyrolles. (2007).
- Vernimmen, P. *Finance d'entreprise* (Vol. 6). Paris, France : Dalloz. (2008).

## Articles

- Davy Cottet, Jon Bernat Zubiri-Rey, Patrick Sauvel. *L'émergence du cognitariat face aux réformes universitaires en France*. Multitudes, Éd. Inculte (2009).
- Michael Carter, *Why Valuing Your Business Can Enhance Its Value*, publié sur « entrepreneur.com » (2018).
- Professeurs Franck Bancel (ESCP Europe) et Usha Mittoo (Université du Manitoba) « *Théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise*. » (2013).

## Sites internet

- Banque Mondiale, *Risk premium on lending (lending rate minus treasury bill rate, %)* - *Algeria* / *Data*. (2020). À l'adresse <https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RISK?locations=DZ>
- Biramane, H. *Le tableau de flux de trésorerie : synthèse*. Compta online. (10 mars 2019). À l'adresse <https://www.compta-online.com/le-tableau-de-flux-de-tresorerie-synthese-ao3740>
- Boston Consulting Group. Fuel commercialization. BCG (s. d.), à l'adresse <https://www.bcg.com/fr-fr/industries/energy/oil-gas/strategies-in-fuel-commercialization>
- Colibri Développement À Nice. *Tout savoir sur l'EBE et l'EBITDA*. (septembre 2019) à l'adresse <https://www.colibrideveloppement.com/blog/tout-savoir-sur-ebe-ebitda/>
- Damodaran, A. value to Operating Income. pages.stern.nyu.edu. (Janvier 2020). [http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/vebitda.html](http://pages.stern.nyu.edu/%7Eadamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html) consulté le 19 décembre 2020.
- Denning, S. *Why Maximizing Shareholder Value Is Finally Dying*. Forbes. (19/08/2019). À l'adresse <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2019/08/19/why-maximizing-shareholder-value-is-finally-dying/#5adde3d66746>
- Fintibi, *History and the development of financial analysis*. (avril 2019), à l'adresse <https://www.fintibi.com/history-and-the-development-of-financial-analysis/>.
- GANTI, A. Unlevered Beta Definition. Investopedia. (février 2020). À l'adresse <https://www.investopedia.com/terms/u/unleveredbeta.asp>
- ManagerGO. *Les 5 forces de Porter : concevoir des stratégies concurrentielles* (2020), à l'adresse <https://www.manager-go.com/strategie-entreprise/les-5-forces-de-porter.htm>.
- Mataf, *Chiffre d'affaires : un indicateur, sans plus*. (février 2020). à l'adresse <https://www.mataf.net/fr/bourse/edu/analyse-finance/chiffre-d-affaires-un-indicateur-sans-plus>
- Péan, D. *Les indicateurs comptables pour mesurer l'efficacité et la performance d'un service RH*. (Août 2017) à l'adresse <https://www.gereso.com/actualites/2017/07/28/indicateurs-comptables-performance-service-rh/>.

## Annexes

**Annexe 1** : Bilans actifs, NAFTAL district commercialisation 2017,2018,2019

<b>ACTIF</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Actifs non courants</b>			
Écart d'acquisition (goodwill)			
Immobilisations incorporelles		229 559,00	131 189,50
Immobilisations corporelles	483 777 112,83	535 891 939,43	576 234 860,46
Immobilisation en cours	13 439 896,79	35 401 058,41	68 294 232,99
Immobilisations financières	10 367 000,00	12 892 569,98	16 959 865,89
Impôt différé			
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>507 584 009,62</b>	<b>584 415 126,82</b>	<b>661 620 148,84</b>
<b>Actifs courants</b>			
Stock et encours	259 075 312,37	252 153 896,29	283 062 272,46
Créance et emplois assimilés			
Client	73 513 912,74	147 237 164,12	147 278 303,04
Autres débiteurs	16 152 045,36	18 623 519,95	21 629 233,05
Impôts et assimilés	18 503 559,10	14 083 694,98	18 575 973,29
Autres actifs courants			
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers			
Trésorerie	611 031 096,57	522 701 913,03	525 286 814,17
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>978 275 926,14</b>	<b>954 800 188,37</b>	<b>995 832 596,01</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>1 485 859,94</b>	<b>1 539 215,32</b>	<b>1 657 452,74</b>

