

## Sommaire

Première partie : Rôle et contenu de l'information financière

Chapitre 1 : Une lecture financière de l'entreprise

Chapitre 2 : Le contenu de l'information financière

Chapitre 3 : Les outils d'analyse de l'information comptable

Deuxième partie : Investissement, activité et résultat : analyse de la performance économique

Chapitre 4 : L'activité, les marges et les flux de trésorerie d'exploitation

Chapitre 5 : Les capitaux investis et la rentabilité économique

Chapitre 6 : Le risque économique

Chapitre 7 : La prévision des résultats et des flux d'exploitation

Chapitre 8 : Performance économique et valeur de l'entreprise

Troisième partie : Financement et capitaux investis : analyse de la performance financière

Chapitre 9 : Besoins et sources de financement de l'entreprise

Chapitre 10 : Impact de l'endettement sur la rentabilité et le risque financier : l'effet de levier

Chapitre 11 : L'impact de la structure financière sur la valeur

Chapitre 12 : Le risque de faillite

### **Première partie. Rôle et contenu de l'information financière**

La complexité de l'information financière s'est fortement accrue ces dernières années, reflétant à la fois la complexification de l'économie réelle et des besoins d'information des utilisateurs. D'importants changements apparaissent à travers l'évolution du rôle de la comptabilité, qui est de plus en plus marqué par les questions d'évaluation, et dont les différentes finalités s'expriment dans la multiplicité des référentiels comptables existants (trois en France). Cette évolution pose des problèmes à la fois conceptuels, ayant trait fondamentalement à la représentation de la performance, et des problèmes de compréhension de l'information, qui sont exposés dans cette première partie. Le chapitre 1 s'interroge sur le rôle de la comptabilité, et plus particulièrement sur l'intégration des valeurs issues des marchés dans le modèle comptable, et leur utilité en analyse financière. Les chapitres 2 et 3 fournissent respectivement une description du contenu de l'information financière et des outils d'analyse de cette information. Leur objectif est essentiellement descriptif, les approches explicatives étant développées dans les parties 2 et 3. Une grille de lecture de l'information comptable à des fins d'analyse financière est proposée dans le chapitre 2. Elle conduit, dans le chapitre 3, à la mise en œuvre d'outils organisés selon deux approches : la trésorerie et la valeur.

#### **Chapitre 1. Une lecture financière de l'entreprise**

Le modèle traditionnel d'information financière fondé sur une approche purement comptable de la performance a évolué, au cours de la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix, vers une approche intégrant explicitement une référence aux valeurs de marché. Celle-ci

signifie la prise en considération des évaluations qui se forment sur les marchés, soit les marchés financiers qui permettent de valoriser les capitaux propres et les dettes financières, soit les différents marchés des biens qui permettent la valorisation des différents actifs de l'entreprise. Cette évolution vise à pallier les insuffisances de la comptabilité en coût historique, c'est-à-dire l'enregistrement des valeurs pour leur coût d'acquisition à l'origine. Cette référence aux marchés peut être conçue de deux manières : l'une vise à intégrer la valeur de marché dans le modèle comptable (à travers une comptabilité en "juste valeur" qui constitue un élément essentiel des IFRS), l'autre ne cherche pas nécessairement à modifier le cadre comptable mais intègre la valeur dans l'analyse de l'information fournie par la comptabilité. Cette distinction fait l'objet de débats très vifs qui renvoient finalement au rôle de la comptabilité (section 1). Cette évolution se traduit également par l'utilisation récurrente du terme "création de valeur" dans la communication financière des entreprises, mais aussi dans les pratiques managériales. La vision des apporteurs de capitaux est ainsi privilégiée dans la représentation de la performance de l'entreprise (section 2). Cependant, l'intégration de la vision des investisseurs dans le référentiel comptable n'apporte pas nécessairement une amélioration de l'information, même en considérant son utilité de leur point de vue (section 3). En outre, l'approche strictement financière de la performance et son évaluation corrélative par référence au marché financier, font l'objet de critiques principalement axées sur la capacité de ce marché à refléter la valeur intrinsèque des entreprises. Ces critiques renvoient au traitement de l'information par les acteurs du marché financier et à la capacité des cours à intégrer correctement les données utiles à l'appréciation de la situation de l'entreprise (section 4). Les problématiques complexes abordées ci-dessus sont associées à des difficultés techniques liées à la multiplicité des référentiels comptables existants (trois en France), à un cadre réglementaire de la production de l'information financière à la fois normalisé mais laissant de nombreux choix de comptabilisation aux entreprises et intégrant plusieurs types de méthodes d'évaluation, notamment des actifs (section 5).

1. Le rôle de la comptabilité
  - 1.1. L'ambiguïté des missions de la comptabilité
  - 1.2. La prééminence du rôle des actionnaires
  - 1.3. La juste valeur et l'évolution des normes comptables
2. L'utilisation d'une approche en valeur dans l'analyse des performances de l'entreprise
  - 2.1. Coût historique, valeur de marché, valeur de remplacement
    - 2.1.1. De la valeur comptable à la valeur de marché
    - 2.1.2. De la valeur comptable à la valeur de remplacement
  - 2.2. Le coût des ressources financières investies dans l'entreprise
3. L'utilité du référentiel IFRS pour les investisseurs
4. L'information et les marchés financiers
  - 4.1. Le rôle des analystes financiers
  - 4.2. L'efficacité des marchés financiers et la volatilité des cours

5. Réglementation comptable et production d'information financière
  - 5.1. Les trois référentiels applicables en France
  - 5.2. Principes comptables et méthodes d'évaluation

## **Chapitre 2. Le contenu de l'information financière**

L'information financière publiée par l'entreprise est essentiellement contenue dans les comptes annuels et les éventuels documents intermédiaires. Ces comptes décrivent l'impact des opérations réalisées par l'entreprise sur sa situation patrimoniale ainsi que sur ses résultats et sa trésorerie. Ils retracent ainsi l'histoire financière récente de l'entreprise. Malgré leur caractère historique, ils fournissent une information précieuse permettant de cerner le fonctionnement de l'entreprise et son potentiel actuel afin d'anticiper ses performances futures. La possibilité d'utiliser les comptes avec pertinence en analyse financière dépend de leur qualité. Celle-ci est tout d'abord liée aux normes utilisées (cf. chapitre 1, section 5). Dans ce chapitre, les développements traitent simultanément des différents référentiels existants (comptes sociaux, comptes consolidés et IFRS). Cette qualité dépend aussi des risques d'erreurs ou de modifications volontaires pour masquer ou transformer la réalité. Ce risque est réduit lorsque les comptes sont vérifiés par un commissaire aux comptes ou tout autre auditeur externe. En revanche, même en présence d'auditeurs, les dirigeants peuvent influencer les comptes en fonction d'objectifs particuliers : accroître les performances avant une opération de financement, lisser les résultats... Enfin, la qualité des comptes dépend aussi des formats utilisés pour établir les documents comptables. Ces derniers sont des tableaux de synthèses qui présentent des agrégats comptables. Si ces agrégats sont mal définis, l'information comptable devient très difficile à interpréter notamment si l'on souhaite comparer des entreprises entre elles. Les entreprises sont soumises en la matière à des obligations réglementaires plus ou moins contraignantes selon qu'elles présentent des comptes sociaux ou des comptes consolidés et selon qu'elles sont cotées ou non.

