

Découvrez le 1^{er} MOOC proposé par FIRST FINANCE INSTITUTE

MOOC ANALYSE FINANCIÈRE

Du 4 novembre au 8 décembre 2013

PRÉ-REQUIS COMPTABLES

 **Chapitre 8 – L'analyse des marges : structure**

Chapitre 8

L'analyse des marges : structure

L'analyse des marges d'une entreprise est la première étape de toute analyse financière. C'est une étape essentielle car il est clair qu'une entreprise qui n'arrive pas à vendre ses produits ou ses services à un prix supérieur à leurs coûts de production est inévitablement condamnée à disparaître.

Le résultat net est un résidu issu de l'ensemble des charges et produits figurant dans le compte de résultat. L'analyse du résultat net est très marginale dans notre approche, en effet, la performance d'une entreprise est avant tout issue de sa performance opérationnelle, ce qui explique que le résultat d'exploitation soit au centre des préoccupations des analystes financiers. Le résultat financier ou le résultat non récurrent présentent un caractère « mécanique » sans grand intérêt, notamment dans une perspective prévisionnelle.

L'analyse des marges nécessite une analyse en tendance qui consiste à comprendre l'évolution du résultat d'exploitation à partir de celle des charges et des produits dont il est le solde. Elle n'a d'intérêt que si elle permet de comprendre le passé pour extrapoler l'avenir. Aussi est-elle historique et s'étend-elle sur plusieurs exercices. Elle présuppose, bien entendu, que l'activité de la société n'ait pas été substantiellement modifiée sur la période considérée.

En fait, ces évolutions sont la matérialisation :

- d'une position stratégique plus ou moins forte à travers le mécanisme de l'effet ciseau ;
- d'un niveau de risque plus ou moins élevé à travers le mécanisme de l'effet point mort que nous verrons au chapitre suivant.

SECTION 1: LA FORMATION DU RESULTAT D'EXPLOITATION

1. LE CHIFFRE D'AFFAIRES

Son évolution est le paramètre essentiel de toute analyse financière et de la compréhension de l'entreprise. Une firme dont l'activité est en forte croissance, en stagnation, en croissance ralentie, en retournement, en dépression... sera confrontée à des problèmes différents. En étudiant l'évolution de son activité, on plante le décor de l'ensemble de l'analyse financière. La base de toute analyse est l'évolution du chiffre d'affaires, qui doit être décomposée en termes de volumes (quantités vendues) et de prix, de croissance interne et de croissance externe.

L'analyse en volumes nécessite d'isoler la croissance externe de la croissance interne (aussi appelée croissance organique) de l'entreprise afin de comparer ce qui est comparable. Il faut donc analyser la performance de l'entreprise (en volumes et en prix) à périmètre de consolidation identique puis mesurer l'impact des entrées et sorties du périmètre de consolidation. En pratique, lorsqu'il y a des acquisitions, des cessions ou des changements de méthodes comptables importants, la plupart des groupes publient des **comptes pro forma** présentant les comptes de résultat de l'exercice clos et ceux de l'exercice précédent selon un même périmètre et avec les mêmes méthodes de consolidation.

Questions et ratios-clés : le taux de croissance du chiffre d'affaires est la variable à expliquer. Il doit être décomposé en termes de volumes et de prix ; de produits et de zones géographiques. Ces différents taux de croissance doivent alors être comparés à ceux du marché et aux indices de prix (général et sectoriels) et tenir compte de l'effet de change. Quel est l'impact des changements de périmètre sur le chiffre d'affaires ?

2. LA PRODUCTION

Si le chiffre d'affaires constitue l'élément essentiel d'appréciation des performances à moyen terme de l'entreprise, il peut, à l'échelle d'un exercice, traduire d'une manière inexacte l'activité de celle-ci. Aussi, dans la présentation des comptes par nature, a-t-on développé le concept de production, qui se calcule ainsi :

$$\begin{array}{r} \text{Production vendue ou chiffre d'affaires} \\ + \text{ Production stockée} \\ + \text{ Production immobilisée} \\ \hline = \text{ Production} \end{array}$$

Le concept de production permet avant tout de comparer les consommations de l'exercice à la base d'activité à laquelle elles correspondent ; il est donc d'autant plus important que l'entreprise est caractérisée par un montant élevé de stocks ou de travaux en cours.

