



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

PAROLES DE PRATICIEN

FÉVRIER 2024 - N°1

La démarche du diagnostic financier

dans le cadre
d'une évaluation
d'entreprise

INTRODUCTION

L'analyse financière est, le plus souvent, perçue comme une juxtaposition d'indicateurs ou de ratios. Cette vision est simpliste. Elle occulte la démarche par laquelle les éléments de l'analyse doivent s'assembler pour former un ensemble cohérent et interprétatif. On ne peut pas se contenter d'une vision aussi restrictive. Il appartient d'aller au-delà en proposant une démarche spécifique au diagnostic financier dont la finalité est d'aider l'évaluateur à se forger ou à se conforter en faveur d'une opinion raisonnée sur les forces et faiblesses financières de l'entreprise.

I. LA CROISSANCE

Dans une démarche, il faut disposer d'un point de départ. La priorité de l'évaluateur est d'apprécier la dynamique de l'entreprise sur les dernières années qui viennent de s'écouler. La croissance est le pivot, le cœur, pourrait-on dire, de l'analyse financière.

Trois éléments doivent être examinés au travers de la croissance :

- Sur quel indicateur exprimer au mieux la croissance ?
- Quel jugement donner sur le niveau de la croissance ?
- Enfin, quelles sont les particularités de l'évolution de la croissance dans le temps ?

1.1. Sur quel indicateur calculer au mieux la croissance ?

Cette question est cruciale. Elle consiste à sélectionner l'indicateur sur lequel il convient de calculer le niveau de la croissance, tout en précisant que cet indicateur peut différer d'une entreprise à l'autre. En effet, selon l'entreprise, il peut être judicieux de privilégier un indicateur plutôt qu'un autre.

Pour illustrer ce point, prenons l'exemple de la société « DS ». Elle opère dans le secteur des nouvelles technologies. On dispose de données financières homogènes portant sur 5 années. Concernant le taux de croissance, il peut être apprécié à partir de quatre indicateurs : le chiffre d'affaires, l'EBITDA, l'EBIT ou le résultat net.

Tableau 1 : Taux de croissance de l'entreprise « DS » selon les indicateurs financiers

Rubriques	N	N-1	N-2	N-3	N-4	Moyenne	Écart-type
Chiffre d'affaires	5 665,00	4 860,00	4 452,00	4 018,00	3 477,00		
Croissance chiffre d'affaire (%)	16,56%	9,16%	10,80%	15,56%		12,98%	3,60%
Coûts d'exploitation (hors amortissements)	- 3 735,00	- 3 249,00	- 3 122,00	- 2 775,00	- 2 433,00		
EBITDA	1 930,00	1 611,00	1 330,00	1 243,00	1 044,00		
Croissance EBITDA (%)	19,80%	21,13%	7,00%	19,06%		16,60%	6,55%
Amortissement et dépréciation	- 611,00	- 561,00	- 605,00	- 396,00	- 238,00		
EBIT	1 319,00	1 050,00	725,00	847,00	806,00		
Croissance EBIT (%)	25,6%	44,8%	-14,4%	5,1%		13,10%	25,59%
Coût de la dette nette	- 14,00	- 45,00	- 78,00	- 31,00	- 23,00		
Impôt	- 375,00	- 231,00	- 161,00	- 210,00	- 220,00		
Résultat net consolidé	930,00	774,00	486,00	606,00	563,00		
Croissance Résultat net (%)	20,16%	59,26%	-19,80%	7,64%		13,37%	32,85%

Note : Le taux de croissance moyen (4 taux pour 5 années) a été calculé comme suit. Prenons l'exemple du chiffre d'affaires entre N et N-1, soit : $5\,665/3\,477 = 1.6293$. Le taux moyen est donc de : $(1.6293^{0.25}) - 1 = 0.1298$ soit 12.98%.

Le tableau 1 donne les taux de croissance sur les dernières années. Les deux dernières colonnes fournissent la moyenne et l'écart-type des taux pour les différents indicateurs.

On constate que les résultats convergent peu ou prou vers un taux de 13%, excepté l'EBITDA qui s'écarte sensiblement de cette moyenne avec un taux de 16.60%.

La question est la suivante : quel est l'indicateur le plus approprié, celui qui exprime le mieux la croissance ? Pour opérer ce choix, il est indispensable de tenir compte de la moyenne mais aussi de l'écart-type des taux annuels.

Cet exercice permet de mettre en évidence que le chiffre d'affaires est, *pour cette entreprise*, le meilleur indicateur pour apprécier la croissance. L'amplitude des taux sur la période examinée est faible, ce qui correspond à un écart-type minime.

Le résultat net est en revanche à exclure car l'écart-type des taux est très élevé, ce qui équivaut à une grande volatilité des résultats nets sur la période.