Pour comprendre et interpréter les comptes, l'analyste est confronté à trois difficultés. La première est liée à l'organisation des données comptables entre les différents documents (bilan, compte de résultat, tableau des flux de trésorerie, tableau de variation des capitaux propres et annexe) et au sein des documents selon le référentiel comptable utilisé par l'entreprise. Pour dépasser cette difficulté, il est utile de comprendre cette organisation et de connaître les différents formats utilisés par les entreprises pour établir leurs comptes annuels. La deuxième difficulté est liée à la traduction en "langage comptable" des opérations réalisées par l'entreprise. La lecture des comptes suppose donc de connaître ce langage, c'est-à-dire comment la comptabilité décrit les opérations d'exploitation, d'investissement et de financement dans les comptes annuels. Enfin, la troisième difficulté est engendrée par la complexité de certaines opérations que la comptabilité a du mal à appréhender. Les chiffres issus des comptes présentent alors un degré d'incertitude plus élevé car, d'une part, il existe plusieurs méthodes pour enregistrer ces opérations et, d'autre part, les montants publiés peuvent

être influencés par les dirigeants de l'entreprise. Il est alors nécessaire de connaître ces opérations, la façon dont elles peuvent être enregistrées et la capacité des dirigeants à influencer les chiffres publiés.

L'objectif de ce chapitre est de fournir les clés de la compréhension des comptes annuels. Il propose à la fois une présentation conceptuelle de l'information comptable et l'application de cette présentation au cas d'une entreprise : ABC.

La section 1 décrit l'organisation et le contenu des documents comptables en fonction des trois référentiels réglementaires existant en France (PCG, règlement 99-02 et IFRS). La section 2 propose des grilles de lecture des comptes en fonction des opérations réalisées par l'entreprise ; elle montre comment l'activité, les investissements et les opérations de financement sont représentés dans les documents comptables. Enfin, la section 3 présente les opérations que la comptabilité a le plus de difficultés à appréhender et la façon dont les dirigeants peuvent influencer les chiffres publiés par l'entreprise.

1. Les comptes annuels
  - 1.1. Documents comptables et cadres réglementaires
  - 1.2. Le bilan
  - 1.3. Le tableau de variation des capitaux propres
  - 1.4. Le compte de résultat
  - 1.5. Le tableau des flux de trésorerie
  - 1.6. L'annexe
2. Les opérations de l'entreprise et les comptes annuels
  - 2.1. Les opérations d'exploitation
  - 2.2. Les opérations d'investissement
  - 2.3. Les opérations de financement
    - 2.3.1. Les apports
    - 2.3.2. Les dettes financières
    - 2.3.3. L'autofinancement
3. Difficultés comptables, gestion du résultat et analyse financière
  - 3.1. La gestion de résultat (earnings management)
  - 3.2. Enregistrement au bilan ou en compte de résultat : la frontière entre charge et actif et entre produit et passif
    - 3.2.1. Dépenses immatérielles et immobilisations incorporelles
    - 3.2.2. Écarts de conversion
    - 3.2.3. Subventions d'équipement
  - 3.3. Enregistrement dans les comptes ou en annexe : une alternative lourde de conséquences sur le bilan et le compte de résultat
    - 3.3.1. Locations financières et crédit-bail
    - 3.3.2. Mobilisation des créances commerciales, effets escomptés non échus
    - 3.3.3. Rémunérations et avantages à verser aux salariés : engagements retraite et stock options
    - 3.3.4. Impôts différés
    - 3.3.5. Transactions avec les parties liées
    - 3.3.6. Contrats long terme

### Chapitre 3. Les outils d'analyse de l'information comptable

La réalisation d'un diagnostic financier implique le passage de la lecture à l'interprétation de l'information financière. Les grilles de lecture proposées dans la section 2 du chapitre précédent permettent d'appréhender les opérations d'exploitation, d'investissement et de financement et leurs conséquences sur la situation, le résultat et la trésorerie de l'entreprise. Toutefois, cette lecture n'est pas globale dans la mesure où elle s'applique à des opérations considérées comme indépendantes. Face à cette limite, les outils d'analyse financière ont pour ambition de mettre en relation les opérations d'exploitation, d'investissement et de financement pour mesurer leur impact global sur la situation, le résultat et la trésorerie.

On dit souvent que l'on reconnaît les bons ouvriers à la qualité de leurs outils... Quelles sont les caractéristiques des bons outils d'analyse de l'information comptable ? Ce sont ceux qui répondent aux besoins de mesure et d'interprétation des analystes. Chaque outil tente de mesurer et d'expliquer un élément (phénomène ou grandeur économique) mesurable par une variable et explicable à travers sa modélisation, c'est-à-dire par des relations de cause à effet. Les outils permettent alors de répondre aux deux interrogations : pourquoi ? combien ? La réponse à la première interrogation permet d'identifier des variables explicatives elles-mêmes explicables par d'autres modèles. La réponse à la deuxième question permet de quantifier ces liens de causalité. Ainsi, par une succession de relations causales, les outils permettent de comprendre le fonctionnement d'une entreprise. La qualité des outils d'analyse dépend alors de la mesure des variables et des modèles utilisés qui doivent permettre une explication complète et globale de ces relations causales et être adaptés aux spécificités de l'entreprise étudiée.

