

on.org

**LES META-ANALYSES DE
L'INGENIERIE FINANCIERE
VECTEUR STRUCTURANT POUR
LE CONTROLE DE GESTION**

Ne pas investir c'est la mort lente, mal investir, c'est la mort rapide.

Les grandeurs fondamentales de la finance

Comment mesurer et comparer les performances de sociétés marocaines tant au niveau sectoriel au plan interne qu'au niveau international (la compétitivité, le marché financier nous y obligent), tenter de prévoir leurs avenir et les faire entrer dans une typologie adaptée à des normes internationales (International Accounting Standard « IAS » et International Financial Reporting Standard « IFRS ») et à des besoins précis (consolidation, reporting, note d'information pour le marché financier); question lancinante qui interpelle tout chef d'entreprise à chaque fois qu'il faudra confectionner, un système de veille de l'entreprise, une situation au terme d'une période budgétaire ou d'un exercice comptable à périodicité échelonnée (mois, trimestre, semestre) et / ou unique (année). Or, l'analyse financière, vecteur structurant pour un développement durable, a justement pour objectif d'élaborer un tableau de bord de pilotage afin d'éclairer le décisionnaire en caractérisant les entreprises et en comparant leurs performances.

Top-down et bottom-up!

1. L'approche dite descendante ou top-down, donc de haut en bas, généralement réalisée en trois étapes: l'étude de l'économie à l'échelle nationale ou internationale, l'examen d'un secteur industriel en particulier et l'analyse d'une entreprise au sein de cette industrie;

2. L'approche dite ascendante ou bottom-up, de bas en haut, qui consiste moins à faire le chemin inverse qu'à sélectionner des titres sans attacher une grande importance à l'examen d'un secteur industriel ou à l'étude de la conjoncture économique d'ensemble d'une société.

Les partisans de l'approche descendante ou top-down (certains parlent de l'approche E-I-C pour economic-industry-company approach) croient que la conjoncture économique générale (qu'on appelle aussi la macro-économie) et la vigueur d'un secteur industriel donné ont un effet considérable sur le rendement d'un titre en particulier. C'est pourquoi, selon eux, il est nécessaire d'effectuer une certaine recherche sur ces deux plans d'analyse afin de choisir des valeurs pour son portefeuille.

Les avocats de l'approche ascendante ou bottom-up, tels Warren Buffett ou Peter Lynch, soutiennent, qu'il est possible de trouver des entreprises extraordinaires dont le titre en Bourse est sous-évalué par le marché, et que ces entreprises ont un potentiel de croissance supérieur à la normale en dépit de l'état de santé de leur secteur industriel ou de l'économie en général. En somme, l'approche ascendante recommande d'acheter des

titres de compagnies qui sont relativement autonomes par rapport à leur environnement économique et qui ont la capacité de s'autodévelopper par leurs propres moyens.

Dans les deux premiers livres de la série L'Amérique boursière sur l'investissement dans les titres de valeur et dans les titres de croissance, j'ai surtout présenté des stratégies qu'on pouvait classer dans la famille des approches ascendantes. Graham, Buffett, Dreman, O'Shaughnessy, Lynch, Fisher, O'Neil, la lettre financière Value Line et même la National Association of Investors Corporation (ou la Canadian Shareowners Association) sont des noms qu'on ne peut pas associer à une approche descendante. À la limite, certains d'entre eux peuvent porter un certain intérêt à l'état de santé, aux cycles ou à la vigueur d'une industrie particulière. Jamais, toutefois, leur stratégie respective n'implique que l'on pose un diagnostic précis sur la conjoncture économique à l'échelle nationale ou internationale.

La très grande majorité des analystes financiers à l'emploi des firmes de courtage ont une approche descendante d'évaluation des titres boursiers. L'approche descendante ou top-down est celle qu'on leur enseigne dans les universités et les écoles de gestion habilitées à former des analystes financiers reconnus. Quand vous achetez les actions d'une entreprise à la suite de l'une de leurs recommandations, vous êtes un investisseur guidé par la méthode descendante. Pour cette seule raison, il importe d'en savoir un peu plus sur cette approche, ses exigences, ses forces et ses faiblesses.

On constate que les firmes de courtage n'ont pas d'autre choix que de procéder par une approche descendante. Nombre de leurs clients et plusieurs entreprises avec lesquelles elles font affaire, lorsqu'il s'agit d'émettre des actions au public, sont des entreprises cycliques. Or, on ne peut investir avec succès dans les entreprises cycliques que si l'on adopte une approche qui permet de comprendre les cycles macro-économiques et industriels dans lesquels évoluent ces entreprises.