Une remarque cependant. Il convient d'insister sur l'assurance préalable que la croissance est calculée sur des bases homogènes : à périmètre et taux de change constants. C'est le cas de la société « DS » prise ici comme exemple.

Le **premier enseignement** est de commencer le diagnostic financier par l'analyse de la croissance et d'affirmer que sa mesure doit s'effectuer sur l'indicateur qui présente la plus faible amplitude sur une période de temps déterminée, ce qui correspond à un faible écart-type.

1.2. Quelle interprétation donner au niveau de la croissance ?

Dans l'exemple ci-dessus, le chiffre de 13% s'impose comme référence de la croissance. Quel qualificatif peut-on donner à ce niveau ? En soi, il est possible d'affirmer que l'on est confronté à une croissance rapide. Si ce taux se maintenait à ce rythme dans l'avenir, le chiffre d'affaires doublerait en 5 années et demie. Mais le qualificatif de « rapide » n'a pas de signification en tant que tel. Tout dépend du secteur dans lequel opère l'entreprise.

Pour conforter cette interprétation, il est recommandé de se positionner en comparaison avec un panel de sociétés cotées travaillant dans le même secteur. Comme indiqué précédemment, « DS » appartient au secteur des nouvelles technologies. Or, ce secteur d'activité se caractérise par des dynamiques de développement rapides.

Le chiffre de 13% ne peut pas être considéré a priori comme un exploit. Pour conforter cette opinion, on a construit, à partir d'une base de données boursière, un panel de 8 sociétés cotées appartenant au même secteur. Ce panel fait apparaître une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 9.2% sur la même période, soit un écart favorable à « DS » de 3.8 points. C'est cette comparaison qui permet d'affirmer que la société « DS » est positionnée sur un trend très favorable en terme de croissance.

Tableau 2 : Comparaison de la croissance de « DS » avec son secteur

Croissance moyenne de la société « DS »	Croissance sectorielle moyenne du panel de référence
13.0%	9.2%

Le **second enseignement** concerne l'appréciation de niveau de la croissance. Celui-ci ne peut s'interpréter qu'à la lumière du dynamisme du secteur dans lequel l'entreprise opère.

1.3. Les particularités de l'évolution de la croissance dans le temps

Il importe de ne pas négliger les particularités de l'évolution de la croissance dans le temps. Pour l'entreprise « DS » on note un point important : une relative régularité de la croissance qui s'élève, 3 années sur 4, à des taux supérieurs à deux chiffres. On est donc confronté à une croissance rapide mais aussi régulière et soutenue dans le temps. Cette particularité est importante à retenir pour l'élaboration des données prévisionnelles qui parviendront à l'évaluateur.

II. L'ÉVOLUTION DES TAUX DE MARGE

La seconde étape du diagnostic financier (après l'analyse de la croissance) est d'interpréter l'évolution des taux de marge, c'est-à-dire de mettre en évidence la capacité du chiffre d'affaires à faire naître du profit. La croissance est une chose, encore faut-il qu'elle se traduise soit par un maintien, soit au mieux, par une amélioration de la rentabilité.

Comme pour l'étape précédente, il convient de s'interroger sur les notions de marges les plus appropriées pour l'évaluateur ? Certains indicateurs

sont utiles pour l'évaluateur, d'autres non. Par exemple, beaucoup d'entreprises articulent leur compte de résultat sur la notion de « Résultat Opérationnel Courant » (ROC). Cet indicateur, tout pertinent qu'il puisse être, ne présente pas l'intérêt qu'il convient pour l'évaluateur.

De ce fait, il est préférable de s'orienter vers trois taux de marge qui seront indispensables pour évaluer l'entreprise : le taux de marge brute d'exploitation (EBITDA/CA), le taux de marge nette d'exploitation (EBIT/CA) et le taux de marge nette globale (Résultat net des activités poursuivies/CA).

Dans cette analyse des marges, il importe de mettre en parallèle la croissance et l'évolution des taux de marge afin de s'assurer que cette croissance (pour mémoire : 13% dans notre exemple) n'a pas entraîné de distorsions dans les trois notions de marge retenues pour l'analyse.

En effet, il n'est pas à exclure que la croissance, surtout lorsqu'elle est rapide, comme c'est le cas de la société « DS », engendre des déséquilibres, des distorsions qui peuvent se refléter sur le niveau des marges. Il faut donc s'assurer que la croissance a été profitable pour l'entreprise ce qui nécessite d'avoir des taux de marge qui soient au moins constants dans le temps, au mieux en progression.