Une idée assez séduisante consiste à imaginer qu'à partir de ces outils on puisse automatiser l'analyse financière jusqu'au diagnostic en se fondant sur un système de standards. Des tentatives en ce sens ont été conduites dans les années 80 par la création de systèmes experts d'analyse financière. Toutefois, la mise en œuvre de ces outils et leur interprétation ne sont qu'un point de départ de l'analyse. En effet, ils ne concernent qu'une partie de l'information financière et les autres renseignements à la disposition de l'analyste ne doivent pas être négligés. De plus, les données comptables sur lesquelles ils se fondent présentent des biais de mesure qui sont particulièrement marqués dans le bilan par phénomène d'accumulation. Enfin, ils sont en général destinés à comprendre la situation de l'entreprise et sa performance passée. Or si l'analyste peut s'appuyer sur cette approche, il oriente ensuite son diagnostic vers les perspectives d'avenir de l'entreprise. Les outils d'analyse de l'information comptable permettent de standardiser une partie du travail d'analyse notamment lorsqu'ils sont appliqués à un ensemble d'entreprises, à partir d'une base de données par exemple. Ce travail ne peut cependant être considéré comme une véritable analyse financière, il n'est qu'un traitement de données préliminaire au diagnostic financier. Ce dernier se fonde sur le jugement de l'analyste qui intègre d'autres dimensions que celles proposées par le modèle

comptable. Les outils étudiés dans ce chapitre peuvent alors être définis comme des instruments à la disposition des démarches développées dans la suite de l'ouvrage.

Les outils d'analyse sont adaptés à la taille de l'entreprise. Leur développement fait apparaître un paradoxe : les outils applicables aux PME semblent plus développés, plus techniques et plus précis que ceux mis en œuvre pour les grandes entreprises. Cette situation trouve son origine dans la quantité et la qualité des informations disponibles. Les petites entreprises publient peu d'informations en dehors des comptes annuels et éventuellement des comptes semestriels. Ces comptes sont eux-mêmes assez limités puisqu'ils ne comprennent qu'un bilan, un compte de résultat et une annexe souvent réduite au minimum obligatoire. Ils sont de plus construits sur un référentiel comptable fortement influencé par les besoins de la fiscalité et en ce sens ne répondent pas parfaitement aux besoins de l'analyste. Ce dernier cherche alors à reconstituer l'information nécessaire à son étude en appliquant aux comptes des outils plus ou moins sophistiqués. En revanche, les grandes entreprises publient une information beaucoup plus riche, des comptes incluant le tableau de variation des capitaux propres, le tableau des flux de trésorerie et une annexe plus détaillée. Ces comptes sont, de plus, établis pour satisfaire les besoins des investisseurs. Ils fournissent donc directement la plupart des données nécessaires à l'analyse. Les besoins des utilisateurs permettent d'expliquer le développement d'outils adaptés aux PME. Les banques ont développé de nombreux outils permettant de mener des analyses standardisées applicables dans l'ensemble de leur réseau afin de maîtriser et d'uniformiser la prise de risque en matière d'octroi de crédits. Ces outils ne sont adaptés et utilisés que pour les petites et éventuellement les moyennes entreprises. En effet, lorsqu'elles font appel au financement, les grandes entreprises voient leurs comptes analysés individuellement, que ce soit par les banques, les investisseurs ou les agences de notation.

Les outils présentés dans ce chapitre sont donc particulièrement utiles pour l'analyse des comptes de PME. Ils sont élaborés à partir des données fournies par la comptabilité en appliquant des retraitements qui dépendent des objectifs de l'analyste et de sa manière de concevoir l'entreprise (section 1). Certains ont été développés pour mesurer et analyser la trésorerie (section 2) et d'autres pour appréhender la valeur et la capacité de l'entreprise à dégager du résultat (section 3).

1. Conception de l'entreprise, objectifs de l'analyste et outils d'analyse de l'information comptable
  - 1.1. De la conception juridique à l'approche économique
    - 1.1.1. Deux conceptions de l'entreprise
    - 1.1.2. Les retraitements des approches juridiques et économiques
  - 1.2. Objectifs de l'analyste et besoins de mesure
  - 1.3. Classification des outils en fonction de la conception de l'entreprise et des besoins de mesure
2. Les outils de mesure et d'analyse de la trésorerie

- 2.1. Mesures de la trésorerie
- 2.2. Le bilan liquidité
- 2.3. L'équilibre fonctionnel horizontal : le bilan fonctionnel et le tableau de financement
  - 2.3.1. Bilan fonctionnel horizontal
  - 2.3.2. Tableau de financement
  - 2.3.3. Interprétation de l'équilibre fonctionnel horizontal
- 2.4. Bilan fonctionnel pool de fonds et tableau des flux de trésorerie
  - 2.4.1. Le bilan fonctionnel pool de fonds
  - 2.4.2. Élaboration et interprétation du tableau des flux de trésorerie
- 3. Les outils de mesure et d'analyse de la valeur
  - 3.1. Les soldes intermédiaires de gestion
    - 3.1.1. Élaboration des soldes intermédiaires de gestion
    - 3.1.2. Analyse de la valeur ajoutée
  - 3.2. Une approche juridique de la valeur : le bilan patrimonial
  - 3.3. Une approche économique de la valeur : le bilan économique en valeur
    - 3.3.1. Construction du bilan économique en valeur
    - 3.3.2. Interprétation du bilan économique en valeur

## **Deuxième partie. Investissement, activité et résultat : analyse de la performance économique**

La première partie a présenté les principes et outils fondamentaux utiles à l'analyse des données financières publiées par les entreprises. Une fois établie la connexion entre les documents comptables et les outils d'analyse financière (sur la base des comptes sociaux et consolidés, en normes françaises et en IFRS), l'analyse se concentre dans cette deuxième partie sur l'utilisation de l'information financière afin d'évaluer les perspectives et les risques engendrés par l'activité de l'entreprise. Le terme d'activité fait référence à la notion d'actif, c'est-à-dire, selon la définition donnée dans le cadre conceptuel des IFRS, les ressources utilisées par l'entreprise pour exercer son activité. Ce renversement par rapport à la terminologie française (où les actifs sont des emplois financés par les passifs, ces derniers étant qualifiés de ressources) est au cœur des développements proposés dans cette partie : les actifs permettent d'exercer l'activité de l'entreprise et sont générateurs de rentabilité et de risque. L'exploitation de l'entreprise s'assimile alors à l'exploitation d'un portefeuille de ressources et, par analogie à la gestion d'un portefeuille de titres financiers, sa performance s'évalue en termes de rentabilité et de risque.

L'activité et les actifs sont donc l'objet des analyses développées dans cette partie. Ces analyses sont souvent qualifiées d'économiques, terme qui a été opposé en première partie à la vision juridique à propos des missions de la comptabilité, mais qui est employé ici dans un autre sens : on distingue les choix économiques de l'entreprise – choix d'actifs et d'activités – des choix financiers qui expriment des décisions de financement par dette financière ou capitaux propres (examinés distinctement en troisième partie).