Ainsi, quand vous détenez des actions d'un grand fabricant d'automobiles (Ford, GM, etc.), vous savez que, durant une période d'expansion économique, les ventes et les bénéfices de la compagnie devraient croître, et le rendement de vos actions aussi. À l'inverse, en période de récession, les ventes et les profits devraient décroître, et la valeur des actions se stabiliser ou, pire, chuter. Déterminer la valeur future d'une entreprise cyclique exige donc une bonne analyse de l'environnement économique général et de son industrie d'appartenance.

La production de cette information financière est facilitée de nos jours par un développement important des outils de traitement de

l'information tels que les ERP (acronyme qui signifie Entreprise Ressources Planning) et leurs plateformes PGI (Progiciel de Gestion Intégré) (1).

Il nous paraît essentiel d'étudier dans un premier temps la démarche méthodologique d'analyse financière basée sur une sélection d'informations élaborées et retraitées (objet de la section I). Dans un second temps notre matrice de performance quantitative s'appuiera sur un « workshop » dont l'assise est la Finance d'entreprise (objet de la section II) pour se focaliser dans un troisième temps sur la Finance de marché (section III).

SECTION I :

Les Pré-requis à l'analyse financière des situations comptables

La préparation de l'analyse financière consiste à collecter des informations en privilégiant celles émises et diffusées par les entreprises et à les retraiter de telle manière à donner une image rigoureusement financière de l'entreprise et à en faciliter le diagnostic.

Cette collecte d'information est le passage obligé pour pouvoir répondre à certaines questions essentielles et pour étudier les comptes sociaux afin d'établir un diagnostic qui sera à la base de l'évaluation de l'entreprise. L'analyste financier procède à la collecte des informations comptables bilan CPC et extra comptables (données sectorielles nationales et internationales, marché financier, informations opérationnelles de gestion).

Le bilan comptable ne peut être directement exploité aux fins d'élaborer une analyse financière judicieuse. Il doit subir deux types d'opération :

- des redressements comptables ;
- et des regroupements de comptes.

Par ailleurs la préparation de l'analyse financière nécessitera des retraitements de compte de Charges et Produits afin de dégager les principaux soldes caractéristiques de l'exploitation de l'exercice.

Au total, les retraitements couvriront le périmètre du bilan patrimonial (et non fonctionnel) et du CPC. Précisons à juste titre que le Bilan patrimonial, appelé également « bilan financier » ou « bilan liquidité » vise à déterminer la valeur réelle de l'entreprise afin de mesurer son degré de solvabilité (l'actif net représente le gage ultime des créanciers), et à évaluer le risque d'illiquidité comparant ses actifs et ses dettes.

Le bilan fonctionnel a pour but de faciliter la compréhension du fonctionnement de l'entreprise à travers une analyse fondée sur les

cycles (investissement, financement, exploitation). Conçu comme un ensemble de stocks d'emplois et de ressources, le bilan fonctionnel vise à reconstituer l'origine des capitaux investis et leurs utilisations, dans une optique de continuité d'exploitation supposant le renouvellement normal des éléments du bilan. Cette approche fonctionnelle du bilan ne sera privilégiée dans le cadre de nos développements.

Le Compte des Produits et Charges pour le même arrêté comptable nous permet quant à lui de connaître la traduction financière de toutes les opérations qui ont eu lieu au cours de l'exercice.

📌 Collecte de l'information financière

L'analyste financier collecte toutes les informations lui permettant de formuler des conclusions pertinentes. La source fondamentale est la comptabilité générale (General Ledger). Elle se doit d'établir des arrêts comptable périodiques et ce conformément à la réglementation comptables et aux normes en vigueur. En effet l'article 11 de la loi comptable N° 9/88 (2) stipule que les états de synthèse doivent refléter une image fidèle « True and Fair View » des actifs et des passifs ainsi que la situation financière et des résultats de l'entreprise. L'analyste financier établit son analyse de telle manière à faire apparaître la comparabilité des données de synthèse comptables et financières. Les tableaux d'analyse seront composés aux moins des huit colonnes suivantes :

TABLEAU I : prototypage d'un Tableau de Bord (TdB)

	Année N-1				Année N			
	Semestre 1		Semestre 2		Semestre 1		Semestre 2	
	Réalisé	Budgété	Réalisé	Budgété	Réalisé	Budgété	Réalisé	Budgété
Indicateurs								
Comptables								
✓								
✓								