**Annexe 2 : Bilans passifs, NAFTAL district commercialisation 2017,2018,2019**

<b>PASSIF</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Capitaux propres</b>			
Capital émis	1 097 475 594,01	1 209 725 090,55	1 234 685 582,98
Prime et réserves			
Écarts de réévaluation			
Résultat net	- 62 137 484,19	- 83 347 465,50	- 52 121 497,95
Autres capitaux propres			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>1 035 338 109,82</b>	<b>1 126 377 625,05</b>	<b>1 182 564 085,03</b>
<b>Passifs non courants</b>			
Dettes rattachées à des participations			
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes	1 774 035,69	2 863 961,05	3 174 441,01
Provisions et produits comptabilisés			500 000,00
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS</b>	<b>1 774 035,69</b>	<b>2 863 961,05</b>	<b>3 674 441,01</b>
<b>Passifs courants</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	41 601 222,96	77 114 494,42	68 409 362,06
Impôts (différés et provisionnés)		-	
Autres dettes courantes	407 146 567,29	332 859 234,67	402 804 856,75
Trésorerie passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS</b>	<b>448 747 790,25</b>	<b>409 973 729,09</b>	<b>471 214 218,81</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>1 485 859 935,76</b>	<b>1 539 215 315,19</b>	<b>1 657 452 744,85</b>

**Annexe 3** : Tableau des comptes de résultat, NAFTAL district commercialisation 2017,2018,2019

<b>LIBELLE</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ventes et produits annexes	1 400 484 674,15	1 580 805 710,79	1 761 897 856,34
Variation stocks produits finis et encours	- 40 166 755,22	- 39 563 586,28	- 38 555 334,53
Production immobilisée	-	149 920,48	-
Subvention d'exploitation	-	-	-
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>1 360 317 918,93</b>	<b>1 541 392 044,99</b>	<b>1 723 342 521,81</b>
Achats consommés	375 932 790,56	467 003 605,08	451 750 108,12
Services extérieurs et autres consommations	388 560 519,79	400 735 569,45	409 779 033,95
<b>CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>764 493 310,35</b>	<b>867 739 174,53</b>	<b>861 529 142,07</b>
<b>VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION</b>	<b>595 824 608,58</b>	<b>673 652 870,46</b>	<b>861 813 379,74</b>
Charges de personnel	563 061 820,25	596 244 080,44	724 610 415,98
Impôts, taxes et versements assimilés	41 583 225,09	46 521 058,17	77 856 824,89
<b>EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>- 8 820 436,76</b>	<b>30 887 731,85</b>	<b>59 346 138,87</b>
Autres produits opérationnels	17 651 888,68	11 308 826,05	15 610 589,61
Autres charges opérationnelles	355 019,98	5 544 532,11	4 703 696,57
Dotations aux amortissements, provisions et pertes	111 312 234,81	127 438 581,76	125 633 228,22
Reprise sur pertes de valeur et provisions	1 270 303,20	5 282 777,26	961 876,94
<b>RÉSULTAT OPÉRATIONNEL</b>	<b>- 101 565 499,67</b>	<b>- 85 503 778,71</b>	<b>- 54 418 319,37</b>
Produits financiers	40 745 173,82	2 882 068,01	2 697 002,25
Charges financières	1 317 158,34	725 754,80	400 180,83
<b>RÉSULTAT FINANCIER</b>	<b>39 428 015,48</b>	<b>2 156 313,21</b>	<b>2 296 821,42</b>
<b>RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS</b>	<b>- 62 137 484,19</b>	<b>- 83 347 465,50</b>	<b>- 52 121 497,95</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-	-	-
Impôts différés (variations) sur résultat ordinaire	-	-	-
<b>RÉSULTAT NET</b>	<b>- 62 137 484,19</b>	<b>- 83 347 465,50</b>	<b>- 52 121 497,95</b>

