



## Chapitre 3

---

# Mise en ordre de l'information : le Business plan

« Les gagnants seront ceux qui restructurent la manière  
dont l'information circule dans leur entreprise. »

William H. Gates (dit Bill Gates)

L'information récoltée sur le projet d'investissement et la méthodologie d'acquisition de cette information sont synthétisées dans un document : le système projet ou *Business plan*.

Ce document, qui va servir à l'évaluation du projet, contient la synthèse de toutes ses caractéristiques ainsi que les tableaux donnant pour les périodes d'investissement et d'exploitation, les **flux financiers annuels prévisionnels**.

Bien qu'ils concernent le futur, les flux considérés dans le *Business plan* sont structurés de la même manière que l'information comptable de l'entreprise.

Ainsi dans ce chapitre clé pour l'ouvrage<sup>1</sup>, un éclairage indispensable est apporté sur l'information comptable de l'entreprise : amortissements et provisions, comptes annuels, soldes intermédiaires de gestion et capacité d'autofinancement.

On montre ensuite comment on passe de l'information comptable à la trésorerie puis aux tableaux de flux financiers annuels prévisionnels.

Mais au préalable, nous décrivons la structure générale du *Business plan* avec ses variantes en fonction de l'optique considérée par le décideur pour évaluer le projet.

## Plan du chapitre

- 1 Principales caractéristiques du *Business plan* et différentes optiques considérées
- 2 Amortissements et provisions
- 3 Comptes annuels
- 4 Soldes intermédiaires de gestion et Capacité d'autofinancement
- 5 Du résultat à la trésorerie
- 6 Tableau de flux nets de trésorerie prévisionnels liés à un investissement précis : visions réelle et intrinsèque
- 7 Un cas d'école

### I. Principales caractéristiques du Business plan et différentes optiques considérées

Le *Business plan* d'un projet d'investissement est généralement structuré en trois parties :

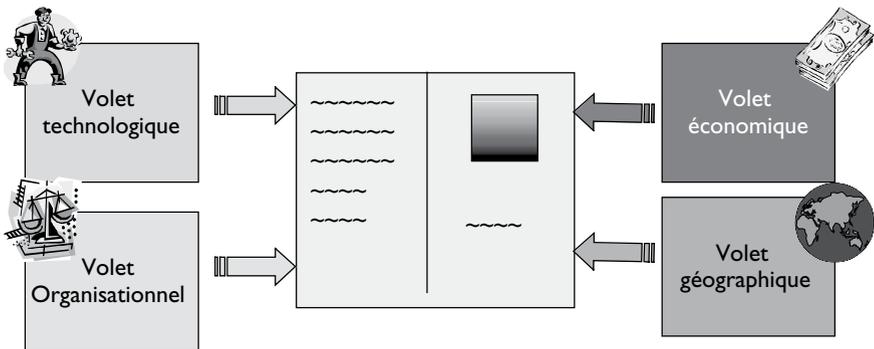
- La carte d'identité du projet,
- Le tableau de flux financiers annuels prévisionnels,
- L'analyse des risques et les scénarios d'évolution.

1. Dans cet ouvrage, nous donnons, en simplifiant, les principaux éléments utiles à l'investisseur. Pour approfondir, le lecteur pourra se référer en particulier à l'ouvrage complet et très pédagogique d'E. Cohen (2004), à celui de L. Batsch (2000) ou à celui de B. Meunier-Rocher (2006).

## 1. Carte d'identité du projet

La carte d'identité du projet synthétise toutes les caractéristiques du projet (voir figure 1) :

- caractéristiques technologiques,
- caractéristiques économiques (y compris durée de vie économique  $N_E$ ),
- caractéristiques organisationnelles (ex : contrats avec les salariés et avec les partenaires),
- caractéristiques géographiques (ex : contexte fiscal et institutionnel, contraintes environnementales).



**Fig. 1** : Carte d'identité du projet.

Si le projet est porté par l'entreprise (projet type A ou C vus au chapitre 1), les principaux ratios traduisant la santé économique et financière de l'entreprise sont parfois donnés à ce niveau.