En sus des informations issues de la Comptabilité Générale l'analyste financier peut recourir à diverses sources d'informations extra comptables afin de maîtriser et d'interpréter correctement les ratios et les indicateurs qu'il sera amené à expliciter. L'information externe peut revêtir plusieurs formes :

- **Publications et communications des comptes annuels** et / ou semestriels détaillés. Ces publications doivent être faite in extenso dans un journal périodique d'audience nationale sous forme de communiqué de presse (la listes de journaux d'annonces légales a

été fixée par arrêté du Ministre des Finances et des Investissements N° 2893-94 du 24 octobre 1994). L'analyse financière commence par la lecture régulière de la presse pour collecter ces précieuses informations diffusées par les entreprises cotées en bourse et non inscrites à la cote.

- **Dépôts des états comptables de synthèses auprès des greffes de Tribunaux** de Commerce (les greffes ne sont pas « on line » pour un téléchargement éventuel via internet au Maroc). Ces informations « off line » sont accessibles pour les sociétés de capitaux pour un droit de copie à tous tiers.
- **Emission de rapport annuel** qui reprend au minimum les comptes annuels, le rapport de gestion présenté à l'Assemblée Générale et les rapports des Commissaires Aux Comptes. Ce rapport est beaucoup plus complet, intégrant la description des différents métiers, les faits marquants de l'exercice, la composition de l'actionnariat (géographie du capital social). C'est un document souvent très riche en information qui permet de suivre la société année par année. Les principaux inconvénients sont non la généralisation des pratiques des rapports annuels, souvent diffusés tardivement par les sociétés cotées et les autres. Ils ne sont pas non plus téléchargeables (document off line).
- **L'émission de document de référence.** C'est un remarquable outil pour bien connaître l'entreprise. Il donne une information beaucoup plus riche que le rapport annuel sur l'historique de l'entreprise et sur la description des métiers et de l'environnement concurrentiel.
- **Les comptes Pro forma (Bilan et CPC , annexes)** sont établis à la demande d'un tiers ou selon la volonté de l'entreprise. L'objectif est transcrire sur les comptes historiques, la réalisation d'un événement précis, à une date antérieure à sa survenance effective ou raisonnablement estimé. Ces normes constituent un progrès notable de transparence de l'information financière diffusée par les entreprises. Nul doute que les comptes pro forma seront au Maroc un outil privilégié de communication financière pour les sociétés cotées et celle désirant s'introduire à la cote.
- **L'émission d'une note d'information** publiée dans la presse lors de l'augmentation de capital, d'opérations de fusions acquisitions,

d'OPA (Offre Publique d'Achat), et D'OPR (Offre Publique de Rachat) (3).

- **Les Centres de Gestion Agréés domiciliés dans les Chambres de Commerce** et des Service du Royaume qui sont appelés dans un avenir proche à produire de l'information sectoriel et/par branche d'activité.

Retraitement de l'information financière : le bilan

Préalablement à toute analyse financière, il convient de procéder à des retraitements des états de synthèse afin de corriger les effets de décalage éventuels que le formalisme comptable peut induire entre la réalité du patrimoine et sa traduction comptable. Cette étape est importante car elle conditionne la bonne lecture des états de synthèses et par la même la rigueur d'analyse qui doit en être faite. Les redressements permettent de transformer le bilan comptable ou fonctionnel en bilan financier. La totalité des redressements permet le regroupement des comptes selon leur degré de liquidité à l'actif et leur degré d'exigibilité au passif afin de présenter des masses financières significatives

(Cf. TABLEAU II : SYNOPSIS INFRA DES RETRAITEMENTS DES ELEMENTS DU BILAN).