Un taux de croissance de la production supérieur à celui du chiffre d'affaires peut être la conséquence de phénomènes graves :

- **des surproductions** que l'entreprise devra résorber l'année suivante par une sous-activité qui engendre toujours des coûts supplémentaires ;
- **des survalorisations des stocks**, réduisant ainsi progressivement la marge qui sera ultérieurement secrétée.

La production immobilisée ne pose de problème que lorsque son montant paraît relativement important. Il est en effet de bonne gestion fiscale de passer en charges le maximum d'investissements. La production immobilisée est alors minime. Un montant trop élevé peut dissimuler des problèmes et le souci d'augmenter, en apparence au moins, le résultat comptable.

3. LA MARGE SUR CONSOMMATION DE MATIÈRES

Ce solde est particulièrement important pour les sociétés industrielles ; il est de peu d'intérêt pour les sociétés de service. La marge sur consommation est calculée ainsi :

$$\begin{array}{r} \text{Production} \\ - \text{ Consommation de matières} \\ \hline = \text{ Marge sur consommation de matières} \end{array}$$

Comme nous l'avons vu, le concept de consommation de matières a pour objet de redresser le poste « achats » par la prise en compte des variations de stocks de matières premières et d'approvisionnements. Il se calcule comme suit :

Achats de matières premières et autres approvisionnements

- Variation de stocks de matières premières et approvisionnements

= Consommation de matières

La marge sur consommation de matières caractérise la position qu'occupe l'entreprise entre le marché des produits finis (clients et concurrents) et le marché des matières premières (fournisseurs). En comptes consolidés, on trouve fréquemment la notion de **marge brute** qui représente la différence entre ventes et coûts des ventes.

Là aussi interviennent un effet prix et un effet volumes, quasiment impossibles à séparer car ces consommations sont trop disparates. On se contente alors d'une comparaison du taux de croissance par rapport à celui de la production. Une divergence durable peut s'expliquer par une modification des produits fabriqués par l'entreprise ou par une amélioration (une détérioration) du processus de production.

4. LA MARGE COMMERCIALE

La **marge commerciale** est la différence entre le montant des ventes de marchandises et leur coût d'achat. Elle est calculée ainsi :

Ventes de marchandises

- Achats de marchandises

+ Variation des stocks de marchandises

= Marge commerciale

Elle n'a de sens que pour les entreprises de négoce, de distribution... Pour ces sociétés, la marge commerciale ou le taux de marge (rapport de la marge commerciale au chiffre d'affaires), est l'indicateur fondamental. Elle est souvent plus stable que les éléments qui la composent (chiffre d'affaires et coût d'achat des marchandises vendues).

5. LA VALEUR AJOUTÉE

Elle traduit le supplément de valeur donné par l'entreprise, dans son activité, aux biens et aux services en provenance des tiers. Elle est donc égale à la somme de la marge commerciale et de la marge sur consommation de matières, diminuée des consommations de biens et de services en provenance des tiers (les « autres charges externes » en comptabilité française).

Elle se calcule ainsi :

$$\begin{array}{r} \text{Marge commerciale} \\ + \text{ Marge sur consommation de matières} \\ - \text{ Autres charges externes (sous-traitance, loyers, achats non} \\ \text{stockables de matières et de fournitures)} \\ \hline = \text{ Valeur ajoutée} \end{array}$$

La valeur ajoutée est utile pour caricaturer un secteur et constitue une mesure de l'intégration de l'entreprise dans son secteur.

6. LA REMUNERATION DU PERSONNEL

Ce poste est très important, tant en raison d'un montant relatif souvent élevé, que d'une très grande inertie des charges de personnel, théoriquement frais variables par excellence, mais en fait de véritables frais fixes à court terme.