S'il s'agit d'un projet unique porté par une société projet (projet type B) ou une *start-up* (projet type D), le *Business plan* inclut la présentation du porteur de projet, de son équipe et éventuellement des principaux partenaires.

## 2. Tableau de flux financiers prévisionnels en fonction de l'optique privilégiée par le décideur

Les données financières du projet d'investissement sont synthétisées dans un tableau, le tableau de flux financiers annuels prévisionnels, dont la structure dépend de la vision, intrinsèque, réelle ou financière, privilégiée par le (ou les) décideur(s) ayant un avis à donner sur le choix du projet (cf. figure 2).

## 2.1. Vision intrinsèque : le projet est-il rentable grâce à ses propres caractéristiques ?

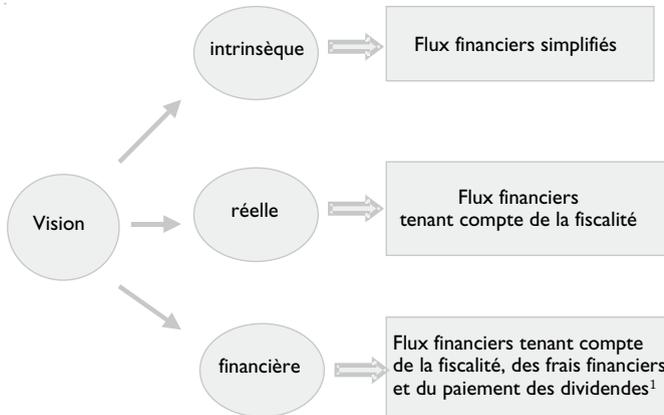
S'il cherche à mesurer uniquement la rentabilité économique intrinsèque, c'est-à-dire la rentabilité exclusivement inhérente au projet, sans prise en compte du contexte fiscal, le décideur calcule des flux financiers simplifiés.

## 2.2. Vision réelle

S'il souhaite évaluer la rentabilité économique réelle du projet d'investissement plongé dans son contexte, il calcule des flux prévisionnels qui reflètent le mieux possible la réalité de l'entreprise : prise en compte de la fiscalité, parfois même des dates exactes d'enregistrement des flux financiers.

## 2.3. Vision financière

Enfin, s'il veut s'assurer que l'entreprise (ou la société projet) est capable de rembourser les capitaux empruntés, de payer les intérêts correspondants et de verser des dividendes aux actionnaires, il s'intéresse aux flux financiers qui reflètent le plan de financement du projet et la trésorerie associée. Nous traitons la vision financière dans la partie III de l'ouvrage.



**Fig. 2 :** Quelle optique est privilégiée par le décideur ?

***Le calcul des flux prévisionnels (prise en compte ou non de la fiscalité, des frais financiers, des dividendes) dépend de la vision que l'on souhaite privilégier pour regarder l'investissement et sa rentabilité.***

1. Dividende (*Dividend*) : Revenu d'une action généralement versé une fois par an.

### 3. Analyse des risques et scénarios d'évolution

Comme ils concernent un projet d'investissement à venir, les flux considérés dans le *Business plan* sont des flux prévisionnels qui comportent une part de risque. Ainsi, le remplissage du tableau financier est souvent effectué dans le cadre de plusieurs scénarios d'évolution concernant le contexte du projet.

L'analyse des risques et la méthodologie de construction des scénarios figurent dans le *Business plan* et, pour une vision donnée, on compte autant de tableaux financiers que de scénarios.

À défaut d'analyse prospective poussée aboutissant à des scénarios, des études de sensibilité (sous tableur) peuvent être réalisées pour étudier comment varient les flux financiers lorsque des paramètres sont modifiés.

Dans tous les cas, il est important de noter que, puisqu'on travaille avec des données aléatoires, le détail est superflu et il est inutile, voire faux sur le plan méthodologique d'estimer les flux financiers au centime près.

