

mini manuel

Finance d'entreprise

3^e édition

- ➔ **L'essentiel du cours**
- ➔ **Exercices corrigés**
- ➔ **Cas de synthèse**

Georges Legros

DUNOD

DANS LA MÊME COLLECTION

Augé B., Naro G., *Mini Manuel de Contrôle de gestion*, 2011

Augé B., Naro G., Vernhet A., *Mini Manuel de Comptabilité de gestion*, 2^e ed., 2013

Collain B., Déjean F., Le Theule M.-A., *Mini Manuel de Comptabilité générale*, 2^e ed., 2014

Legros B., *Mini Manuel de Mathématiques pour la gestion*, 2011

Legros B., *Mini Manuel de Mathématiques financières*, 2011

Kruger A, Ferrandi J.-M., Carpentier L., *Mini Manuel de Marketing*, 2010

Védie H.-L., *Mini Manuel d'Économie industrielle*, 2012

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du

Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Dunod, 2018

11 rue Paul Bert, 92240 Malakoff

ISBN 978-2-10-078229-1

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2^e et 3^e a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Table des matières

Partie 1

La gestion financière

1	La stratégie d'investissement	3
	1.1 L'analyse des investissements	3
	1.2 Les critères de choix des investissements	13
	1.3 L'investissement dans un contexte d'incertitude	21
	Points-clés	29
	Exercices	30
	Solutions	45
2	La politique de financement	63
	2.1 Les moyens de financement des investissements	63
	2.2 Le choix des modes de financement	70
	2.3 Le plan de financement	76
	2.4 L'évaluation par la méthode des <i>discounted cash flows</i>	80
	Points-clés	85
	Exercices	86
	Solutions	100
3	Le fonds de roulement normatif	119
	3.1 Objectifs et définitions	119
	3.2 Les ratios d'écoulement	120
	3.3 Les ratios de structure	121
	Points-clés	121
	Exercices	121
	Solutions	124

Partie 2

L'analyse financière

4	La construction de l'information comptable	129
4.1	Le circuit financier interne à l'entreprise : les flux	129
4.2	La transcription des flux : l'information comptable	131
4.3	L'analyse de l'information comptable	133
	Points-clés	134
	Exercices	135
	Solutions	137
5	Analyse de l'exploitation : le compte de résultat	139
5.1	Les soldes intermédiaires de gestion (SIG)	139
5.2	Éléments d'analyse du compte de résultat	146
5.3	Les principaux ratios issus du compte de résultat	152
	Points-clés	153
	Exercices	153
	Solutions	157
6	Analyse du bilan	163
6.1	Présentation succincte du bilan	163
6.2	L'analyse fonctionnelle du bilan	164
	Points-clés	186
	Exercices	187
	Solutions	193
7	Analyse des flux financiers	201
7.1	Les différents outils de l'analyse des flux financiers	201
7.2	Analyse des flux de financement	202
7.3	Analyse des flux de trésorerie	211
	Points-clés	218
	Exercices	218
	Solutions	229
	Étude des cas	239
	Bibliographie	249
	Index	249

Avant-propos

Les cinq objectifs de cet ouvrage sont les suivants :

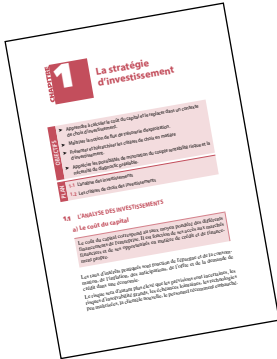
- Proposer un outil d'étude efficace. Les développements théoriques sont suivis d'exercices corrigés et commentés. Ces applications permettent au lecteur de tester sa bonne compréhension des thèmes, d'assurer la mémorisation des concepts. Ces exercices consolident le passage de la théorie à la pratique.
- Rendre ce manuel accessible au plus grand nombre en proposant un traitement des thèmes par difficulté croissante.
- Faire acquérir aux étudiants une logique financière fondée sur l'évaluation de la rentabilité et du risque.
- Présenter une vision d'ensemble des connaissances en matière de finance d'entreprise.
- Proposer aux étudiants des écoles de commerce et des universités un ouvrage conforme à leurs programmes.