Tableau 3 : Évolution des taux de marge

Rubriques	N	N-1	N-2	N-3	N-4	Moyenne
Chiffre d'affaires	5 665,00	4 860,00	4 452,00	4 018,00	3 477,00	
EBITDA	1 930,00	1 611,00	1 330,00	1 243,00	1 044,00	
Taux d'EBITDA	34,07%	33,15%	29,87%	30,94%	30,03%	31,61%
EBIT	1 319,00	1 050,00	725,00	847,00	806,00	
Taux d'EBIT (%)	23,3%	21,6%	16,3%	21,1%	23,2%	21,09%
Résultat net consolidé	930,00	774,00	486,00	606,00	563,00	
Taux de résultat net (%)	16,42%	15,93%	10,92%	15,08%	16,19%	14,91%

Le tableau 3 fait ressortir que les trois taux de marge marquent plutôt une bonne stabilité, le plus régulier dans le temps étant le taux de marge brute d'exploitation (EBITDA/CA). L'amplitude entre le taux d'EBITDA le plus élevé et le taux le plus faible est de 4.2 points, alors qu'elle est de 7 points pour l'EBIT et de 5.5 points pour le résultat net.

Cette régularité des taux de marge s'interprète comme la capacité de l'entreprise à maintenir profitabilité face à un taux de croissance jugé élevé. C'est le **troisième enseignement** de l'analyse financière.

III. L'ANALYSE DES STRUCTURES FINANCIÈRES ET DES RATIOS

L'analyse des structures financières est le troisième temps de l'analyse financière après l'examen de la croissance et des marges. Pour cela, il importe de mettre en lien les structures financières avec les différentes notions de marge mises en évidence à l'étape précédente afin de s'assurer de la cohérence de l'analyse.

Tableau 4 : Structures financières de la société « DS »

Rubriques	N	N-1	N-2	N-3
Immobilisations nettes	6 498,00	6 586,00	6 470,00	7 227,00
BFR	1 619,00	1 339,00	1 274,00	1 330,00
Total des actifs investis	8 117,00	7 925,00	7 744,00	8 557,00
Capitaux propres	7 311,00	6 197,00	5 061,00	5 209,00
Dette financière nette	806,00	1 728,00	2 683,00	3 348,00
Total des fonds employés	8 117,00	7 925,00	7 744,00	8 557,00

La notion de capitaux investis correspond à celle de l'EBIT et la notion de capitaux propres à celle de résultat net des activités poursuivies. Précisons que la notion de dette financière nette est égale aux dettes financières totales diminuées de la trésorerie.

Quels enseignements l'évaluateur peut-il extraire des structures financières ? Trois ratios vont être indispensables au professionnel pour conduire son évaluation. C'est ce qu'indique le tableau 5 ci-dessous.

Tableau 5 : Les trois ratios de structures financière de la société « DS »

	N	N-1	N-2	N-3	Moyenne
Intensité capitalistique	1,15	1,36	1,45	1,80	1,44
Poids du BFR (en jours)	102,9	99,2	103,0	119,2	106,06
Taux d'endettement	11,0%	27,9%	53,0%	64,3%	39,0%

Le **premier ratio** est l'intensité capitalistique, soit le montant qu'il faut investir pour obtenir un euro de chiffre d'affaires. L'intensité du capital constitue dans tous les cas l'empreinte de l'entreprise, son ADN en quelque sorte. C'est aussi l'inverse de la rotation des capitaux investis. Dans l'exemple de la société « DS », on constate une nette diminution de ce ratio sur la période étudiée qui trouve sa source dans les technologies nouvellement développées qui nécessitent moins de capital physique en immobilisations corporelles et incorporelles.

Le **second ratio** est plus classique : il s'agit du poids du BFR ($[\text{BFR}/\text{CA}] * 360$ jours) qui, dans le tableau 5, diminue de 17 jours sur la période, passant de 119 jours de CA en N-3 à 103 jours l'année N. Ce poids du BFR est élevé mais il est important de noter qu'il amorce une diminution

importante sur la période examinée, ce qui aura un impact non négligeable sur les cash-flows d'exploitation.

Le **dernier ratio** est lui aussi classique et mesure le taux d'endettement net (Dette financière nette / Capitaux propres). Précisons que les capitaux propres comprennent aussi l'ensemble des provisions dont la dotation/reprise sert au calcul de la marge brute d'autofinancement.

Sur ce point, on parvient au même constat. Le taux d'endettement net de « DS » diminue considérablement sur la période examinée. Cette donnée donne à l'évaluateur la structure-cible de financement qui est de maintenir un financement en fonds propres largement majoritaire dans le financement des investissements futurs.

On peut raisonnablement retenir une structure cible du financement de 85% en fonds propres et de 15% en dette financière nette (taux d'endettement de 17.6%). Cette dernière information est importante pour l'évaluateur car elle conditionne pour une part significative le calcul du coût du capital et du coût moyen pondéré des capitaux investis.