***Comme les flux calculés sont prévisionnels, ils sont aléatoires et il est indispensable de construire différents scénarios d'évolution sur le contexte du projet ou bien d'effectuer une analyse de sensibilité.***

## II. Amortissements et provisions

Avec la vision réelle, les dotations aux amortissements associées à un investissement ont un impact non négligeable sur l'évaluation de sa rentabilité. Les dotations aux provisions jouent aussi un rôle dans cette évaluation mais il est beaucoup moins important. C'est la raison pour laquelle, on les négligera par la suite.

L'objectif de ce paragraphe est de définir les dotations aux amortissements et aux provisions et d'expliquer pourquoi elles ont un impact sur l'évaluation d'un projet.

### 1. Qu'est-ce qu'un amortissement comptable<sup>1</sup>?

#### 1.1. Rôle et définitions

D'après le Plan comptable général français (PCG), l'amortissement a pour but de constater la dépréciation irréversible, physique (usure et usage) ou morale (désuétude ou obsolescence), des immobilisations avec le temps.

1. Voir en particulier, J. Pilverdier-Latrete (2002) et M. Lozato et P. Nicolle (2003).

Il est défini par une durée de vie comptable, notée  $N_C$  et par des dotations annuelles  $A_C(t)$ . Le montant amortissable d'un actif est sa valeur brute (valeur d'entrée dans le patrimoine), noté  $I$ . La somme des dotations pratiquées pendant la durée de vie comptable est égale au montant amortissable, soit :

$$I = \sum_{t=1}^{N_C} A_C(t)$$

Notons que certains biens ne sont pas amortissables. Cela concerne principalement : les marques, le fonds commercial (sauf cas particuliers), les terrains et l'ensemble des immobilisations financières.

## 1.2. Avantage de l'amortissement comptable

Pour l'entreprise, l'amortissement comptable présente un double avantage. Il permet d'une part une réduction d'impôt et d'autre part, la constitution d'une réserve de financement (cf. figure 3).

### *Avantage fiscal*

Les dotations annuelles aux amortissements sont admises dans les charges déductibles et le Code général des impôts autorise, dans de nombreux cas, un amortissement fiscalement déductible supérieur à la dépréciation effective du bien. Cela signifie que la durée de vie comptable d'une immobilisation ( $N_C$ ) est inférieure à sa durée de vie économique ( $N_E$ ). Cette règle avantage l'entreprise qui a intérêt à pratiquer la dotation maximale autorisée fiscalement de façon à bénéficier le plus tôt possible d'une économie d'impôt.

### *Avantage financier*

L'amortissement est une charge calculée non décaissée. Il joue un rôle important dans l'entreprise parce qu'il constitue un moyen de financement interne.

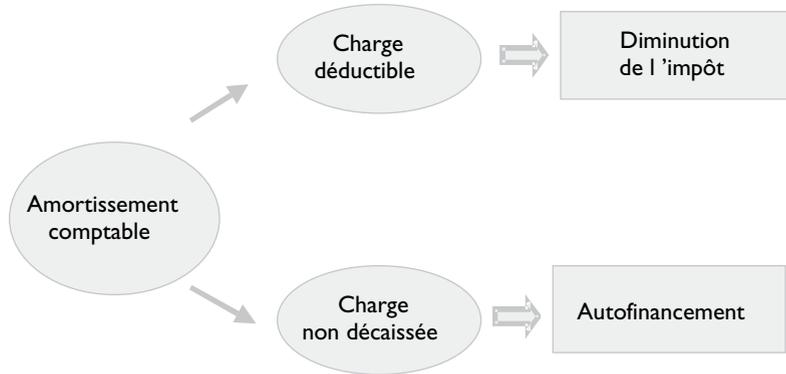
Le décaissement initial s'effectue au moment de l'achat de l'immobilisation, puis progressivement, la sortie de fonds est récupérée par le biais de l'amortissement pratiqué annuellement pendant la durée de vie comptable de l'immobilisation. L'amortissement permet ainsi à l'entreprise de dégager les sommes nécessaires au financement du renouvellement des équipements.