Pour atteindre ces objectifs nous développerons deux axes essentiels :

- **La stratégie financière**, à savoir les choix d'investissement, la politique de financement et le plan de financement. La décision d'investir engage l'entreprise à long terme. Les critères financiers reposent sur l'actualisation des flux prévisionnels issus du projet. Il est nécessaire d'identifier les sources de financement. Le choix de financement résulte de la prise en compte des différentes formes de l'endettement, des fonds propres et des coûts associés. Le plan de financement propose une synthèse des politiques d'investissement, de financement et de rémunération des parties prenantes.
- **L'analyse financière**, c'est-à-dire la construction de l'information comptable, l'analyse du compte de résultat, du bilan, des flux financiers et le diagnostic financier.
Les actionnaires, les créanciers, les assureurs, les salariés, les clients, les fournisseurs s'interrogent sur la création de valeur par l'entreprise, des méthodes appropriées les aident à former leur opinion. La connaissance des documents de synthèse comptables est indispensable. L'étude du compte de résultat permet d'analyser la formation du résultat au travers des soldes de gestion. L'étude du bilan est destinée à appréhender le fonctionnement de l'entreprise au niveau des ressources et des emplois. La mesure de la rentabilité, l'évaluation des risques, l'impact du levier financier, les ratios constituent des éléments privilégiés de diagnostic. L'analyse par les flux s'impose comme un élément majeur de diagnostic.

Comment utiliser cet ouvrage ?

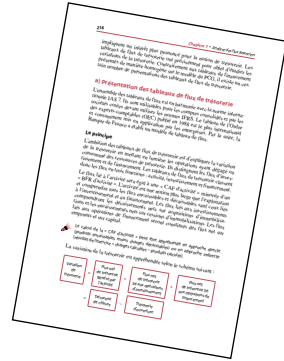
La page d'entrée de chapitre



Elle donne le plan du cours, ainsi qu'un rappel des objectifs pédagogiques du chapitre.

Le cours

Le cours, concis et structuré, expose les notions importantes du programme.



Les rubriques



Une erreur à éviter



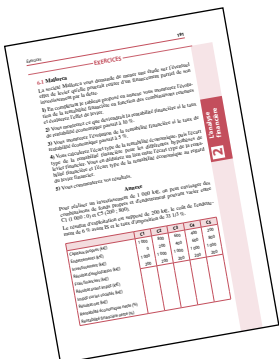
Un peu de méthode



Un exemple pour comprendre



Les points clés à retenir



Les exercices

Ils sont proposés en fin de chapitre, avec leur solution, pour se tester tout au long de l'année.

Le cas de synthèse

Situé à la fin de l'ouvrage, il permet de s'entraîner dans les conditions de l'examen.

La gestion financière

Chapitre 1	La stratégie d'investissement	3
Chapitre 2	La politique de financement	63
Chapitre 3	Le fonds de roulement normatif	119

La gestion financière repose sur l'étude des stratégies d'investissement et des politiques de financement. Il s'agit de mettre en place des outils d'aide à la prise de décision. Le critère majeur repose sur la création de valeur actionnariale. Nos projets d'investissement doivent autoriser une juste rémunération des créanciers financiers et des actionnaires au regard des risques pris par eux. La création de valeur actionnariale se définira comme la capacité à accumuler des réserves et donc à augmenter la valeur de l'entreprise.

L'étude des flux de trésorerie futurs repose sur une distinction entre le flux de trésorerie d'exploitation et les flux de trésorerie net. Le flux de trésorerie d'exploitation est la partie encaissée du résultat d'exploitation. Le flux de trésorerie net est la partie encaissée du résultat net à disposition des actionnaires après rémunération des créanciers financiers.

La gestion financière est l'étude prévisionnelle de la rentabilité des projets et des capitaux investis par les actionnaires, c'est aussi l'étude de la capacité de l'entité à préserver son équilibre financier.