Il ne faut pas négliger l'inertie, à la hausse comme à la baisse, des frais de personnel. Recruter 100 personnes tout au long de l'année signifie qu'elles ne seront payées qu'à 50 % sur une base annuelle, et qu'elles n'auront d'effet à plein que l'an prochain. Ce raisonnement vaut également à la baisse.

Questions et ratios-clés : les charges de personnel doivent être analysées :

- en termes de productivité : chiffre d'affaires/effectif moyen, valeur ajoutée/effectif moyen, production/effectif moyen ;
- en termes de contrôle des coûts : charges de personnel/effectif moyen ;
- en termes de croissance.

7. L'EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION

Les notions précédemment analysées (valeur ajoutée et production) relevaient plus de la macroéconomie. L'excédent brut d'exploitation relève, lui, de la microéconomie.

Valeur ajoutée
+ Subventions d'exploitation reçues
- Impôts, taxes et versements assimilés
- Rémunérations du personnel et charges sociales
- Dépréciation nette d'actifs circulants
- et provisions pour risques et pour charges d'exploitation
+ Autres produits d'exploitation
- Autres charges d'exploitation
<hr/>
= Excédent brut d'exploitation

Comme le rapport EBE/chiffre d'affaires, souvent appelé **marge d'EBE**, se situe avant l'impact des charges calculées que sont les dotations aux amortissements, les dépréciations sur actifs immobilisés que l'entreprise peut établir avec une certaine latitude, son évolution est au cœur de la réflexion.

8. LE RÉSULTAT D'EXPLOITATION

Le résultat d'exploitation est égal à l'EBE corrigé des dotations aux amortissement :

Excédent brut d'exploitation
- Dotations aux amortissements
<hr/>
= Résultat d'exploitation

Comme nous l'avons vu au chapitre 3, la présentation par destination aboutit directement au résultat d'exploitation et ne s'arrête pas sur l'EBE :

Chiffre d'affaires
- Coûts des ventes
- Frais commerciaux
- Frais administratifs
- Frais de recherche-développement
± Autres produits et charges d'exploitation
<hr/>
= Résultat d'exploitation

L'accent mis sur les performances d'exploitation a conduit bon nombre d'entreprises à essayer d'améliorer la présentation du résultat d'exploitation en excluant des charges qui y sont logiquement rattachées. On les retrouvera sous une ligne générale « autres charges et autres produits », naturellement le plus souvent négative, située après le résultat d'exploitation. C'est ainsi que nous avons vu des pertes de change sur l'activité, des provisions récurrentes pour médailles du travail ou risques environnementaux, des frais de sous-activité ou des pertes prévisionnelles sur contrat... être exclus du résultat d'exploitation. Certains logeront au contraire en résultat d'exploitation des plus-values de cession.

D'autres entreprises feront apparaître un résultat opérationnel, présenté comme plus significatif que le résultat d'exploitation auquel il sera systématiquement supérieur.

Nous ne saurions trop encourager notre lecteur à refuser le prêt-à-penser et à analyser de près ce que contient et ce que ne contient pas le résultat d'exploitation.

SECTION 2: LA REPARTITION DU RESULTAT D'EXPLOITATION

Le résultat d'exploitation se répartit entre les pourvoyeurs de fonds de l'entreprise : le résultat financier pour les créanciers, le résultat net pour les actionnaires, et l'impôt sur les sociétés pour l'État qui, s'il n'apporte pas de fonds, met à la disposition de l'entreprise des infrastructures et un environnement favorable ; sans oublier les éléments non récurrents.

1. LE RESULTAT FINANCIER

Le résultat financier est égal à la différence entre les produits financiers et les charges financières ; il est le plus souvent négatif. On parle aussi de charges financières nettes, différence entre les charges et les produits financiers.

2. LE RÉSULTAT EXCEPTIONNEL ET LES ÉLÉMENTS NON RÉCURRENTS

En normes comptables françaises, les rubriques du plan comptable présentent l'avantage de pouvoir faire la part entre produits ou charges exceptionnels sur opérations de gestion, dotations ou reprises de provisions exceptionnelles et cessions d'actifs (produits ou charges sur opérations en capital).