Néanmoins, dans certains cas l'entreprise a intérêt à ce que la durée de vie comptable soit plus longue :

- l'entreprise n'est pas rentable pendant plusieurs années et donc n'a pas besoin d'économie d'impôt à court terme,
- elle ne connaît pas *a priori* la durée de vie économique de l'investissement,
- elle souhaite améliorer la structure du bilan.

C'est ce qu'il s'est produit avec les opérateurs de téléphonie mobile qui se sont lancés dans les années 1990.

Notons que si  $N_C$  dépasse  $N_E$ , des ajustements de la durée de vie comptable doivent avoir lieu au moment de la sortie du projet en fin d'exploitation (dépréciations comptables ou « *Write-off* » dans le compte de résultat).



**Fig. 3 :** Les avantages de l'amortissement comptable.

***L'amortissement comptable est une charge fictive (charge sans sortie de trésorerie) qui permet :***

- de diminuer, pour chaque exercice, le résultat imposable de l'entreprise,***
- d'assurer le renouvellement des équipements (autofinancement).***

### 1.3. Différents systèmes d'amortissement comptable

La durée de vie comptable et la loi d'amortissement, c'est-à-dire la manière dont les dotations  $A_C(t)$  vont être réparties sur cette durée, sont deux caractéristiques essentielles pour l'entreprise que le comptable doit définir pour chacune des immobilisations amortissables. Néanmoins, sa marge de manœuvre est relativement faible puisqu'il est contraint par le PCG qui fixe des règles d'amortissement en fonction du secteur et du type de biens considérés.

#### *Durée de vie comptable*

La durée de vie comptable est fonction de la durée de vie probable de l'immobilisation. Une entreprise peut néanmoins retenir une durée d'amortissement inférieure si elle est en mesure de justifier des conditions particulières d'utilisation provoquant une dépréciation plus rapide du bien. Par exemple, un matériel

industriel normalement amortissable sur 5 ans, sera amorti sur une durée inférieure s'il est utilisé de façon intensive.

### *Loi d'amortissement (ou mode d'amortissement)*

La loi d'amortissement, quant à elle, doit permettre de traduire au mieux le rythme avec lequel l'immobilisation se déprécie. Elle est appliquée de manière constante dans l'entreprise pour tous les actifs de même nature ayant des conditions d'utilisation identiques.

Trois lois d'amortissement sont envisageables : linéaire, dégressive, exceptionnelle (ou dérogatoire) (voir encadré).

Si le système linéaire est le régime du droit commun, les systèmes dégressifs et exceptionnels, plus avantageux pour l'entreprise en raison de l'économie d'impôt plus élevée qu'ils induisent en début d'utilisation, sont réservés à certaines catégories de biens et sont facultatifs.

## **Lois d'amortissement comptable**

### **Amortissement linéaire : annuités constantes**

Il répartit de manière égale les dépréciations sur la durée d'amortissement du bien correspondant à sa durée de vie probable.

Chaque annuité d'amortissement est obtenue en multipliant la valeur d'origine du bien par le taux approprié correspondant à la durée d'amortissement retenue.

### **Amortissement dégressif : annuités décroissantes**

Le système dégressif consiste à pratiquer des annuités décroissantes. Facultatif, il est réservé à certaines catégories de biens<sup>1</sup>.

L'annuité dégressive se calcule sur la valeur d'origine pour la première annuité, puis sur la valeur résiduelle à partir du deuxième exercice.

Le taux utilisé est égal au taux linéaire multiplié par un coefficient variant selon la durée normale d'utilisation du bien.

### **Amortissement exceptionnel (ou dérogatoire)**

Pour favoriser le développement de certains investissements, des dispositifs d'amortissement exceptionnel sont mis en place (durée de vie comptable courte, amortissement supérieur à la dépréciation normale du bien).