**Annexe 4:** Tableau des flux de trésorerie, NAFTAL district commercialisation 2017,2018,2019

LIBELLE	2017	2018	2019
Virements de fonds (unité)			
<b>Encaissements reçus des clients</b>	14 454 035 534,11	16 094 431 557,19	15 904 117 670,20
<b>Sommes versées aux fournisseurs</b>	- 388 965 955,35	- 336 080 135,14	- 416 644 687,87
<b>Intérêts et autres frais financiers payés</b>	- 4 833 683,22	- 3 752 668,06	- 4 082 666,03
<b>Impôts sur les résultats payés</b>			
Appel de fonds émis			
Appel de fonds reçu	1 002 130 045,00	999 837 748,00	1 250 576 703,00
<b>Sommes versées aux personnels</b>	- 550 895 925,08	- 597 765 761,00	- 726 304 277,29
Remontés de fonds émis	- 14 519 463 426,40	- 16 283 657 248,31	- 15 909 465 593,11
Remontés de fonds reçus			
État, collectivités publiques, organismes internat	- 1 809 242,75	- 2 018 552,00	- 4 957 983,25
Autres encaissements pour comptes			
Autres décaissements pour comptes			
Valeurs à l'encaissement	- 27 517 159,59	64 185 891,39	2 103 670,90
Mouvement financier interstructure (bitume &DASC)			
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>			
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
<b>FLUX DE TRÉSORERIE NET PROVENANT DES ACTIVITÉS OPÉRATIONNELLES</b>	<b>- 37 319 813,28</b>	<b>- 64 819 167,93</b>	<b>95 342 836,55</b>
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles < 30 000DA	- 4 501 410,61	- 1 186 568,44	- 1 870 403,21
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles	- 47 412 294,72	- 22 323 447,17	- 90 887 532,20
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières			
Intérêts encaissés sur placements financiers			
Dividendes et quote-part de résultat reçus			
<b>FLUX DE TRÉSORERIE NET PROVENANT DES ACTIVITÉS D'INVESTISSEMENTS</b>	<b>- 51 913 705,33</b>	<b>- 23 510 015,61</b>	<b>- 92 757 935,41</b>
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectués			
Encaissements provenant d'emprunts			
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées			
<b>FLUX DE TRÉSORERIE NET PROVENANT DES ACTIVITÉS DE FINANCEMENTS</b>			
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités			
<b>Variation de trésorerie de la période</b>	<b>- 89 233 518,61</b>	<b>- 88 329 183,54</b>	<b>2 584 901,14</b>
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice</b>	<b>700 332 115,18</b>	<b>611 098 596,57</b>	<b>522 769 413,03</b>
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie à clôture de l'exercice</b>	<b>611 098 596,57</b>	<b>522 769 413,03</b>	<b>525 354 314,17</b>
<b>Variation de trésorerie de la période</b>	<b>- 89 233 518,61</b>	<b>- 88 329 183,54</b>	<b>2 584 901,14</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>			