www.controlerede.com

**TABLEAU N° II : SYNOPSIS DES RETRAITEMENTS DES ELEMENTS
DU BILAN**

Cycle	Poste	Retraitements	Impact		
			Actif	Passif	SN(*)
Actif Immobilisé Classe 2	Immobilisations en non valeurs	✓ A éliminer en actif pour venir en déduction des fonds propres	(-)		(-)
	Immobilisations Corporelles	✓ Augmenter les actifs immobilisés par les engagements crédits bail extraits de l'ETIC en distinguant la partie correspondant à la dette de celle relative au coût de Financement.	(+)		(+)
Actif Circulant Classe 5	Immobilisations Financières	✓ Reclasser parmi les créances de l'actif circulant les prêts à moins d'un an (Créances hors exploitation) ✓ Correction des postes actifs immobilisés Corporelles financières par les plus values Ou moins values	(+) (-)		(+) (-)
	Actif Circulant	Séparer l'actif circulant d'exploitation de celui hors exploitation	(+) (-)		
Trésorerie Classe 5 Fonds Propres Classe 1	Liquidités	Regroupement des disponibilités et des Valeurs Mobilières de placement	(+) (-)		
	Capital	Capitaux propres après répartition + Provis pour risques et charges ayant le caractère de réserves + Ecart de conversion passif			(+)
Financement Classe 1	Prêts Participatifs	- actif en non valeurs = Fonds Propres Nets Reclasser dans capitaux propres et réduire d'autant le montant des dettes financières		(-)	(-) (+)
	Dettes de Financement	Reclasser les engagements de crédit bail dans les dettes de financement.	(+)	(+)	
Passif Circulant Classe 4	Dettes à court terme	Distinguer passif circulant d'exploitation de celui hors exploitation	(-) (+)		
Dettes	Fiscales	Prendre en considération la fiscalité latente Et en déduction de la situation nette.		(-)	(-)

Les retraitements du CPC

L'objectif assigné aux retraitements du CPC est d'assurer une plus grande homogénéité des Produits et des Charges au de l'exploitation, du financiers, et de l'exceptionnels.

Une compréhension judicieuse de la structure du CPC et de son évolution implique sa décomposition en Solde Intermédiaire de Gestion (ESG : Etat des Soldes de Gestion), notamment en compte sociaux fondés sur une présentation par nature.

C'est précisément pourquoi certaines charges classées dans les charges externes méritent de connaître un retraitement spécifique. Il en sera ainsi :

- Des rémunérations du personnel extérieur à l'entreprise (compte 6135), qui constituent un élément incontestable du coût du facteur travail (compte 617),
- Des redevances crédit bail (compte 6132) qui doivent être imputées, comme nous l'avons souligné précédemment, pour la partie charge financière de l'exercice au compte charges d'intérêt pour la partie amortissement théorique au compte dotations aux amortissements.

SECTION II :

Le contenu informationnel des états financiers : la Matrice de Performance Quantum (4)

Répondre concrètement à cette question consiste à analyser les états de synthèses complets et disponibles des entreprises. Partant du principe que les difficultés d'une entreprise sont pratiquement toujours sanctionnées par une situation financière pas très brillante, et que les différents éléments qui interviennent dans celle-ci permettent de se faire une idée de la santé de l'entreprise.

Nous nous sommes inspirés de l'analyse par les ratios (5), née aux Etats Unis en 1920. Nous avons fondé notre "check up " sur une batterie expressive de ratios extraite de la situation patrimoniale (le bilan: BL), du Compte de Produits et de Charges (C P C) et de l'Etat des Informations Complémentaires (ETIC) des entreprises.

Indépendance financière

La mesure de l'indépendance financière est donnée par les fonds propres sur le passif diminué du disponible. Ce dernier peut se traduire par un règlement des dettes à court terme réduisant ainsi le passif.

Nous fournissons comme valeurs estimées d'appréciation la grille ci-après :

- ❶ Plus de **66** points : Expansion **possible** ;
- ❷ De **66** à **55** points : Situation **normale** ;
- ❸ De **55** à **33** points : **Vigilance** ;
- ❹ **Moins** de **33** points : Situation **dangereuse**.

Ainsi, le prêteur doit s'assurer de ne pas s'engager davantage que les actionnaires. Dans tous les cas, le crédit bail qui a financé l'acquisition d'immobilisation reste à réintégrer au calcul (chiffre extrait de l'état B10 de l'ETIC: Tableau des biens en crédit bail).

Nous souscrivons dans l'évaluation de l'indépendance financière, ipso facto, au **Principe de Prééminence de la réalité sur l'apparence (Substance over form)** (6).

Fonds de Roulement

C'est la partie des capitaux permanents qui reste après la couverture des immobilisations nettes exprimé par le Fonds de Roulement Fonctionnel (Cf. Tableau de Financement (T.F.) de l'exercice rubrique 1. synthèse des masses de Bilan).

Nous rapportons le fonds de roulement au stock. L'ordre de grandeur conseillé est de 50 points sur 100. Hormis le cas des sociétés « cash and carry » un Fonds de Roulement négatif est à proscrire. Ceci revient à dire que l'on finance les actifs immobilisés avec les capitaux à court terme; ce qui est loin de correspondre à l'orthodoxie financière. En somme, le fonds de roulement doit être en mesure de couvrir et financer en partie l'actif circulant.