L'analyse de l'entreprise dépend fondamentalement des choix économiques qu'elle a réalisés. Ce sont eux qui positionnent l'entreprise sur un marché à croissance plus ou moins forte, qui génèrent des résultats plus ou moins élevés et plus ou moins instables, et qui impliquent des investissements plus ou moins importants et dont la nature est plus ou moins risquée. La complexité de l'analyse tient, d'une part, à l'interaction entre ces différents éléments et, d'autre part, à la liaison particulièrement forte qu'elle implique entre la sphère "réelle" et ce qui en est traduit dans les chiffres comptables. Ainsi, cette partie a pour objectif de caractériser les interactions de nature stratégique entre activités, actifs, rentabilité et risque, à partir de l'information issue de l'analyse des comptes et confrontée à d'autres sources d'information pouvant émaner de l'entreprise elle-même, des concurrents, d'études sectorielles ou du marché financier. Ces interactions se traduisent dans différents indicateurs. Le premier indicateur analysé dans cette partie est la rentabilité (chapitre 4). Elle se définit comme la capacité de l'entreprise à générer, de par son activité, des résultats. Son analyse est principalement conduite à travers la notion de marge qui confronte les résultats à un indicateur d'activité (le plus souvent le chiffre d'affaires). Elle peut être étendue à l'ensemble des flux de trésorerie issus de l'activité. Mais la performance ne se réduit pas à comparer un résultat et un chiffre d'affaires, elle implique de considérer les actifs qui ont été engagés pour réaliser ces résultats. Cet indicateur est appelé rentabilité (chapitre 5). Il a pour objectif de mesurer l'efficacité de l'entreprise en mettant en relation les résultats, non plus avec le niveau d'activité, mais avec l'ensemble des moyens qui ont été investis dans l'entreprise. La rentabilité constitue une globalisation, au niveau de l'entreprise, d'un processus aisé à comprendre pour un actif individuel lorsqu'une décision d'investissement est envisagée : on étudie la capacité de cet actif à générer du résultat.

Ainsi, à travers les deux premiers chapitres, l'activité et les actifs sont principalement décrits par leur capacité à réaliser du résultat. Mais ils se caractérisent également par une plus ou moins forte instabilité : incertitude concernant l'activité, variabilité des résultats et des valeurs d'actifs. La notion de risque économique traduit cette instabilité. L'identification des facteurs de risque, la mesure quantitative de leurs conséquences et l'appréciation de leurs perspectives d'évolution sont l'objet du chapitre 6. L'étude du risque positionne explicitement l'analyse en termes d'anticipation et renvoie à la dimension prédictive du travail de l'analyste. L'appréciation prévisionnelle de la situation de l'entreprise fait appel à deux grands types d'approche. La première a

pour objectif principal d'établir des prévisions (chapitre 7). Des modèles et méthodes de prévisions sont alors utilisés et l'information issue de la comptabilité est fortement mobilisée. La deuxième approche se fonde sur la valeur de marché (chapitre 8). Celle-ci se forme à partir des anticipations des investisseurs et permet d'analyser de manière intégrée le risque et la rentabilité.

#### **Chapitre 4. L'activité, les marges et les flux de trésorerie d'exploitation**

L'interprétation de l'information financière est largement dépendante de l'activité de l'entreprise. La nature de l'activité détermine en effet son intensité en capital (matériel, immatériel) et en ressources humaines, et donc ses besoins financiers (investissements, BFRE, charges). Elle positionne également l'entreprise au sein d'un environnement concurrentiel spécifique. En outre, la croissance, ou au contraire la diminution de l'activité, a des implications importantes sur l'évolution des indicateurs financiers. Cependant, ce déterminisme sectoriel laisse à l'entreprise des moyens d'action propres qui s'expriment dans les choix stratégiques. La prise en considération des caractéristiques sectorielles apparaît essentielle à la fois pour la compréhension *ex ante* des choix de l'entreprise et pour l'analyse *ex post* de l'efficacité de ces choix. Dans l'analyse des documents comptables, cette efficacité se traduit essentiellement dans la profitabilité de l'entreprise comparée à celle de ses concurrents. Cette analyse implique une compréhension globale du secteur d'activité et du positionnement de l'entreprise dans son secteur, en privilégiant une approche dynamique. Le compte de résultat apparaît ainsi comme le lieu d'expression de l'avantage concurrentiel. Ce dernier naît des choix stratégiques d'activité, d'investissement, d'organisation et il se traduit dans la capacité de l'entreprise à générer du chiffre d'affaires et des résultats. L'étude de cette capacité, appréciée de manière dynamique (à travers son évolution dans le temps) et contextuelle (en particulier par rapport aux concurrents), constitue l'objectif fondamental de l'analyse des marges.

En outre, les résultats dégagés par l'entreprise constituent une source d'autofinancement. Cette approche de l'analyse du résultat cherche à apprécier la faculté de l'entreprise à générer, de par son activité, des flux de trésorerie. La capacité d'autofinancement (CAF) résulte principalement de la capacité de l'entreprise à dégager des marges. Une approche complète des flux de trésorerie issus de l'activité implique la prise en compte des flux liés au besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE). Cette analyse de l'activité en termes de flux de trésorerie est synthétisée à travers le flux de trésorerie généré par l'activité (FTA, également appelé flux de trésorerie d'exploitation) qui correspond à la CAF minorée des accroissements de BFRE (ou majorée des diminutions de BFRE). L'analyse de l'activité est alors effectuée en termes de ressource, appréciée au regard des besoins (en particulier les investissements).

Ainsi deux grands types d'analyse de l'activité peuvent être distingués. Une première analyse est centrée sur la formation du

résultat, et vise à expliquer la profitabilité de l'entreprise. Une deuxième analyse est centrée sur la formation des flux de trésorerie générés par l'activité, et vise à évaluer le degré d'autonomie financière de l'entreprise et son aptitude à financer son développement. Si les perspectives de ces deux analyses sont différentes, elles reposent néanmoins en premier lieu sur l'étude des marges, qui sera détaillée en sections 1 et 2. La section 3 présente l'étude des flux de trésorerie issus de l'activité (notés par la suite FTA).

