

Point de départ

La semaine dernière, nous discutons des mécanismes et des acteurs qui interviennent dans la création et le financement d'une société.

Thomas:

Nous avons aussi souligné que suivre la circulation de l'argent durant le cycle de vie de l'entreprise – le financement, l'investissement dans un projet, le retour sur investissement du projet, puis la distribution aux actionnaires et/ou le réinvestissement dans un nouveau projet – servait de fil conducteur à l'analyse et la valorisation d'un business.

C'est très clair, mais comment fait-on ? Par où commencer ?

Etienne:

Pour pister le cash à la trace, et plus généralement suivre la vie financière d'une entreprise dans la durée, on s'appuie sur les trois documents qui, pris ensemble, constituent les états financiers : le compte de résultat, le bilan, et le tableau des flux de trésorerie.

Serge:

Mais le bilan est le plus important, parce qu'il est une photographie du patrimoine de l'entreprise : il y figure clairement ce qu'elle possède et ce qu'elle doit, soit l'actif et le passif.

Sylvain:

On peut faire l'analogie avec une famille. Par exemple, et pour schématiser, son patrimoine se compose à l'actif d'une maison, d'un livret de caisse d'épargne, d'un portefeuille d'actions et de quelques pièces d'or léguées par un parent ; au passif, on trouve ce qu'il reste de l'emprunt souscrit pour acheter la maison, tout ce qui est dû aux fournisseurs – factures d'électricité et de téléphonie, etc. – ainsi que les impôts. L'actif moins le passif, c'est le patrimoine net. C'est pareil pour une société, sauf qu'on appelle le patrimoine net « capitaux propres ».

Serge:

A vrai dire, nous n'avons même pas tellement besoin des comptes de résultat et des flux de trésorerie. Ils n'apportent que des informations complémentaires, qui permettent cependant de recoller ensemble les pièces du puzzle.

Etienne:

Exactement. En étudiant les bilans au fil des années, on voit tout de suite si l'entreprise accroît son patrimoine net – c'est-à-dire si les capitaux propres des actionnaires s'apprécient. Le compte de résultat sert juste à détailler la manière, à condition bien sûr d'être honnête et transparent. Il donne un état synthétique des revenus et des dépenses sur la durée d'un exercice, et donc de la

perte ou du profit réalisé(e). Mais il ne s'agit que d'écritures comptables assez faciles à manipuler, alors qu'il est plus difficile de tricher avec son bilan.

« Le bilan est le plus important, car il est une photographie du patrimoine de l'entreprise »

Comment peut-on manipuler un compte de résultat ?

Etienne:

C'est assez simple. La première ligne, c'est le chiffre d'affaires, soit le total des ventes. Or il existe plusieurs façons plus ou moins rigoureuses de reconnaître ces dernières – par exemple, avant qu'elles n'aient vraiment eu lieu, ou en faisant passer des subventions pour du chiffre d'affaires.

Serge:

On peut aussi – et c'est plus fréquent – tricher sur les dépenses, par exemple en les capitalisant au bilan plutôt que de les compter comme une sortie d'argent au compte de résultat.

Par quel tour de magie ?

Serge:

Les entreprises ont le droit de mettre au bilan (de « capitaliser ») des dépenses de recherche et développement – par exemple dans les industries automobiles ou pharmaceutiques – ou des dépenses d'exploration – par exemple dans l'industrie du pétrole. Elles ne se privent d'ailleurs pas de le faire ! Dans les deux cas évoqués à l'instant, on va créer un actif intangible à partir de cette dépense ; c'est-à-dire qu'on va la garder comme un avoir.

« Nous autres à l'IF sommes concentrés sur le bilan, les ROI, et l'évolution du patrimoine net de l'entreprise année après année »

Je ne comprends toujours pas. On dépense mais on garde comme avoir ?