La minimisation des prises de risques et la maximisation des espérances de rentabilités rythmant les prises de décision inhérentes à la gestion financière.

La stratégie d'investissement

OBJECTIFS

- Apprendre à calculer le coût du capital et le replacer dans un contexte de choix d'investissement.
- Maîtriser la notion de flux de trésorerie d'exploitation.
- Présenter et hiérarchiser les critères de choix en matière d'investissement.
- Apprécier les possibilités de minoration du couple rentabilité risque et la nécessité du diagnostic préalable.

PLAN

- 1.1 L'analyse des investissements
- 1.2 Les critères de choix des investissements

1.1 L'ANALYSE DES INVESTISSEMENTS

a) Le coût du capital

Le coût du capital correspond au taux moyen pondéré des différents financements de l'entreprise. Il est fonction de ses accès aux marchés financiers et de ses opportunités en matière de crédit et de financement propre.

Les taux d'intérêts pratiqués sont fonction de l'épargne et de la consommation, de l'inflation, des anticipations, de l'offre et de la demande de crédit dans une économie.

Le risque sera d'autant plus élevé que les prévisions sont incertaines, les risques d'insolvabilité grands, les échéances lointaines, les technologies peu maîtrisées, la clientèle nouvelle, le personnel récemment embauché.

Ainsi, un investissement de rationalisation exige un taux d'actualisation inférieur à celui d'un investissement de croissance. À risque moindre correspond une exigence de rendement plus faible.

Calcul du coût du capital

Deux calculs de coût du capital peuvent être menés, l'un sur la base des valeurs comptables, l'autre sur celle des valeurs de marché.

- En approche « valeurs comptables » nous pondérons les taux de l'entreprise par des coefficients représentatifs de l'importance respective des modes de financement au regard du bilan.
- En approche « valeurs de marché » nous pondérons les taux du marché par des coefficients représentatifs de l'importance respective des modes de financement exprimés en valeur de marché.

La valeur de marché des capitaux propres correspond à la capitalisation boursière de la société, à savoir le nombre de titres composant le capital multiplié par le cours en bourse. Si la société étudiée n'est pas cotée, il convient de mener une évaluation d'entreprise.

La valeur de marché des dettes financières correspond à la valeur actualisée au taux du marché de l'ensemble des décaissements liés au service de ces dettes.

Pour de nombreux auteurs, le coût des fonds propres peut être calculé en utilisant une formule de type MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers). Cette formulation présente l'avantage d'intégrer l'octroi de primes de risque aux actionnaires dans le calcul du coût des fonds propres et de déboucher directement sur un coût du capital risqué.



Ainsi, pour un projet A, le coût des fonds propres devient :

$$E(RA) = R_s + [E(RM) - R_s] \beta_A$$

avec :

$E(RA)$ = Coût des fonds propres associés au projet A

R_s = Taux sans risque

$E(RM)$ = Taux de rendement espéré du marché « actions »

β_A = Mesure du risque systématique du projet A

$[E(RM) - R_s] \beta_A$ = Prime de risque économique spécifique au projet A

Calcul de la prime de risque

Nous pouvons considérer qu'une prime de risque financier doit aussi être octroyée aux actionnaires pour les rémunérer à hauteur du risque lié au niveau d'endettement de la société. Selon les phénomènes d'effet de levier, plus le niveau d'endettement est élevé, plus forte est la

rentabilité des capitaux propres (si toutefois la rentabilité économique dépasse le taux de rémunération des prêteurs de fonds).

Cependant, selon les mêmes phénomènes et du fait de la fixité du taux de rémunération des prêteurs de fonds, la variabilité de la rentabilité des capitaux propres aux évolutions de la rentabilité économique sera d'autant plus grande que les dettes financières seront élevées au regard des capitaux propres.