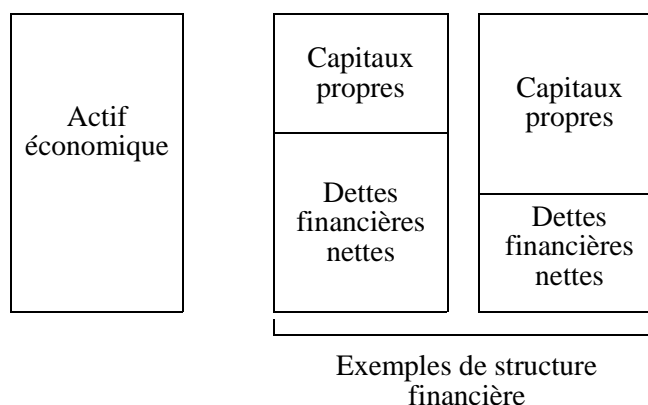
1. Méthodologie de l'analyse des marges
  - 1.1. La présentation par fonction ou par nature du compte de résultat
  - 1.2. Ratios de marges : comparaisons sectorielles et évolution
    - 1.2.1. La comparabilité des ratios
    - 1.2.2. L'évolution dans le temps
    - 1.2.3. Les comparaisons sectorielles
2. Les déterminants des marges
  - 2.1. La relation taille - profitabilité
  - 2.2. L'intensité de la concurrence
    - 2.2.1. Les sources d'information sur les secteurs
    - 2.2.2. L'analyse structurelle de l'intensité concurrentielle
  - 2.3. Le positionnement concurrentiel de la firme : les stratégies génériques associées à l'analyse des marges
  - 2.4. La croissance de l'activité
    - 2.4.1. Analyse structurelle : le cycle de vie
    - 2.4.2. Sensibilité de l'entreprise aux facteurs conjoncturels
    - 2.4.3. La croissance sélective : la répartition du chiffre d'affaires par activité
  - 2.5. L'impact des choix organisationnels sur les marges
    - 2.5.1. Le degré d'externalisation
    - 2.5.2. L'intensité en capital
3. L'analyse des flux de trésorerie générés par l'activité
  - 3.1. La formation des flux de trésorerie issus de l'activité
  - 3.2. L'utilisation des flux de trésorerie issus de l'activité

### **Chapitre 5. Les capitaux investis et la rentabilité économique**

Les résultats réalisés par l'entreprise ont été examinés au chapitre précédent à travers leur formation, permettant d'apprécier le degré de profitabilité. Cette analyse, principalement axée sur les déterminants des marges, a fait référence à plusieurs reprises aux actifs mobilisés pour produire le chiffre d'affaires et les résultats. C'est cette liaison entre résultats et capitaux investis qui est approfondie dans ce chapitre. Elle traduit la notion d'efficacité qui se définit, d'une manière générale, comme le rapport entre ce qui est réalisé et les moyens mis en œuvre pour y parvenir. Deux approches de l'efficacité peuvent être distinguées : une approche globale, qui s'intéresse à l'ensemble des capitaux investis dans l'entreprise, et qui permet de définir la rentabilité économique, et une approche réduite au point de vue des propriétaires de l'entreprise, qui s'intéresse aux seuls capitaux investis par ces derniers, et qui permet de définir la rentabilité financière. La différence

entre ces deux approches est fondamentalement la prise en compte, ou non, des choix de financement. La première approche considère l'ensemble de l'actif économique, qui correspond au total des capitaux propres et des dettes financières nettes, et ignore la répartition entre ces deux sources de financement. Au contraire, la deuxième approche est totalement dépendante de cette répartition puisque, pour un même niveau d'actif économique, le montant investi par les propriétaires (c'est-à-dire les capitaux propres) sera plus ou moins élevé selon l'importance de l'endettement. Cette distinction est résumée dans le schéma 5.1 ci-dessous. L'étude de l'impact des choix de financement est traitée en troisième partie qui présentera, en particulier, l'analyse de la rentabilité financière dans le chapitre 10. Ici, seule la notion d'actif économique est considérée. Elle est d'une importance capitale dans la mesure où elle traduit l'ensemble des moyens que l'entreprise a engagé pour mener ses activités.

**Schéma 5.1.** – *L'actif économique est indépendant des sources de financement*



Ce chapitre présente tout d'abord les problèmes de mesure de la rentabilité économique. Ces problèmes affectent le résultat économique et l'actif économique (ou capitaux investis, les deux termes étant parfaitement équivalents). Ensuite, une deuxième section présente l'analyse de la rentabilité économique et de ses déterminants.

1. La mesure de la rentabilité économique
  - 1.1. Mesure de la rentabilité économique à partir des données comptables
  - 1.2. Mesure de la rentabilité économique à partir du bilan économique en valeur
  - 1.3. L'horizon temporel et la chronologie des variables
    - 1.3.1. Chronologie et choix des variables
    - 1.3.2. L'horizon d'investissement
2. L'analyse de la rentabilité économique
  - 2.1. Rentabilité économique et investissement
  - 2.2. Décomposition de la rentabilité économique

## Chapitre 6. Le risque économique

Les résultats de l'entreprise s'analysent au regard de son niveau d'activité (étude de la rentabilité – chapitre 4), au regard des actifs investis (étude de l'efficacité – chapitre 5), mais aussi au regard du risque pris par l'entreprise pour mener son activité. Cet aspect est traduit par la notion de risque économique. Dans l'analyse financière, trois types de risque sont distingués : le risque de faillite, le risque financier et le risque économique. Le risque de faillite correspond à la possibilité de disparition de l'entreprise lorsque celle-ci ne peut pas faire face à ses engagements. Le risque financier traduit l'incertitude supportée par les propriétaires de l'entreprise : ils engagent des capitaux et sont confrontés à la variabilité des revenus afférents à cet investissement. Le risque économique traduit le risque lié à l'activité de l'entreprise : des actifs sont investis dans son exploitation mais celle-ci procure des résultats aléatoires. Il se distingue du risque financier car il concerne l'ensemble de l'actif économique (c'est-à-dire l'ensemble des capitaux investis) alors que ce dernier est réduit aux seuls capitaux investis par les actionnaires.