1. Biens d'équipement acquis neufs et dont la durée normale d'utilisation est au moins égale à 3 ans.

Par exemple, un système d'amortissement fiscalement déductible sur douze mois selon le mode linéaire est admis pour les biens suivants :

- les logiciels acquis,
- les matériels destinés à économiser l'énergie et les équipements de production d'énergies renouvelables acquis ou fabriqués avant le 1<sup>er</sup> janvier 2007,
- les investissements en faveur de l'environnement <sup>(1)</sup> acquis ou fabriqués avant le 1<sup>er</sup> janvier 2007.

<sup>(1)</sup> Les investissements en faveur de l'environnement concernent notamment les immeubles antipollution, les matériels destinés à lutter contre le bruit, les véhicules non polluants (énergie électrique, GPL<sup>1</sup> GNV<sup>2</sup>).

*Exemple : Calcul de l'amortissement annuel d'un bien*

Considérons un bien d'une valeur de 1 000 € mis en service le 1<sup>er</sup> janvier 2006 et dont la durée de vie comptable est de 5 ans. L'exercice comptable correspond à l'année civile.

Le taux d'amortissement linéaire est de  $1/5 = 20\%$ .

L'amortissement annuel est de  $1000 \times 0,2 = 200$  € (de 2006 à 2010).

#### 1.4. Particularités géographiques

Suivant le pays où l'on réalise l'investissement, les règles comptables (durée de vie, loi d'amortissement) varient et certaines dépenses sont considérées ou non comme des immobilisations amortissables (standard comptable français, international ou américain). Ces différences ont un impact fort sur la fiscalité. L'évaluation de la rentabilité d'un investissement est donc largement tributaire de la réglementation et des conventions en vigueur dans le pays considéré.

***La durée de vie comptable fixée par l'administration (via le PCG) par type d'investissement et par secteur est un instrument de politique industrielle et fiscale dans le pays.***

1. Gaz de pétrole liquéfié.  
2. Gaz naturel véhicules.

## 2. Provisions<sup>1</sup>

Les provisions permettent, pour leur part, de prendre en compte des anticipations de pertes relatives soit à certains éléments d'actif (provisions pour dépréciation), soit à l'ensemble du patrimoine (provisions pour risques et charges) (cf. encadré).

Le caractère prévisionnel des provisions rend les erreurs d'estimation de ces pertes anticipées inévitables. L'application du principe de prudence et la recherche d'un avantage fiscal (les dotations venant en déduction du résultat imposable), conduit le plus souvent les entreprises à surestimer ces dotations.

### Provisions pour dépréciation d'actifs, provisions pour risques et charges

#### **Provisions pour dépréciation d'actifs**

Alors que l'amortissement constate la dépréciation irréversible des immobilisations avec le temps, les provisions pour dépréciation d'actifs constatent une perte de valeur de caractère exceptionnel (ex : créance client toujours impayée et risquant de ne jamais être encaissée, stock de marchandises invendues risquant de se détériorer et de ne jamais être vendues).

L'enregistrement comptable des dotations aux provisions est identique à celui des dotations aux amortissements.

#### **Provisions pour risques et charges**

Les provisions pour risques et charges permettent de couvrir des risques prévisibles à la clôture de l'exercice. Les principales provisions pour risques et charges sont les suivantes :

*Provisions pour risques :*

- litiges : risques pécuniaires (ex : indemnités, dommages et intérêts, frais de procès),
- garanties données aux clients,
- amendes et pénalités,
- pertes de change.

*Provision pour charges :*

- grosses réparations.

1. Cf. en particulier E. Cohen (2004) et J. Pilverdier-Latrete (2002).

### III. Comptes annuels

La comptabilité permet de mettre en ordre année par année les ressources de l'entreprise et leurs utilisations.

Le Plan comptable général indique que les comptes annuels doivent être établis à la clôture de l'exercice, au vu des enregistrements comptables et de l'inventaire.