Thomas:

Ce type de dépenses – de R&D ou d'exploration – a pour but de faire du retour sur investissement. Si une pétrolière dépense de l'argent pour sonder un sous-sol, c'est parce qu'elle espère trouver un gisement et l'exploiter ; si une pharma dépense de l'argent pour élaborer une molécule, c'est parce qu'elle ambitionne de la breveter et de la commercialiser. Il est donc légitime de capitaliser lesdites dépenses comme des actifs, mais si et seulement si elles génèrent du ROI par la suite. Si une pétrolière dépense des fortunes en exploration pour au final ne rien trouver, la dépense sera bien réelle, et le cash-burn se retrouvera après un effacement d'une partie de l'actif – ce qu'on appelle un write-off. On aura pu tricher un temps, c'est-à-dire ne pas montrer la dépense au compte de résultat, mais à terme la réalité referra surface au bilan.

Etienne:

C'est pourquoi nous autres à l'IF sommes aussi concentrés sur le bilan, les ROI, et l'évolution du patrimoine net de l'entreprise année après année. Nous ne sommes pas contre reconnaître un actif

capitalisé s'il y a un ROI. En revanche, s'il y a un doute sur le ROI, alors il faut le retraiter du bilan et bel et bien le compter comme une dépense au compte de résultat. C'est justement le travail de l'analyste : obtenir l'image la plus fidèle possible du cash qui rentre et du cash qui sort. Car ce qui rémunère l'actionnaire, c'est toujours le cash. Quand nous regardons notre compte en banque, c'est notre free cash-flow qui nous intéresse, c'est-à-dire le cash qui rentre par le fruit de notre travail – en excluant l'influence d'éventuels crédits – moins le cash qui sort. Pour une entreprise, c'est pareil !

Sylvain:

A ce stade, tu mesures déjà l'une des difficultés qu'affronte l'analyste. Imagine un peu : à l'échelle d'un groupe comme Intel ou Sanofi, comment estimer précisément la valeur de la R&D ? Tous ces milliards capitalisés l'ont-ils été à juste titre ? Si oui, quelle richesse additionnelle vont-ils produire l'entreprise ?

Je comptais sur vous pour me le dire.

Sylvain:

Typiquement, le mieux que l'on puisse faire est de voir quelle génération de free cash-flow supplémentaire entraîne la capitalisation de la R&D. Si l'entreprise dépense dix milliards en R&D, et que l'année qui suit son profit cash augmente d'un milliard, je comprends qu'il était légitime de capitaliser la dépense au bilan, et que le ROI sur cette dernière est de 10%.

Serge:

Bref, du point de vue de l'investisseur, une dépense n'est capitalisable que si elle est un investissement rentable. La difficulté, c'est bien sûr qu'il est impossible de le savoir à l'avance.

D'autres manières de gonfler le compte de résultat et/ou le bilan ?

Etienne:

Ce ne sont pas les moyens qui manquent, mais c'est un sujet nettement plus pointu : nous en discuterons dans un prochain module. Revenons-en plutôt aux fondamentaux.

« Le passif répond à la question suivante : d'où vient l'argent ? L'actif répond lui à la question suivante : où va l'argent ? »

Donc au bilan, le point de départ de l'analyse.

Etienne:

Une première subtilité qu'il s'agit de bien appréhender, c'est que le total des actifs y sera toujours égal au total du passif, c'est-à-dire à la somme des dettes et des capitaux propres. Au passage, notons que la comptabilité française englobe les dettes et les capitaux propres sous la seule terminologie du « passif », quand la comptabilité américaine fait bien la distinction entre « liabilities » – les dettes – et « equity » – les capitaux propres.

Si les capitaux propres sont le patrimoine net de l'entreprise, soit ce qu'elle a moins ce qu'elle doit, pourquoi le compter comme un passif ? C'est illogique !

Serge:

Ce n'est qu'une convention d'écriture comptable, mais on peut cependant lui donner un sens : puisqu'elle leur appartient, la société doit quelque chose à ceux qui l'ont financée en actions – c'est donc bel et bien une sorte de dette envers les propriétaires.