Le cinquième enseignement concerne les ratios de structure financière qui se concentrent autour de trois pôles : l'intensité du capital, le poids du BFR et la dette financière nette.



IV. LA DÉTERMINATION DE LA RENTABILITÉ DES CAPITAUX INVESTIS

La combinaison des structures financières et des marges permet de calculer une notion essentielle de la performance : la rentabilité des capitaux investis (ou des capitaux employés), soit la capacité des capitaux investis de l'entreprise à faire naître du bénéfice. C'est le quatrième temps de l'analyse financière au service de l'évaluateur. La rentabilité des capitaux employés (ROCE) est l'indicateur le plus utilisé. Son évolution dans le temps s'explique par la rotation des capitaux et le taux de marge (voir tableau 6).

Tableau 6 : La rentabilité des capitaux employés et son évolution

Rentabilité des capitaux investis	N	N-1	N-2	N-3	Moyenne	Secteur
ROCE (EBIT/CI)	16,25%	13,25%	9,36%	9,90%	12,19%	10,23%
Taux de marge (EBIT/CA)	23,28%	21,60%	16,28%	21,08%		
Rotation des capitaux (CA/CI)	69,79%	61,32%	57,49%	46,96%		
Vérification	16,25%	13,25%	9,36%	9,90%		

Le ROCE progresse nettement sur la période, passant de 9.9% à 16.25%. Cette progression trouve pour l'essentiel son explication dans l'amélioration de la rotation des capitaux investis (ce point correspond à une diminution de l'intensité en capital) qui évolue de 47% à 70%. Le taux de marge contribue aussi à la progression du ROCE mais ce, dans une moindre mesure.

Peut-on se féliciter de l'importance de cette rentabilité ? On peut répondre de manière positive. Le ROCE moyen sur les quatre ans est en moyenne supérieure de 2 points à celle du panel de sociétés pris en référence précédemment.

Le ratio de performance qui combine marge et rotation des capitaux est le ROCE dont le niveau doit être mis en comparaison avec celui du secteur. C'est le sixième enseignement du diagnostic financier.

V. L'ANALYSE DES CASH-FLOW

L'analyse n'est pas complète. Il reste l'examen du cash-flow « libre » qui est une notion essentielle pour l'évaluateur, surtout s'il a recours aux flux de trésorerie prévisionnels actualisés pour valoriser l'entreprise.

Tableau 7 : La formation du cash-flow libre de la société « DS »

Rubriques	N	N-1	N-2	N-3	Moyenne
Trésorerie d'exploitation	1 525,00	1 613,00	1 241,00	1 186,00	
Taux de trésorerie d'exploitation	26,9%	33,2%	27,9%	29,5%	29,38%
Investissements en immobilisations incorporelles et corporelles	- 132,00	- 104,00	- 127,00	- 88,00	
Taux d'investissement	2,33%	2,14%	2,85%	2,19%	2,38%
Cash-flow disponible pour l'entreprise	1 393,00	1 509,00	1 114,00	1 098,00	
Taux de cash-flow disponible pour l'entreprise	24,59%	31,05%	25,02%	27,33%	27,00%

La trésorerie d'exploitation (c'est-à-dire Marge brute d'autofinancement corrigée de la variation du BFR) est proche de 30% mais elle marque cependant une tendance baissière sur la période (moins 2.6 points sur la période étudiée).

Comme le taux d'investissement se maintient sur les années étudiées, le cash-flow libre après financement des investissements s'établit en moyenne à 27% du chiffre d'affaires avec une baisse à 24.6% l'année N, soit un niveau très confortable laissant la possibilité à l'entreprise de se désendetter.

CONCLUSION

À l'issue de cette démarche, l'évaluateur possède une vision globale qui porte sur cinq éléments qui lui seront nécessaires pour valoriser l'entreprise :

- le niveau de croissance du chiffre d'affaires qu'il peut encadrer entre : 11.0% et 15.0% ;
- un taux d'EBIT compris entre : 19.0% et 23% ;
- une structure de financement comprise entre : 70% et 90% de fonds propres ;
- un BFR compris entre : 97 jours et 115 jours de CA ;
- un taux d'investissement compris entre 2.2% et 2.9% du CA.

Le diagnostic financier est donc la pierre angulaire de l'évaluation. Il fournit au professionnel, après l'analyse stratégique, les briques élémentaires sur lesquelles il va s'appuyer pour auditer le plan d'affaires qui lui a été remis et choisir les méthodes d'évaluation les plus appropriées pour conduire sa mission.

Retrouvez toutes les publications

Paroles de praticien

www.ccef.net 



Par Michel TERNISIEN
Économiste et auteur



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

120 avenue des Champs-Élysées - 75008 PARIS
01 44 94 27 70 - ccef@ccef.net
www.ccef.net