En normes IFRS, l'IASB n'a pas facilité la tâche de l'analyste en supprimant toute notion d'exceptionnel ou d'extraordinaire pour les inclure dans la partie exploitation du compte de résultat. Néanmoins, nécessité faisant loi, les groupes utilisant les normes IFRS présentent fréquemment deux résultats opérationnels : un résultat opérationnel récurrent (*recurring* en anglais) et un résultat opérationnel total.

À partir des postes « résultat exceptionnel » des normes françaises ou « autres produits et charges », nous suggérons au lecteur la démarche suivante :

- classer ce qui est à caractère récurrent dans la ligne « autres produits et charges d'exploitation », venant ainsi en majoration ou en déduction de l'excédent brut d'exploitation. Ainsi les frais et provisions de restructuration pour un grand groupe qui ont, à notre époque, un caractère récurrent ;
- inversement, reclasser en résultat non récurrent les charges et produits non récurrents. Ainsi, les frais et provisions de restructuration, les cessions d'actifs pour une PME, qui sont normalement de nature exceptionnelle, la dépréciation d'actifs immobilisés...

Les éléments non récurrents sont peu pertinents pour porter un jugement sur la rentabilité actuelle et prévoir son évolution future. L'analyste se contente de comprendre leur origine et de décomposer les grands postes.

3. L'IMPÔT SUR LES BÉNÉFICES

Il est souvent difficile à analyser dans les comptes consolidés compte tenu du jeu de l'imposition différée, de l'impact des filiales étrangères ou des déficits reportables. Les analystes ont pris l'habitude de calculer un taux d'imposition apparent du groupe (en établissant le rapport impôt sur les bénéfices/résultat courant), dont ils suivent l'évolution dans le temps, pour apprécier la performance de l'entreprise dans sa gestion fiscale.

Un impôt sur les sociétés très faible devra être expliqué. Il pourra en effet résulter de l'utilisation de reports fiscaux déficitaires (qui sont le témoin des difficultés passées) ou d'une gestion agressive de la position fiscale qui peut s'avérer risquée.

4. LES AUTRES ELEMENTS EN COMPTES CONSOLIDES

L'analyse des **amortissements**¹ ou des **dépréciations**² des **écarts d'acquisition** ou *goodwill* se fait à ce niveau. Les questions principales sont les suivantes : quelle est l'origine des écarts d'acquisition ? Sur quelle durée sont-ils amortis s'ils le sont et pourquoi ont-ils été dépréciés ?

Selon son importance, la **quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence** mérite une attention particulière. Lorsque ces résultats mis en équivalence représentent une part significative du résultat net, il convient de procéder, à part, à l'analyse financière de cette filiale.

Les **intérêts minoritaires** sont toujours un sujet intéressant : quelle est leur origine ? Quelles sont les filiales concernées ? Les minoritaires financent-ils des pertes ou ont-ils une quote-part significative du bénéfice ? La quote-part d'intérêts minoritaires est souvent un moyen astucieux pour essayer de comprendre dans quelle(s) filiale(s) se fait le bénéfice du groupe...

¹ En normes françaises.

² En normes internationales.

SECTION 3: LE COMPTE DE RESULTAT PRO FORMA (COMPTABILITE SOCIALE ET CONSOLIDEE)

Voici un modèle de compte de résultat par nature et par destination, le premier adapté à des comptes sociaux et le second adapté à des comptes consolidés :

Compte de résultat : par nature – Comptes sociaux

PÉRIODES	
	Production vendue de biens
+	Production vendue de services
+	Ventes de marchandises
=	CHIFFRE D’AFFAIRES (CA)
+	Production stockée
+	Production immobilisée
=	PRODUCTION
-	Consommation de matières
-	Coût d’achat des marchandises vendues
=	Marge sur consommation de matières/marchandises
-	Autres consommations externes (corrigées)
=	VALEUR AJOUTÉE
-	Frais de personnel (y compris participation et intéressement des salariés)
-	Impôts et taxes
+	Subventions d’exploitation
-	Variation des provisions d’exploitation¹
+	Autres produits et charges d’exploitation (reclassement)
=	EXCÉDENT BRUT D’EXPLOITATION
-	Dotations aux amortissements
-	Part des amortissements dans les loyers de crédit-bail²
=	RÉSULTAT D’EXPLOITATION (A) (RE)