Capacité de remboursement

La capacité de remboursement est mesurée par l'endettement rapporté à la capacité d'autofinancement. Ce rapport compare un stock d'endettement financier à terme, à un instant donné, à un flux : la capacité d'autofinancement (**CAF**) d'un exercice (extraite de l'Etat des Soldes de Gestion (**ESG**) rubrique II capacité d'autofinancement).

Nous estimons que ce coefficient ne doit pas se situer au-delà d'un horizon temporel de 4 ans.

La CAF correspond à l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) étendu à toutes les opérations d'exploitation, financières et exceptionnelles. Deux formules de calcul de la CAF sont proposées aux analystes financiers :

- √ **Méthode descendante ou soustractive** ;
- √ **Méthode ascendante ou additive**.

Méthode descendante ou soustractive

CAF = Produits encaissables (sauf produits de cession) – charges décaissables.

Méthode ascendante ou additive

CAF = résultat net + Dotation et provisions calculées pour dépréciation d'éléments d'actif immobilisés et pour risques et charges – Reprises sur amortissements et provisions pour les éléments d'actifs et pour risques et charges + ou – des cessions d'actif.

L'autofinancement est la différence entre CAF les dividendes prélevés. Il convient de préciser que la Marge Brute d'autofinancement (MBA) n'intègre pas dans son calcul les dotations aux provisions (nettes de reprises) concernant l'actif et passif circulant (provisions pour dépréciation et pour perte de changes jugée instables sur les élément de bilan).

Ecart à court terme

C'est la différence entre le court terme actif et le court terme passif. Si cette différence est positive, on doit plus d'argent à l'entreprise que l'entreprise n'en doit à court terme par conséquent la situation financière est bonne. Nous exprimerons cet écart en jours de chiffre d'affaires. Un léger écart est admis. Pour pouvoir jauger correctement nous livrons le barème ci-dessous :

- ☞ **30 jours** : situation **normale** ;
- ☞ De **30 à 60** jours : **vigilance** ;
- ☞ De **60 à 90** jours : situation **dangereuse** ;
- ☞ Au delà de **90** jours : situation **critique**.

Ce ratio est d'une importance capitale pour la sécurité de l'entreprise. Comme les créiteurs à court terme peuvent exiger le règlement de la dette dans un délai court, il est indispensable que l'on puisse trouver l'équivalent de cette dette dans le même délai chez les débiteurs.

Stocks et Crédits

Le stock, dont est déduit le montant des avances sur commandes, est exprimé en mois de chiffre d'affaires. La valeur de ce ratio dépend du secteur et de la qualité de gestion de stock (Gestion en Flux Tendus, JAT, stock zéro). L'intérêt d'une bonne gestion est évident :

- ◆ Un stock élevé gèle des capitaux qu'il faudra nécessairement emprunter, ce qui augmentera les frais financiers avec comme corollaire une amputation de la rentabilité;
- ◆ Un stock faible freine la bonne marche de la production qui se traduit, de facto, par un manque à gagner au niveau chiffre d'affaires.

Autrement dit, il découle de cette situation, une part de marché moindre, de par un stock faible. Ce dernier, freine ladite part de marché et fini par pénaliser le prix de revient.

Rappelons que le compte global stock intègre les matières premières, les en cours de fabrications ainsi que les produits finis.

Clients

Les créances clients sont également exprimées en mois de chiffre d'affaires (Collection Period Days). L'ordre de grandeur de ce ratio est étroitement corrélé aux pratiques commerciales au point de vue du délai de paiement (à titre d'exemple : fin de mois, 45 jours, 60 ou 90 jours fin de mois).

Fournisseurs

Le dû aux fournisseurs est exprimé en mois de consommation de matières premières, biens et services. Ce coefficient doit connaître un suivi dans le temps (Credit Period Days) :

$$\text{CPD} = (\text{Fournisseur} * 360) / \text{Achat TTC.}$$

Ici non plus, il ne faut pas dépasser ce qui est dicté par les pratiques commerciales normatives

Résultats financiers

Tiré du compte **CPC** (Modèle de l'état B11: détail des postes du CPC) le ratio intérêts versés rapportés au chiffre d'affaires, encore appelé "**taux d'intérêt financier**", doit se situer à des valeurs faibles. En ce sens, il doit rester, à notre avis, inférieur à un taux de 3%.

Pour davantage de précisions, l'analyste financier doit comparer les frais financiers à l' **Excédent Brut d'Exploitation (EBIT** : Earning Before Interest and Taxes) extraits des Etats des Soldes de Gestion. Un ratio supérieur à 50 % nous semble être une situation alarmante.