La distinction de ces trois risques est importante pour l'analyse car elle permet d'en cerner l'origine et donc de mettre en évidence des indicateurs différenciés pour chacun d'eux. Le risque de faillite et le risque financier dépendent du risque économique puisqu'ils résultent de l'ensemble de l'activité de l'entreprise. On distingue alors deux sources de risque : l'une issue de l'activité et des actifs, qui est l'objet de ce chapitre, et l'autre résultant des choix de financement, qui vient accroître la précédente, et qui influence la rentabilité et le risque des actionnaires ainsi que la probabilité de faillite. Les choix de financement et leur impact sur le risque financier et le risque de faillite seront étudiés en troisième partie. La dichotomie entre source économique et source financière du risque correspond à la vision de l'actif présentée au chapitre précédent. L'actif économique, qui génère le résultat économique, est financé par l'ensemble constitué des capitaux propres et des dettes financières nettes, dont la répartition constitue la source de risque financier, alors que le risque économique est indépendant de cette répartition. Dans ce cadre, le risque économique est analysé à la fois en termes de résultat et d'actif économique. En effet, l'entreprise, pour mener son activité, engage des actifs, dont la nature est plus ou moins risquée, qui génèrent des résultats plus ou moins incertains. C'est le degré de cette incertitude que traduit le risque économique : il se définit comme la variabilité de la rentabilité économique, il traduit son caractère plus ou moins instable.

L'appréhension du risque économique implique en premier lieu d'en comprendre les déterminants (section 1). Sa mesure est ensuite présentée sous deux angles différents. La section 2 s'appuie sur les données comptables à travers la variabilité du résultat. Cette mesure est ensuite élargie à une approche en valeur de marché de l'actif économique (section 3).

1. Les déterminants du risque économique
2. La mesure comptable du risque économique
  - 2.1. La variance du résultat économique
  - 2.2. L'analyse de la variabilité du résultat d'exploitation par le point mort
    - 2.2.1. La détermination du point mort
    - 2.2.2. Variabilité des charges et risque économique
    - 2.2.3. Instabilité dans le temps de la structure de coût
3. L'appréciation du risque économique par les apporteurs de capitaux et sa mesure sur le marché financier
  - 3.1. La mesure du risque encouru par l'actionnaire : le  $\beta$  des actions
  - 3.2. La mesure du risque économique par le  $\beta$  des actifs

### **Chapitre 7. La prévision des résultats et des flux d'exploitation**

Les données comptables permettent de développer une approche prévisionnelle. Ces prévisions sont principalement utilisées à des fins d'évaluation (chapitre 8) et pour estimer les fonds nécessaires au financement de l'entreprise (chapitre 9). L'élaboration de ces prévisions implique la formalisation de tous les facteurs influençant le résultat et les flux d'exploitation et donc du risque économique. Elles permettent aussi d'approcher la rentabilité économique dans une optique d'anticipation. Cette démarche implique une prévision du résultat et des fonds qui seront investis pour dégager ce résultat. Ces prévisions peuvent être effectuées en utilisant la démarche et le cadre comptable, le plus souvent dans le cas d'une analyse interne (section 1). En externe, le processus de prévision s'appuie exclusivement sur l'information publique qui peut être traitée de manière formalisée par l'utilisation de techniques de prévision économétriques ou selon un processus plus intuitif souvent privilégié par les analystes financiers. La qualité de la prévision dépend alors de la capacité prédictive de cette information, de la performance des analystes et des modèles de prévision (section 2).

1. Les prévisions fondées sur les données comptables
  - 1.1. Données prévisionnelles comptables publiées par l'entreprise : cadres légaux
  - 1.2. Compte de résultat prévisionnel
  - 1.3. La prévision du besoin en fonds de roulement
2. La capacité prédictive de l'information financière
  - 2.1. Données comptables, prévisions et valeur de l'entreprise
  - 2.2. Les modèles mécaniques : l'approche économétrique
    - 2.2.1. Les modèles de prévision univariés
    - 2.2.2. Les modèles de prévision multivariés
  - 2.3. Les prévisions des analystes financiers
  - 2.4. Le rôle de l'information sectorielle (IAS 14)

## **Chapitre 8. Performance économique et valeur de l'entreprise**

La rentabilité économique constitue une approche centrale de la mesure de la performance d'une entreprise puisqu'elle met en relation les résultats dégagés par rapport aux actifs engagés dans l'activité. Cependant, à ce stade de l'analyse, cette vision de la performance économique est incomplète pour deux raisons. Premièrement, elle ne tient pas compte du coût des ressources financières nécessaires au financement de ces actifs. Deuxièmement, le risque fait l'objet d'une analyse distincte, telle que présentée au chapitre 6, mais les conséquences des interactions entre risque et rentabilité ne sont pas formellement explicitées. L'approche en termes de valeur permet d'analyser conjointement ces deux aspects, associée à une vision prospective, mettant ainsi en relation les éléments développés dans les trois chapitres précédents. La capacité de l'entreprise à créer de la valeur économique s'assimile alors à sa capacité à entreprendre des investissements générant des résultats excédant le coût des ressources financières utilisées, ce dernier étant plus ou moins élevé selon le niveau de risque de l'entreprise.

Ce chapitre présente tout d'abord la prise en compte du risque dans le coût des ressources financières (section 1), puis l'intégration des concepts de rentabilité et risque à travers la dynamique de la valeur (section 2). Enfin, l'analyse des sources de création de valeur, en interaction avec les choix stratégiques, est étudiée en section 3.

1. Risque économique et rémunération des capitaux investis
  - 1.1. Le risque des actionnaires et la rémunération des capitaux propres
  - 1.2. Le risque des prêteurs et la rémunération des dettes financières
  - 1.3. La pondération des capitaux propres et des dettes financières
2. La dynamique de la valeur : valeur et flux futurs, valeur et rentabilité économique
  - 2.1. Valeur et flux futurs : l'approche DCF
  - 2.2. Valeur et rente économique : l'approche EVA-MVA
  - 2.3. L'équivalence des deux approches
  - 2.4. La performance économique par l'analyse EVA-MVA
3. L'analyse des sources de création de valeur
  - 3.1. Les sources opérationnelles de création de valeur
  - 3.2. Les sources financières de création de valeur

### **Troisième partie. Financement et capitaux investis : analyse de la performance financière**

La performance d'une entreprise résulte de ses choix économiques mais aussi de ses choix financiers. La structure financière, c'est-à-dire la proportion de capitaux propres et de dettes financières, a essentiellement un impact sur le risque. Un taux d'endettement élevé peut altérer la solvabilité car il engendre un flux de paiements fixes que l'entreprise ne pourra pas nécessairement adapter à ses flux d'activité. Il s'ensuit une certaine conception de l'équilibre financier fondée sur une approche dynamique des flux (chapitre 9). Du point de vue du propriétaire, l'endettement présente l'avantage de réduire le montant des fonds à investir en capitaux propres (à niveau d'actif économique équivalent). Mais cet avantage s'accompagne d'une prise de risque plus forte qui est mise en évidence par la relation dite de l'effet de levier (chapitre 10). Cette relation formalise l'accroissement de la rentabilité et du risque de l'actionnaire due à une augmentation du taux d'endettement. Elle est étudiée dans un cadre *ex post* à partir des données issues de la comptabilité.