## Tables des matières

LISTE DES ABRÉVIATIONS.....	i
LISTE DES TABLEAUX.....	ii
LISTE DES FIGURES.....	iv
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	1
<b>CHAPITRE 1 : APPREHENDER ET DENOUEUR LE CONCEPT D'ANALYSE FINANCIERE</b>	<b>4</b>
<b>1.1. FONDAMENTAUX DE L'ANALYSE FINANCIERE</b> .....	<b>4</b>
1.1.1. <i>Chronologie de l'analyse financière</i> .....	4
1.1.2. <i>Définition de l'analyse financière</i> .....	7
1.1.3. <i>Principaux questionnements de l'analyse financière</i> .....	8
1.1.4. <i>Les missions de l'analyse financière</i> .....	9
1.1.4.1. Le maintien et suivi du niveau des performances financières .....	9
1.1.4.2. La maîtrise des risques financiers.....	10
1.1.4.2.1. Le risque de faillite .....	10
1.1.4.2.2. Risque de change et de taux .....	11
1.1.4.2.3. Le risque d'endettement .....	12
1.1.4.2.4. Le risque d'exploitation.....	12
1.1.4.3. Le maintien de la solvabilité.....	12
1.1.4.4. La maximisation de la valeur de l'entreprise .....	13
1.1.5. <i>Les sources d'information de l'analyse financière</i> .....	14
1.1.5.1. Le bilan.....	14
1.1.5.1.1. Le bilan comptable.....	14
1.1.5.1.2. Le bilan financier .....	15
1.1.5.2. Le tableau de compte de résultat (TCR).....	21
1.1.5.3. Tableaux des flux de trésorerie (TFT).....	22
1.1.5.3.1. La méthode directe.....	23
1.1.5.3.2. La méthode indirecte .....	23
1.1.5.4. Les annexes .....	24
<b>1.2. LA DEMARCHE ; CLE POUR UNE ANALYSE FINANCIERE INFAILLIBLE</b> .....	<b>26</b>
1.2.1. <i>L'analyse des marges</i> .....	26
1.2.1.1. L'analyse des marges : structure.....	26
1.2.1.1.1. Le chiffre d'affaires .....	26
1.2.1.1.2. La production de l'exercice .....	28
1.2.1.1.3. La marge brute .....	29
1.2.1.1.4. La valeur ajoutée.....	30
1.2.1.1.5. Charges de personnel.....	30
1.2.1.1.6. Excédent brut d'exploitation .....	31
1.2.1.1.7. Résultat d'exploitation.....	32
1.2.1.2. L'analyse des marges : risque.....	33
1.2.1.2.1. Effet ciseaux.....	33
1.2.1.2.2. Le point mort/seuil de rentabilité d'exploitation .....	35
1.2.2. <i>Analyse des investissements et du besoin en fonds de roulement</i> .....	37
1.2.2.1. Analyse des investissements.....	37
1.2.2.1.1. Analyse de l'outil industriel .....	37
1.2.2.1.2. Analyse de la politique d'investissements .....	37
1.2.2.1.3. Analyse des flux générés par les investissements.....	38
1.2.2.2. Analyse du besoin en fonds de roulement.....	39
1.2.2.2.1. Calcul du besoin en fonds de roulement .....	40
1.2.2.2.2. Le poids du besoin en fonds de roulement sur le chiffre d'affaires .....	40
1.2.2.2.3. Ratio de rotation du crédit client .....	41
1.2.2.2.4. Ratio de rotation du crédit fournisseur.....	41
1.2.2.2.5. Ratio de rotation des stocks .....	41
1.2.3. <i>Analyse des financements</i> .....	42
1.2.3.1. Approche dynamique .....	42
1.2.3.1.1. La capacité d'autofinancement (CAF).....	42
1.2.3.1.2. Flux de trésorerie .....	43
1.2.3.1.3. Méthodologie d'analyse du tableau flux de trésorerie.....	43
1.2.3.2. Approche statique.....	43
1.2.3.2.1. Capacité de remboursement des dettes .....	43
1.2.3.2.2. Les ratios de liquidité.....	45
1.2.3.2.3. Liquidité à long terme (équilibre à long terme).....	46