Un autre indicateur pertinent, nous semble être le Solde arithmétique des Charges et des Revenus Financiers. Le Coût Net du Loyer de l'argent emprunté est rapporté au chiffre d'affaires. A point nommé, nos critères d'appréciation sont les suivants :

- ☞ De **0,3 à 0,5** PC : situation **excellente** ;
- ☞ De **0,5 à 1,5** PC : situation **normale** ;
- ☞ De **1,5 à 2,5** PC : **Vigilance** ;
- ☞ Au-delà de **2,5** PC : **charges** financières **parasitaires**.

Toute détérioration de ses indicateurs dans le temps doit susciter l'inquiétude. En revanche, une amélioration signale une politique de désendettement qui doit trouver sa confirmation à la masse 1 rubrique 14 "dettes de financement" du Bilan.

« Lean Management » Financiers

La valeur produite (Valeur ajoutée) sur fonds propres donne la rotation des fonds propres. Une rotation lente indiquera une sous capitalisation

(faiblesse des fonds propres), ce qui peut entraîner in fine une augmentation des charges financières.

La valeur produite sur le passif indique la rotation de tous les capitaux utilisés.

Une rotation faible aura un effet négatif sur la rentabilité. Le ratio est à envisager sectoriellement pour une bonne appréciation.

« Lean Management » production : Productivité du Personnel

Année après année, l'analyste financier doit confirmer (ou infirmer) que la maîtrise des charges du personnel reste un enjeu vital pour l'entreprise.

Ramener le chiffre d'affaires à l'effectif est un bon réflexe (Turnover per Employee). Pour une étude plus fiable, mieux vaut déterminer la productivité en rapportant la valeur produite par personne. C'est un ratio d'ordre sectoriel. En dessous d'une valeur certaine (point **critique**) dans un secteur déterminé, la rentabilité est forcément nulle ou négative. Si ce rapport dépasse un coefficient de 75 % le risque de défaillance s'accroît rapidement.

Illustration : Lafarge Maroc : fermeture de l'usine de TETOUAN

La fermeture de l'usine de Tétouan est apparue inévitable, explique M Jean- Marie Schmitz, Administrateur Directeur Général de Lafarge Maroc : « dès la fin des années 1990. S e u l hic, il fallait 99 personnes pour produire un million de tonnes contre 195 pour seulement 250 000 tonnes à TEOUAN »

Le ratio cash flow par heure prestée reflète ce qui est produit par heure prestée et dépend, par conséquent, fortement de l'efficacité de l'entreprise.

Le cash-flow sur valeur produite (en pourcentage) donne la rentabilité de la production.

Le résultat brut (avant impôt) sur la valeur produite (%), donne la rentabilité de la valeur produite.

« Lean Management » investissement :

Matériel

L'immobilisé net par personne évalue, dans le cadre sectoriel, le degré de vétusté des installations et des machines. Le ratio peut également faire apparaître un surinvestissement.

L'amortissement sur la valeur produite (en pourcentage) ou la part prise par les amortissements dans le prix de revient des produits : sectoriellement ce ratio mesure le degré de vétusté du matériel.

Rendement et risque financier : l'effet de levier financier

Deux notions de rentabilité se superposent. Certains opérateurs, notamment les bailleurs de fonds externes, s'intéressent particulièrement à la rentabilité des capitaux mis en oeuvre. Les autres, plus singulièrement, les actionnaires sont plus attentifs à la rentabilité financière. Il en appert la rentabilité économique des fonds propres. Autrement dit, le ratio du résultat net sur capitaux propres qui définit la rémunération de leurs apports. C'est le fameux **Return On Equity (R O E)** anglo-saxon. La relation entre les deux notions est intimement liée au taux d'intérêt supporté et à l'équilibre entre les dettes et les capitaux propres.

Si la rentabilité économique dépasse le taux d'intérêt, l'endettement favorise la rentabilité financière. Dès lors, l'effet de levier est en toute logique positif. En revanche, si la rentabilité économique est en deçà du taux d'intérêt, l'effet de levier se transforme en "**coup de massue**".

La formulation générale de l'effet de levier de l'endettement s'exprime de la façon suivante :

Rf : rentabilité financière = $\frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$
Re : rentabilité économique = $\frac{\text{Résultat Courant avant Impôt (RCAI)}}{\text{Actif économique}}$
i : taux d'endettement appliqué à l'entreprise pour lever des fonds.
D : Dettes financières à court moyen et long terme
IS : taux d'imposition des bénéfices
D/CP : Levier financier ou bras de levier (Ratio d'endettement)
Re – i : différentiel de taux

Re > i L'effet de levier joue positivement : plus l'entreprise est endettée plus la rentabilité financière est forte

Re < i L'effet de levier a un impact négatif (**l'effet de massue**) : plus l'entreprise est endettée plus la rentabilité financière est faible.