Cette analyse peut être étendue à une approche prévisionnelle. Dans le cas des actionnaires il s'agit principalement d'introduire la valeur et les interactions rentabilité - risque dans la relation de l'effet de levier (chapitre 11). Dans le cas de l'analyse de l'insolvabilité, il s'agit d'anticiper le risque de faillite et d'en évaluer ses conséquences (chapitre 12). Finalement, cette troisième partie, au-delà de la mise en évidence de l'impact des choix de financement, traite plus globalement de la problématique de la relation de l'entreprise avec ses apporteurs de capitaux : les actionnaires et les prêteurs.

#### **Chapitre 9. Besoins et sources de financement de l'entreprise**

La mise en œuvre d'une politique d'investissement et la conduite de l'activité engendrent des besoins de financement variables dans le temps. Pour faire face à ces besoins, l'entreprise collecte des fonds auprès des propriétaires (actionnaires) et des prêteurs. Cette collecte se fait sous deux contraintes. La première est liée au coût des ressources, c'est-à-dire au revenu requis par les apporteurs de fonds : intérêt pour les prêteurs et résultat net pour les actionnaires. Dans leur ensemble, ces revenus correspondent au résultat économique que l'entreprise dégage en menant son activité. Or l'exigence des apporteurs de fonds sur ce revenu s'exprime en termes d'efficience : toute chose égale par ailleurs, plus les fonds collectés sont importants, plus les revenus exigés sont élevés. L'entreprise ne doit donc pas lever plus de fonds que le strict nécessaire au financement des actifs indispensables à la conduite de l'activité afin que le résultat économique puisse couvrir au mieux les exigences des apporteurs de capitaux. Cette contrainte est difficile à respecter du fait de la variabilité des besoins, de la flexibilité financière nécessaire à certaines activités et du risque de sous-emploi des capitaux. La deuxième contrainte est liée aux décaissements engendrés à la suite d'opérations de financement : échéances des dettes financières et dividendes. Ces dépenses viennent s'ajouter aux nouveaux investissements envisagés par l'entreprise. Pour faire face à l'ensemble

de ces dépenses, l'entreprise peut utiliser les flux dégagés par l'activité ou mettre en œuvre des opérations de financement. Cette succession de collectes de fonds et de décaissements constitue le cycle de financement qui doit s'ajuster aux flux générés par l'activité et par la politique d'investissement au sein de l'équilibre financier. Cet équilibre est parfois fragile et l'entreprise doit collecter suffisamment de fonds pour ne pas se trouver dans une situation de cessation des paiements concrétisant le risque de faillite.

Ces deux contraintes tracent pour l'entreprise une ligne de conduite étroite : d'un côté, le risque de sous-emploi des capitaux pousse à minimiser les fonds levés pour maximiser leur rentabilité et, d'un autre côté, le risque de faillite impose de réunir un montant suffisant de fonds pour maintenir la sécurité de l'équilibre financier. Ainsi, la politique de financement n'est pas une simple collecte des fonds nécessaires à l'entreprise mais elle correspond à un ajustement permanent des ressources aux besoins sous ces deux contraintes. Cet ajustement est fonction du volume des fonds nécessaires mais aussi de la nature des ressources mobilisées par l'entreprise (proportion entre dettes et capitaux propres). Cette ligne de conduite est difficile à tenir dans la mesure où les besoins de l'entreprise sont variables et qu'il existe des limites à la mobilisation des ressources financières. Cette adaptation s'analyse sur plusieurs exercices en prenant en considération l'ensemble des flux engendrés par l'activité, l'investissement et le financement de l'entreprise (section 1). De plus elle peut être intégrée à une logique prévisionnelle dans le cadre du plan de financement (section 2).

1. Besoins de fonds et financement de l'entreprise
  - 1.2. Adaptation des ressources aux besoins
  - 1.3. Le financement par apport en capital
  - 1.4. Le financement par emprunts
2. Équilibre financier prévisionnel : le plan de financement
  - 2.1. Besoins et ressources de l'activité et de l'investissement
  - 2.2. Besoins et ressources du financement

### **Chapitre 10. Impact de l'endettement sur la rentabilité et le risque financier : l'effet de levier**

Le chapitre précédent a présenté l'impact des choix de financement sur les équilibres financiers en termes de trésorerie. Le taux d'endettement a également un impact sur la rentabilité et le risque apprécié du point de vue des propriétaires de l'entreprise. En effet, ces derniers apportent les capitaux propres, de manière directe *via* le capital, et de manière indirecte *via* les résultats non distribués en se privant ainsi de dividendes (ce qui constitue bien un apport en termes de coût d'opportunité). La contrepartie de cet apport est la détention du droit au résultat net. Ainsi, comme pour la rentabilité économique (chapitre 5), il est possible de mesurer l'efficacité de l'entreprise pour les actionnaires : il s'agit alors du rapport entre le résultat net et les capitaux propres, appelé rentabilité financière ou rentabilité des capitaux propres (ou encore *ROE – return on equity*). L'endettement provoque également un accroissement du risque. Il se traduit par une

plus forte variabilité de la rentabilité financière, appelée risque financier. L'équation de l'effet de levier, détaillé dans ce chapitre, exprime l'impact de l'endettement sur la rentabilité et le risque des actionnaires. Elle décompose cette relation à travers les effets induits par les choix d'actifs (rentabilité et risque économique) et les effets induits par les choix de financement. Ce chapitre présente en trois sections la relation de l'effet de levier, tout d'abord à travers une approche intuitive (1), qui est ensuite formalisée (2) et analysée (3).