1.2.3.2.4. Ratios de structure.....	47
<b>1.2.4. Analyse de la rentabilité.....</b>	<b>47</b>
1.2.4.1. La rentabilité économique (rentabilité nette des capitaux investis) .....	47
1.2.4.2. La rentabilité financière .....	48
1.2.4.3. L'effet de levier.....	48
<b>CHAPITRE 2 : NOTIONS ELEMENTAIRES ET METHODES D'EVALUATION DES ENTREPRISES 51</b>	
<b>2.1. LES PRINCIPES DE BASES ET L'IMPORTANCE DE L'EVALUATION D'ENTREPRISE.....</b>	<b>51</b>
<b>2.1.1. Les principaux concepts de l'évaluation d'entreprise .....</b>	<b>51</b>
2.1.1.1. L'évaluation d'entreprise.....	51
2.1.1.2. Historique .....	52
2.1.1.3. Concepts de prix et de valeur.....	53
2.1.1.4. L'actualisation et capitalisation .....	54
2.1.1.5. Le taux d'actualisation .....	55
2.1.1.6. Le coût des fonds propres .....	55
<b>2.1.2. Les protagonistes d'une évaluation d'entreprise.....</b>	<b>56</b>
2.1.2.1. Les acteurs principaux .....	56
2.1.2.1.1. Le vendeur.....	56
2.1.2.1.2. L'acheteur .....	57
2.1.2.2. Les acteurs auxiliaires.....	57
2.1.2.2.1. Cabinets d'audit .....	57
2.1.2.2.2. Organismes chargés de l'évaluation.....	57
2.1.2.2.3. Experts indépendants .....	57
2.1.2.2.4. Cabinets d'avocats d'affaires .....	57
2.1.2.2.5. Analystes financiers.....	57
2.1.2.2.6. L'arbitre.....	58
<b>2.1.3. Le rôle de l'évaluation d'entreprise .....</b>	<b>58</b>
2.1.3.1. Fusions acquisitions .....	58
2.1.3.2. Cession .....	58
2.1.3.3. Scission.....	58
2.1.3.4. Introduction en bourse .....	58
2.1.3.5. Demande de crédit.....	58
2.1.3.6. Raisons fiscales .....	59
2.1.3.7. Source informationnelle stratégique.....	59
<b>2.1.4. La démarche classique d'une évaluation d'entreprise .....</b>	<b>60</b>
2.1.4.1. La collecte d'information.....	61
2.1.4.2. Diagnostic stratégique et financier .....	62
2.1.4.2.1. Le diagnostic financier .....	62
2.1.4.2.2. Le diagnostic stratégique.....	62
2.1.4.3. Élaborer un business plan .....	70
2.1.4.4. Déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation .....	70
2.1.4.5. Synthèse des calculs et présentation de la fourchette de valeur .....	70
<b>2.2. LES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION D'ENTREPRISES.....</b>	<b>71</b>
<b>2.2.1. Les approches patrimoniales et mixtes.....</b>	<b>71</b>
2.2.1.1. L'actif net comptable (ANC).....	71
2.2.1.2. L'actif net comptable corrigé.....	72
2.2.1.3. Les approches fondées sur le goodwill.....	73
2.2.1.3.1. La méthode des praticiens .....	75
2.2.1.3.2. La méthode de la rente de goodwill (direct) .....	75
<b>2.2.2. L'évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles (méthode DCF) .....</b>	<b>77</b>
2.2.2.1. Calcul du flux de trésorerie disponible après impôt .....	78
2.2.2.2. Prévisions et projections des variables nécessaires au calcul du FCFF .....	79
2.2.2.3. Estimer le coût moyen pondéré du capital ( CMPC) : .....	82
2.2.2.4. Calculer la valeur terminale :.....	83
2.2.2.5. Calculer la valeur de la firme : .....	85
<b>2.2.3. La méthode des multiples :.....</b>	<b>85</b>
2.2.3.1. Types de multiples : .....	86
2.2.3.1.1. Les multiples permettant d'établir la valeur de l'actif économique :.....	87
2.2.3.1.2. Les multiples permettant d'établir directement la valeur des capitaux propres : .....	90
<b>CHAPITRE 3 : ÉTUDE CAS ; ANALYSE DE L'ENTREPRISE NAFTAL .....</b>	<b>92</b>
<b>3.1. PRESENTATION ET ANALYSE DE LA SITUATION FINANCIERE DE NAFTAL .....</b>	<b>92</b>
<b>3.1.1. Présentation de NAFTAL .....</b>	<b>92</b>
3.1.1.1. Le secteur des hydrocarbures en Algérie .....	92