TABLEAU III : Illustration pratique de l'effet de levier

Chiffres en Millions de MAD

	intérêt 7% cas 1		intérêt 15 % cas 2	
Capitaux propres	4 50	1 25	4 50	1 25
Dettes	50	3 75	50	3 75
Bénéfice Exploitation	50	50	50	50

Intérêts versés				
	3,5	26,25	7,5	56,25
Résultats avant IS				
	46,5	23,75	42,50	-6,25
Impôt (IS)				
	16,275	8,3125	14,875	0
Résultat				
	30.225	15,4375	27,625	-6.25
Rentabilité financière ROE %				
	6,71	12,35	6.13	{(-)}

Si le rendement du capital dégagé par l'activité d'une entreprise devient inférieur au taux d'intérêt des ses bailleurs de fonds son activité n'a plus de raison d'être sur le plan économique ; puisque c'est le capital avancé par les actionnaires qui est mis à contribution pour combler le différentiel.

SECTION III : **Le diagnostic financier des sociétés cotées**

Partons d'un constat simple : derrière chaque cours coté à la Bourse des valeurs de Casablanca (BVC) (7), il existe une société avec des actifs, un historique, l'analyse financière permet de connaître les fondamentaux du marché de ces sociétés et nous aidera à bâtir une conviction pour nous renseigner correctement sur la solidité et les assises des entreprises en conformité avec la Norme IAS 33 de l'IASC. La norme IAS 33 s'applique :

- aux sociétés cotées sur une Bourse des Valeurs ;
- aux titres cotés donnant droit à détenir des droits ordinaires ;
- aux entreprises sur le point d'émettre des actions ordinaires sur une Bourse des valeurs.

Tous les indicateurs présentés ci-dessous peuvent être calculés pour apprécier soit une entreprise individuelle soit explicitée pour toute les entreprises globalement ou par secteur d'activité pour apprécier l'attractivité de la place financière dans son ensemble.

Bourse : Rendement Risque et croissance

Cinq instruments font la référence pour les intervenants sur le marché boursier.

Le PER, le **Price Earning Ratio** ou **CCR Coefficient de Capitalisation des Résultats**, rapporte la capitalisation au Bénéfice Net par Action (BNA). Ratio inverse du taux de rentabilité d'une action, le PER peut se calculer sur la base du cours ou sur la base de la Capitalisation Boursière (Valeur

Marchande des Capitaux Propres = Cours x Nombre de titre émis) ; ce qui conduit bien évidemment au même résultat final.

$$\text{P E R} = \frac{\text{Cour de l'action (Capitalisation boursière)}}{\text{Résultat Net par action (Bénéfice net global)}}$$

Un élément important pour le calcul du Résultat Net par action, qui est à la base de la valorisation d'entreprise par comparaison boursière, est la notion d'intérêt part du groupe. En consolidation, dès qu'une filiale est contrôlée par sa société mère, son compte de résultat est intégralement consolidée (100 % des produits et charges), à l'exception du résultat net qui n'est consolidée que pour sa quote-part de détention. Une filiale détenue à hauteur de 70 % verra son résultat consolidé que pour sa quote-part à hauteur de 70%, et les 30 % restant figureront dans les intérêts minoritaires. Le PER se calculera à partir du Résultat Net total et non à partir Résultat Net part du groupe (RNpdg).

Pour le calcul arithmétique du second ratio relatif au rendement (Dividend yield), c'est le dividende qui figure au numérateur et le cours du titre au dénominateur.

$$\text{Rendement} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Cours de l'action}}$$

Pris disjointement, au plan domestique et au plan international, ces deux instruments (PER, Rendement) permettent de comparer les performances des sociétés du même secteur économique: un véritable **benchmark normatif actif** et **réactif**. Utilisés de concert, ils opposent les valeurs de rendement (Dividende élevé, PER réduits) aux titres de croissance (Faible rendement et multiple important) qui promettent des plus values significatives.

A la différence du PER calculé sur la base du BNA, le PSR (Price Sale Ratio) est calculé sur l'assiette du chiffre d'affaires. La capitalisation boursière, numérateur du ratio, est le produit du cours de l'action multiplié par le nombre titres créés.