Ainsi, nous posons une prime de risque financier selon la formule suivante :

$$[E(RM) - R_s] \beta_A \times D/C \times 2/3$$

avec :

D = Les dettes financières de la société exprimées de préférence en valeurs de marché

C = Les capitaux propres de la société exprimés de préférence en valeurs de marché

2/3 = Dans le cadre d'un taux d'imposition des bénéfices de 1/3



Le coût des fonds propres devient définitivement :

$$E(RA) = R_s + [E(RM) - R_s] \beta_A + [E(RM) - R_s] \beta_A \times D/C \times 2/3$$

$$\text{ou } E(RA) = R_s + [E(RM) - R_s] \beta_A \times [1 + (D/C \times 2/3)]$$

Pour calculer le bêta (β) d'un projet, nous assimilons son comportement en termes de risque à la variabilité d'une catégorie d'actions aux évolutions du marché financier.

Nous procédons donc par similitude de comportement en utilisant le bêta d'un titre sur le marché. Cette assimilation de la variabilité propre à un projet de la société X à la variabilité propre au titre de la société Y permet d'intégrer l'idée que le risque lié à un projet dans une entreprise ne correspond pas au risque de l'entreprise dans son ensemble et que les actionnaires revendiqueront une rémunération analogue à celle qu'il pourrait obtenir sur le marché pour un même niveau de risque.

De cette façon, nous calculons un taux de rémunération des fonds propres plus qu'un coût des fonds propres. Pour passer de l'un à l'autre, il faudra ajouter les frais d'émission des titres évalués souvent forfaitairement.



Cette analyse se fonde sur les possibilités d'arbitrage des actionnaires sur les marchés financiers. Avec un coût de la dette financière inférieur au coût des fonds propres, une société n'obtiendra pas systématiquement une diminution du coût du capital risqué en s'endettant au-delà, puisque à toute augmentation des dettes correspond une augmentation de la prime de risque financier, donc du coût des fonds propres.

b) La nature de l'investissement

L'investissement est un bien durable dans l'entreprise non consommé par un cycle d'exploitation. Un investissement est une immobilisation de capitaux pour une longue période en vue d'avantages ou de gains ultérieurs incertains.

L'entreprise investissant fait un ensemble de décaissements qui peuvent s'échelonner sur plusieurs années acquérant ainsi des actifs dont l'exploitation permettra de récupérer la mise de fonds et de réaliser un rendement minimal sur les capitaux investis.

Les actifs ne sont pas achetés en vue d'une revente, mais pour les utiliser.

Dans la plupart des cas, un investissement est irréversible. Une fois réalisé, il est difficile de revenir en arrière.

L'interdépendance des projets peut se situer aussi bien au niveau des actifs immobilisés qu'au niveau des revenus et coûts d'exploitation attendus.

- **Les investissements mutuellement exclusifs.** Ce sont des investissements tels que l'acceptation de l'un entraîne automatiquement le rejet de l'autre.
- **Les investissements concurrents.** Les investissements coexistent dans l'entreprise. Un investissement est concurrent à un autre s'il en réduit la rentabilité. Son acceptation n'aboutit pas nécessairement au rejet de l'autre mais en affecte négativement la rentabilité.
- **Les investissements indépendants.** Deux investissements sont indépendants si l'adoption de l'un n'entraîne aucun effet sur l'autre et réciproquement.
- **Les investissements complémentaires.** Un investissement est complémentaire à un autre s'il permet d'en augmenter la rentabilité. L'investissement complémentaire peut être réalisé en même temps que l'investissement qu'il complète ou ultérieurement.

Traditionnellement, nous opposons les investissements de pure innovation aux investissements de remplacement à l'identique.

Les premiers engendrent de nouveaux BFRE, les seconds ne modifient pas sensiblement les besoins issus du cycle d'exploitation.

Au-delà de ces catégories, nous pouvons présenter le classement suivant :

- **Les nouveaux produits.** Il s'agit d'investissements réalisés en vue de développer de nouveaux produits. L'investissement présente plus de risque et il convient de les sélectionner sévèrement ;
- **Les nouveaux marchés.** Les investissements visant à développer des marchés nouveaux présentent moins de risque que les précédents.