3.1.1.2.	NAFTAL, filiale de SONATRACH.....	95
3.1.1.3.	L'offre de NAFTAL.....	97
3.1.1.4.	Le marché national des produits pétroliers.....	97
3.1.1.5.	L'organisation de NAFTAL .....	97
3.1.1.6.	PRÉSENTATION DU DISTRICT.....	99
3.1.1.6.1.	Les mission du district COM de Tizi-Ouzou.....	99
3.1.1.6.2.	L'organisation du district COM de Tizi-Ouzou .....	100
<b>3.1.2.</b>	<b>Analyse de la situation financière de NAFTAL .....</b>	<b>101</b>
3.1.2.1.	Études des marges : structures.....	101
3.1.2.1.1.	Analyse de l'évolution du chiffre d'affaires .....	101
3.1.2.1.2.	Production de l'exercice :.....	101
3.1.2.1.3.	Marge brute .....	102
3.1.2.1.4.	la valeur ajoutée .....	102
3.1.2.1.5.	Excédent brut d'exploitation .....	103
3.1.2.1.6.	Résultat d'exploitation.....	103
3.1.2.2.	Études des marges : risque.....	104
3.1.2.2.1.	levier opérationnel .....	104
3.1.2.2.2.	L'effet ciseaux.....	104
3.1.2.2.3.	L'effet point mort.....	105
3.1.2.3.	Études des investissements et du besoin en fonds de roulement.....	107
3.1.2.3.1.	Analyse des investissements.....	107
3.1.2.3.2.	Analyse du besoin en fonds de roulement .....	108
3.1.2.4.	Analyse du financement.....	109
3.1.2.4.1.	Analyse dynamique.....	109
3.1.2.4.2.	Analyse statique.....	110
3.1.2.5.	analyse de la rentabilité et de l'effet de levier. ....	113
3.1.2.5.1.	La rentabilité économique :.....	113
3.1.2.5.2.	La rentabilité financière.....	115
3.1.2.5.3.	Étude de l'effet de levier.....	116
3.1.2.6.	Conclusion de l'analyse financière de NAFTAL.....	117
<b>3.2.</b>	<b>ÉVALUATION DE NAFTAL ET TEST DE SENSIBILITE LA VALEUR FINANCIERE DE LA FIRME</b>	<b>118</b>
<b>3.2.1.</b>	<b>Valorisation de l'entreprise NAFTAL.....</b>	<b>118</b>
3.2.1.1.	Les méthodes patrimoniales .....	118
3.2.1.1.1.	L'actif net comptable (ANC).....	118
3.2.1.1.2.	L'actif net comptable corrigé (ANCC) .....	118
3.2.1.2.	Valorisation de l'entreprise par la méthode discounted cash-flow (DCF).....	119
3.2.1.2.1.	Calculer le flux de trésorerie disponible (free cash-flow).....	119
3.2.1.2.2.	Prévisions des variables nécessaires pour le calcul des flux de trésorerie disponible prévisionnels. ....	120
3.2.1.2.3.	Estimer le coût moyen pondéré du capital ( CMPC).....	123
3.2.1.2.4.	Calcul de la valeur terminale .....	124
3.2.1.2.5.	Calcul de la valeur de l'entreprise.....	126
3.2.1.3.	Valorisation par les multiples .....	126
<b>3.2.2.</b>	<b>Test de sensibilité et recommandations optimales pour l'entreprise NAFTAL .....</b>	<b>128</b>
3.2.2.1.	Test de sensibilité de la valeur de la firme.....	128
3.2.2.1.1.	Sensibilité par rapport au coût du capital et taux de croissance.....	128
3.2.2.1.2.	Sensibilité par rapport au chiffre d'affaires .....	129
3.2.2.1.3.	Sensibilité par rapport aux charges variables et fixes.....	130
3.2.2.1.4.	Sensibilité par rapport aux délais clients.....	130
3.2.2.1.5.	Sensibilité par rapport aux délais fournisseurs .....	131
3.2.2.1.6.	Sensibilité par rapport aux délais stocks .....	131
3.2.2.2.	Recommandations pour l'entreprises NAFTAL.....	133
3.2.2.2.1.	Suivi des charges variables.....	133
3.2.2.2.2.	Amélioration du chiffre d'affaires.....	134
3.2.2.2.3.	Maitrise des charges fixes.....	135
3.2.2.2.4.	Investir dans des projets rentables.....	135
3.2.2.2.5.	Influencer le coût du capital .....	136
3.2.2.2.6.	Surveiller de plus prêt son BFR .....	136

**CONCLUSION GÉNÉRALE.....138**

**BIBLIOGRAPHIE**

**ANNEXES**

**TABLES DES MATIÈRES**

## Résumé

Selon un rapport *IBISWorld* de 2014 sur les institutions de valorisations aux États-Unis, 98 % des propriétaires d'entreprises ne connaissent pas la valeur de leur firme. Quel serait alors le résultat en Algérie ?