Il s'exprime par la formule générale :

$$\text{PSR} = \frac{\text{Capitalisation Boursière}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

Ou encore

$$\text{PSR} = \frac{\text{Capitalisation Boursière}}{\text{Résultat Net}} \times \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

On en déduit :

$$\text{PSR} = \text{PER} \times \text{Marges Nette}$$

Le PCR (Price Cash Flow Ratio), ou le multiple des cash flows (littéralement flux de liquidité), utilisé également pour les sociétés déficitaire ou le PER devient in opérationnel.

$$\text{PCR} = \frac{\text{Capitalisation Boursière}}{\text{Cash Flows}}$$

Le PBR (Price to Book Ratio) ou le multiple des capitaux propres correctement évalué (qui incluent les plus values latentes sur actifs) qui mesure le rapport entre le la valeur du marché à la BVC et la valeur comptable des capitaux propres.

$$\text{PBR} = \frac{\text{Capitalisation Boursière}}{\text{Capitaux Propres}}$$

Lorsque le BPR est supérieur à 1 la valeur financière des capitaux propres est supérieure à leur valeur comptable. Autrement dit la rentabilité des capitaux propres est supérieure à la rentabilité exigée par les actionnaires.

A contrario, lorsque le BPR est inférieur à 1 le taux de rentabilité comptable des capitaux propres est inférieur à la rentabilité exigée par les actionnaires.

Conclusions

Force donc est de constater que notre **Matrice de Performance Quantum** au moyen d'un canevas de ratios cohérents et expressifs est un palliatif structurant difficilement remplaçable pour les acteurs actuels et potentiels de l'entreprise tant pour les shareholders que pour les stakeholders : actionnaires (noyau dur), dirigeants, salariés, fournisseurs, « raiders », investisseurs en portefeuille, « credit men », bailleurs de fonds ... etc.

Elle intervient comme un dispositif analytique d'ingénierie qui nous apparaît à plus d'un titre cohérent, opérationnel et adapté aux besoins des entreprises.

A la lumière de ses développements, il est patent d'avancer que cette approche pyramidale et dynamique incontournable, issue de l'analyse

par les ratios, peut se révéler féconde en matière d'évaluation et de prévision. Nonobstant, si un ratio isolé n'a qu'une portée limitée, un canevas de ratios associé à un habitat temporel (3 à 5 ans) est déjà plus significatif pour la confection d'un **système de veille dynamique de l'entreprise**.

Après élimination ou lissage des aléas, de manière à en tirer, dans le présent des signes annonciateurs, notre tableau de bord gigogne de clignotants pris de concert sur un horizon temporel de 5 ans peut être d'une utilité puissante. La comparaison dynamique par secteur permet en outre aux entreprises de se situer par rapport aux autres entreprises du secteur au plan domestique et international.

La check-list (étude quantitative) de cette matrice de performance quantum proposée nous semblent un levier puissant pour l'Ingénieur Financier, le « Credit Man », le Contrôleur de Gestion, et le stratégeste, au niveau opérationnel, pour appuyer une décision stratégique de Direction Générale. Elle autorise des comparaisons cohérentes, active réactive et pro active, à la fois au plan interne (*comparaison dans le temps : tableau de bord dynamique interne*) et au plan externe (*comparaison dans l'espace : norme sectorielle nationale, internationale, rating "crédit scoring"*).

Nombreux sont les autres moyens, qui peuvent compléter et non remplacer ce tableau de bord architecturé de façon dynamique, et qui sont à la disposition des analystes financiers pour un développement durable :

- Les notations des sociétés telles que MOODY'S, Standard and POOR et FISH, BERI, Nord Sud Export (8) ;
- L'analyse graphique « chartisme » (9)
- Les recommandations de la presse spécialisée, des Brokers et des sociétés d'intermédiation et de contrepartie.

Enfin, force est de reconnaître, qu'il ne faut jamais perdre de vue que derrière la traduction comptable des résultats (Bilan, CPC, ETIC, Budgets...) de l'entreprise il y a les membres de l'équipe dirigeante qui pilotent ces entreprises, groupe et holding et qui constituent l'un des actifs essentiel pour la pérennité de l'entreprise. Cet actif reste au demeurant plus délicat à traduire en chiffres.

En définitive, nous pouvons réaffirmer que les problèmes de financement sont la cause principale des difficultés des entreprises, auxquelles nous soulignons :

- ❶ la nécessité d'une bonne structure financière "***n'empruntez pas d'argent si le produit de vos activités ne vous permet de le rembourser***" ;
- ❷ d'une large indépendance financière "***l'expansion peut être aussi dangereuse que le recul si l'entreprise ne dispose pas de suffisamment de fonds propres***" (10).