1. Le point de vue de l'actionnaire : première approche intuitive
  - 1.1. Rentabilité économique et rentabilité financière
  - 1.2. Rentabilité financière et risque financier
2. L'effet de levier : définition et mesure issue de la comptabilité
  - 2.1. Présentation et détermination de l'effet de levier
  - 2.2. Aspects pratiques du calcul de l'effet de levier : le choix des variables
3. L'analyse de l'effet de levier : rentabilité et risque

### **Chapitre 11. L'impact de la structure financière sur la valeur**

La relation de l'effet de levier formulée en valeur comptable dans le chapitre précédent permet la mise en évidence des effets de l'endettement sur la rentabilité et le risque financier. Cependant, cette analyse ne permet pas d'étudier l'impact des choix de financement sur la valeur qui est l'objet de ce chapitre. On saisit bien intuitivement qu'un accroissement de l'endettement provoque un accroissement du risque financier et qu'il peut également accroître le risque de faillite. Mais quel est son impact sur la valeur de l'entreprise ? Autrement dit : la structure financière a-t-elle un impact sur la valeur ? Les actionnaires ont-ils intérêt à opter pour un endettement maximum afin de limiter leurs apports en fonds propres ? Quel est l'effet d'une telle stratégie sur la rentabilité et le risque des capitaux propres appréciés en valeur de marché ?

L'étude de ces questions suppose trois clarifications préalables. Premièrement, la valeur de l'entreprise est définie comme étant celle de son actif économique, qui correspond à la somme de la valeur des capitaux propres et des dettes financières nettes. L'objet de ce chapitre concerne uniquement l'influence de la part relative de ces deux sources de financement sur la valeur, en considérant inchangés l'actif et le risque économiques. Il s'agit bien ici de mesurer l'impact d'une modification de la structure de passif pour une structure d'actif donnée. Nous détaillerons en particulier le cas de l'entreprise endettée par rapport au cas de l'entreprise non endettée. Deuxièmement, les choix de structure financière ne sont pas indépendants des considérations fiscales. L'endettement génère un avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts. Il est alors intéressant de mettre en évidence les seuls effets provoqués par cet avantage fiscal. Troisièmement, il convient de distinguer le risque financier (risque propre à l'actionnaire et lié au caractère incertain de la rentabilité financière) et le risque de faillite. L'endettement accroît ces deux risques mais de manière différente et avec des effets différents sur la valeur.

Cette étude fait appel à des concepts développés dans le cadre de la théorie financière. Le contenu des prochaines sections est donc relativement théorique, mais ses implications pratiques sont importantes. La valeur d'une entreprise peut être influencée par son mode de financement et la compréhension de ces mécanismes est importante pour l'analyse financière. Il s'agit principalement d'analyser la structure financière d'une entreprise par rapport à la notion d'optimalité : peut-on mettre en évidence un taux d'endettement optimal qui maximise la valeur ? La première section présente l'effet de levier en valeur de marché et constitue un prolongement direct du chapitre précédent. Par nature, cette relation traite du risque financier et nous étudierons son impact sur la valeur de l'entreprise, sur le coût de ses ressources financières et sur la rentabilité pour l'actionnaire. Cette approche sera étendue dans la deuxième section par l'intégration du risque de faillite puis par l'intégration des problèmes informationnels entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux, ce qui permettra d'étudier l'effet global de l'endettement sur la valeur. Enfin, la dernière section propose une synthèse des développements précédents axée sur les facteurs déterminant l'interprétation de la structure financière.

1. L'effet de levier en valeur de marché
2. La notion de structure financière optimale
  - 2.1. Les effets induits par la faillite
  - 2.2. L'impact des asymétries d'information entre l'entreprise et ses apporteurs de capitaux
    - 2.2.1. La signalisation d'information par la politique d'endettement
    - 2.2.2. L'incitation à la performance générée par l'endettement
3. L'interprétation de la structure financière
  - 3.1. La sensibilité de l'entreprise à la faillite
  - 3.2. La flexibilité financière et le risque de sous-investissement
  - 3.3. La pertinence d'une gouvernance par l'endettement

## **Chapitre 12. Le risque de faillite**

Le risque de faillite a été appréhendé au chapitre précédent en considérant principalement le point de vue de l'actionnaire (impact sur la valeur) et au regard d'un seul déterminant (le taux d'endettement). Son appréhension globale nécessite d'élargir l'analyse en considérant l'ensemble de l'entreprise et l'ensemble des déterminants. La faillite correspond à une situation d'insolvabilité qui peut conduire à la disparition de l'entreprise. Mais les difficultés financières ne sont que la conséquence de déterminants réels. Les indicateurs issus de l'information financière ne sont donc que des symptômes, les causes sont à rechercher dans le fonctionnement de l'entreprise, ses choix d'actifs et d'activités et ses choix de financement. Un pan important de l'analyse est ainsi consacré à la mise en évidence d'indicateurs qui permettent de prévoir l'éventualité d'une faillite. Cette prévision a constitué un objectif dominant de l'analyse financière sous l'impulsion des banques. Mais elle a quelque peu occulté l'autre versant du problème : l'analyse des conséquences de la faillite. L'accroissement

du risque de faillite a en effet des conséquences multiples, qui sont extrêmement différentes selon les entreprises. Deux grands types de conséquences peuvent être distingués : d'une part, les conséquences sur la valeur (la valeur de l'entreprise peut être plus ou moins sensible à l'évolution de son risque de faillite – cf. chapitre précédent) et, d'autre part, les conséquences en matière de mesure de restructuration. Ces deux conséquences ne sont pas indépendantes puisque la valeur intègre les possibilités d'actions de l'entreprise en difficulté. Ces dernières constituent un aspect essentiel de l'analyse du risque de faillite : l'aptitude de l'entreprise à entreprendre des mesures de restructuration, c'est-à-dire sa plus ou moins forte adaptabilité face à des difficultés financières, est de nature à modifier le risque encouru en cas de faillite. La première section présente une clarification des causes et des conséquences de l'accroissement du risque de faillite. Elle montre notamment qu'un élément essentiel de l'analyse du risque de défaillance est l'évaluation *ex ante* des conséquences possibles et pas seulement une anticipation des causes. La deuxième section s'intéresse aux modèles de prévision qui permettent, à partir d'indicateurs financiers, d'estimer une probabilité de faillite, souvent réduite à un horizon relativement court. Ce chapitre constitue en outre une synthèse des risques traités tout au long du manuel (de nombreuses références aux chapitres précédents sont volontairement mobilisées et mises en connexion), abordés ici à travers leurs conséquences les plus aiguës, et il explicite les liens de causalité qui en permettent une anticipation.

1. Causes et conséquences de l'accroissement du risque de faillite
  - 1.1. L'analyse du risque de défaillance à travers ses causes et ses conséquences
  - 1.2. Les causes structurelles et leurs conséquences
2. La prévision du risque de faillite à partir des indicateurs issus des données comptables
  - 2.1. La détection statistique du risque de faillite
  - 2.2. Les ratios financiers indicateurs du risque de faillite