Connaître la valeur de son entreprise devrait être primordial dans un environnement économique en pleine évolution et mutation faisant intensifier la concurrence et mettant la stabilité des entreprises en jeu. L'entreprise devra utiliser les informations dont elle dispose d'une manière optimale pour lui permettre de prendre des décisions simples et efficaces.

Nous avons voulu exploiter le lien étroit reliant l'analyse et l'évaluation financière pour permettre à l'entreprise de se concentrer sur les majeurs vecteurs de valeur afin d'améliorer ses performances et d'affirmer sa pérennité. Notre question centrale qui est donc la suivante : « *Quelles seront les conséquences des conclusions faites par une analyse financière sur la valeur de l'entreprise ?* ».

Pour y répondre, nous avons utilisé une étude descriptive pour cerner le cadre théorique. Ensuite, nous avons établi une analyse financière à travers la démarche de *Pierre Vernimmen* pour ensuite valoriser la firme et tester sa sensibilité par rapport aux principaux vecteurs de valeur afin de permettre à l'entreprise de se concentrer sur les paramètres importants. Et la réponse aux deux hypothèses sont avérées affirmative avec des conclusions chiffrées sur sa sensibilité.

**Mots clés : Analyse financière, évaluation d'entreprise, valeur, vecteurs, sensibilité.**

## Abstract

According to a 2014 *IBISWorld* report on valuation institutions in the United States, 98% of business owners don't know the value of their firm. So, what would be the result in Algeria?

Knowing the value of a company should be of paramount importance in a changing and evolving economic environment that intensifies competition and puts the stability of companies at stake. The company will have to use the information at its disposal in an optimal way to let it take simple and effective decisions.

We wanted to exploit the close link between financial analysis and valuation to allow the company to focus on the major value drivers to improve performance and assert its sustainability. Our central question is therefore the following: “*What would be the consequences of the conclusions drawn by a financial analysis on the value of the company?*”.

To answer this question, we used a descriptive study to define the theoretical framework. Then, we established a financial analysis through *Pierre Vernimmen's* approach to then value the firm and test its sensitivity to the main value drivers in order to allow the company to focus on the important parameters. And the answer to both assumptions were affirmative with quantified conclusions on its sensitivity.

**Key words: Financial analysis, business valuation, value, vectors, sensitivity.**

## ملخص

وفقاً لتقرير صادر عن المعهد في عام ٢٠١٤ عن مؤسسات التقييم في الولايات المتحدة، لا يعرف ٩٨٪ من أصحاب الأعمال قيمة شركاتهم. إذا ما هي النتيجة في الجزائر؟ إن معرفة قيمة الشركة لابد وأن تكون ذات أهمية قصوى في البيئة الاقتصادية المتغيرة المتطورة التي تكثف المنافسة وتضع استقرار الشركات على المحك. وستضطر الشركة إلى استخدام المعلومات المتاحة لها على النحو الأمثل لتمكينها من اتخاذ قرارات بسيطة وفعالة. أردنا استغلال الصلة الوثيقة بين التحليل المالي والتقييم للسماح للشركة بالتركيز على محركات القيمة الرئيسية لتحسين الأداء والتأكيد على استدامتها. ولذلك فإن سؤالنا الرئيسي هو ما يلي: “*ما هو تأثير الاستنتاجات التي يستخلص منها تحليل مالي على قيمة الشركة؟*”. وللإجابة على هذا السؤال، استخدمنا دراسة وصفية لتحديد الإطار النظري. ثم أنشأنا تحليلاً مالياً من خلال مقارنة بيير فيرنيمين لقيمة الشركة آنذاك واختبار حساسيتها فيما يتعلق بمحركات القيمة الرئيسية للسماح للشركة بالتركيز على المعايير المهمة. ووجد أن الإجابة على كلا الفرضين إيجابية في التوصل إلى استنتاجات كمية بشأن حساسيته. الكلمات الرئيسية: التحليل المالي، تقييم الأعمال، القيمة، المتجهات، الحساسية.