	Produits financiers (après reclassement)
+	Solde + ou - values sur cession de titres de placement
-	Charges financières (après reclassement)
-	Part des charges financières dans les loyers de crédit-bail²
=	RÉSULTAT FINANCIER (B)
<hr/>	
	(A) + (B) = RÉSULTAT COURANT (avant impôt) (RC)
-	Variation des dépréciations d'actifs immobilisés
+	Variation des provisions financières
+	Produits (charges) non récurrents
+	Variation des provisions à caractère de réserve et des amortissements dérogatoires
=	RÉSULTAT AVANT IMPÔT
-	Impôt sur les bénéfices
=	RÉSULTAT NET

1. Dépréciation d'actifs circulants et provisions d'exploitation.

Compte de résultat par destination – Comptes consolidés

CHIFFRE D'AFFAIRES
- Coût des ventes
- Frais commerciaux et de publicité
- Frais généraux et administratifs
± Autres produits et charges opérationnelles
+ <i>Résultat des sociétés mises en équivalence</i>
= RÉSULTAT D'EXPLOITATION RÉCURRENT
± Éléments non récurrents
= RÉSULTAT D'EXPLOITATION
- Frais financiers
+ Produits financiers

= RÉSULTAT COURANT
– Impôt sur les sociétés – <i>Intérêts minoritaires</i>
= RESULTAT NET PART DU GROUPE

Les postes en italique sont des postes propres aux comptes consolidés.

SECTION 4: LE DIAGNOSTIC FINANCIER

1. L'EFFET CISEAU

L'effet ciseau est d'abord un simple mécanisme mathématique. Si les produits croissent de 5 % par an et que certaines charges croissent plus vite, le résultat, différence entre les produits et les charges, diminue fatalement. Si cette tendance se poursuit, la baisse du résultat va s'amplifier chaque année avec, à terme, des pertes. Tel est le mécanisme baptisé du nom d'« effet ciseau ».

La constatation de l'effet ciseau importe peu ; ce qu'il est important de découvrir, ce sont les causes de cet effet ciseau. En effet, l'effet ciseau est aussi un mécanisme économique : c'est l'évolution divergente des produits, d'une part, et du coût des facteurs de production au sens large, d'autre part. L'effet ciseau peut être observé pour toute une série de raisons (fait du prince, concurrence exacerbée, mauvaise gestion du secteur...) qui traduisent la plus ou moins grande qualité de la position stratégique de l'entreprise sur son marché. Si sa position est forte, elle pourra répercuter toute hausse de ses coûts à ses clients par une hausse de ses prix de vente, elle pourra progressivement augmenter ses marges...

Lorsqu'il joue à la baisse du résultat, l'effet ciseau peut s'expliquer :

- par un degré de concurrence élevé qui peut empêcher une entreprise de reporter sur ses prix de vente une forte augmentation du prix des matières premières utilisées ;
- par un blocage institutionnel des prix de vente sur lesquels il est donc impossible de répercuter les hausses des facteurs de production ;
- par un blocage psychologique qui empêche l'entreprise d'augmenter son prix de vente au-delà d'un certain seuil, ce qui l'amène pour un temps à prendre à sa charge la hausse des cours des matières premières ;

- ou par une mauvaise gestion des coûts : l'évolution des charges est mal maîtrisée et ne peut, en raison de la concurrence, être répercutée totalement sur les prix de vente.

L'analyste devra s'attacher à estimer la durée probable d'un retard d'ajustement sur les prix. Celui-ci dépend essentiellement du comportement de l'entreprise, de celui de la concurrence, et de sa position de force par rapport au marché.