Etienne:

Là aussi, on trouve une différence entre la comptabilité française et la comptabilité américaine. En France, les capitaux propres apparaissent tout en haut du passif. Aux Etats-Unis, ils viennent en dernier. L'explication, c'est qu'outre-Atlantique on va du plus liquide au moins liquide ; tandis qu'en France, c'est l'inverse : on veut voir en haut du passif ce qui a servi à financer l'actif. Si l'entreprise lève dix mille euros en actions, c'est le premier élément du passif – et on peut tout de suite voir à l'actif où et à quel usage ont été investis ces dix mille euros.

Jeremy:

Pour schématiser, le passif répond à la question suivante : d'où vient l'argent ? L'actif répond lui à la question suivante : où va l'argent ?

« Les capitaux propres sont le montant total des capitaux injectés par les actionnaires dans le business »

Pouvez-vous à nouveau définir ce que sont les capitaux propres ?

Thomas:

Il y a deux manières de les comprendre : un, comme nous l'avons vu, c'est le patrimoine net de la société ; deux, et c'est une définition plus business, comme le montant total des capitaux injectés par les actionnaires dans le business.

Sylvain:

De quoi se composent les capitaux propres ? Au départ, c'est bien le capital initial des actionnaires, celui levé à la création du business, tel que c'est expliqué dans le précédent module [NDLR : Parties Prenantes]. Viennent ensuite les bénéfices ou les pertes que le business va réaliser. Grossièrement, si je lève dix mille euros de capitaux propres et que je réalise un profit de mille euros que je décide de garder dans l'entreprise – donc au bilan – plutôt que de le distribuer en dividende, mes capitaux propres à la fin de l'exercice sont de onze mille euros. On peut alors considérer ces mille euros gardés au bilan comme du capital injecté dans le business, en plus du capital levé au départ.

Etienne:

Le cas échéant, il faudra également y rajouter l'argent levé lors d'augmentations de capital ultérieures, et retrancher les différents retours de capital – dividendes ou rachats d'actions. En fait,

l'évolution des capitaux propres – aussi nommés avoir net des actionnaires – n'est rien d'autre que celle des actifs et des passifs.

Sylvain:

Tout à l'heure nous parlions de l'égalité entre actif et passif, qui déroute typiquement les apprentis analystes et investisseurs. Pour te donner un exemple : si l'entreprise lève dix mille euros via une augmentation de capital, immédiatement après l'opération, on retrouve dix mille euros à l'actif – en trésorerie – et dix mille euros au passif – dans les capitaux propres, car c'est de l'argent qu'elle « doit » à ses actionnaires, qui bien sûr ne la financent pas gratuitement. Un bilan fonctionne selon le principe des vases communicants.

C'est très clair. Comment procédons-nous à présent ?

Serge:

Nous allons désosser un bilan et expliquer la signification de chaque poste de l'actif et du passif.

Etienne:

Ces derniers sont composés de l'actif courant – le plus liquide, comme la trésorerie – et de l'actif à long-terme, ou immobilisations, moins liquides, comme les usines ; ainsi que du passif courant – toutes les créances à régler à court-terme – et du passif à long-terme, soit les dettes à régler à long-terme et les capitaux propres.

Commençons par l'actif courant.

Etienne:

Il faudrait un module entier... Et justement, le prochain y sera consacré !

Avertissement : ce contenu est une propriété intellectuelle exclusive de L'Investisseur Français.

Seul le client de L'Investisseur Français ayant commandé puis payé ce contenu est autorisé à en faire un usage dans un cadre strictement personnel et privé. Toute autre utilisation (transmission du contenu à un tiers, reproduction de tout ou partie de celui-ci) ou diffusion dudit contenu sont strictement interdites sous peine de sanctions civiles et/ou pénales, conformément aux dispositions du code de la propriété intellectuelle.