Apparaissant comme une photographie<sup>1</sup> des exercices présent et passés, ces comptes permettent à l'analyste comptable et financier de mesurer les performances de l'entreprise en faisant des comparaisons dans le temps (évolution des performances) et dans l'espace (comparaison avec des entreprises du même secteur).

Ils ont trois composantes :

- le bilan,
- le compte de résultat,
- l'annexe.

Le PCG définit des modèles de présentation qui varient suivant la forme juridique et la taille de l'entreprise. Une **présentation de base** des comptes annuels est définie pour les entreprises de moyenne et grande dimension. Les entreprises plus petites peuvent adopter une présentation simplifiée. Un système développé (facultatif) peut être envisagé dans certains cas. Nous présentons ici uniquement les comptes dans le système de base.

## 1. Bilan

### 1.1. Présentation du bilan<sup>2</sup>

Le bilan propose une représentation de la situation de l'entreprise à une date donnée (voir tableau ci-après et figure 4).

Il récapitule la situation patrimoniale de l'entreprise, l'origine des fonds figurant au passif et leur utilisation à l'actif.

---

1. Pour le bilan, il s'agit bien d'une photographie « figée » alors que pour le compte de résultat, on devrait plutôt oser la comparaison avec un film montrant comment le résultat s'est formé durant l'année écoulée.

2. Cf. E. Cohen (2004).

### Actif

Le bilan fait apparaître les éléments de l'actif classés principalement dans un ordre de liquidité croissante. Le critère de liquidité tient compte du délai nécessaire pour transformer un élément d'actif en monnaie ; il dissocie donc les actifs immobilisés (immobilisations), liquides à plus d'un an et les actifs circulants transformables en monnaie à moins d'un an.

### Passif

Quant aux éléments du passif, ils sont classés dans un ordre d'exigibilité croissante en fonction de la proximité de leurs échéances.

Les **capitaux propres**<sup>1</sup> ont une échéance indéterminée puisqu'ils ne sont assortis d'aucun engagement ferme de remboursement.

En revanche, les **dettes**<sup>2</sup> comportant un engagement ferme de remboursement sont plus exigibles. La présentation comptable ne permet pas de les classer par ordre d'exigibilité mais elle propose un classement selon leur nature financière en distinguant<sup>3</sup> :

- les dettes levées auprès des **marchés financiers** (emprunts obligataires),
- les emprunts contractés auprès des **établissements de crédit**,
- les dettes contractées dans le cadre de l'exploitation à l'égard des fournisseurs (ex : crédit fournisseur) ou d'autres créanciers.

Les provisions pour risques et charges inscrites au passif du bilan correspondent à l'anticipation de pertes qui n'ont encore qu'un caractère probable :

- si les pertes se confirment, les montants provisionnés se transformeront en dettes,
- sinon, les provisions constituées en excès par rapport aux risques effectivement confirmés, seront assimilées à des capitaux propres, sous réserve de l'impôt auquel ils seront soumis.

C'est pourquoi, les provisions se situent entre les capitaux propres et les dettes.

---

1. Capitaux propres (*Net Assets*) : Les capitaux propres d'une entreprise sont constitués du capital social et des réserves. Si l'entreprise est une société anonyme, le capital social est divisé en actions.

2. Dettes (*Debts*) : Capitaux que l'entreprise doit aux établissements de crédit, aux obligataires, à ses fournisseurs ou à d'autres créanciers.

3. Cf. partie III pour la définition de ces concepts.

Tableau 2 – La structure d'ensemble du bilan

Actif	Passif
<p><b>Actif immobilisé</b> Immobilisations incorporelles Immobilisations corporelles Immobilisations financières</p> <p><b>Actif circulant</b> Stocks et en-cours Créances Valeurs mobilières de placement Disponibilités</p>	<p><b>Capitaux propres</b> Capital Social Réserve</p> <p><b>Provisions pour risques et charges</b></p> <p><b>Dettes</b> Emprunts obligataires et assimilés Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit Dettes fournisseurs Dettes fiscales et sociales Autres dettes</p>
<b>Total de l'actif</b>	<b>Total du passif</b>

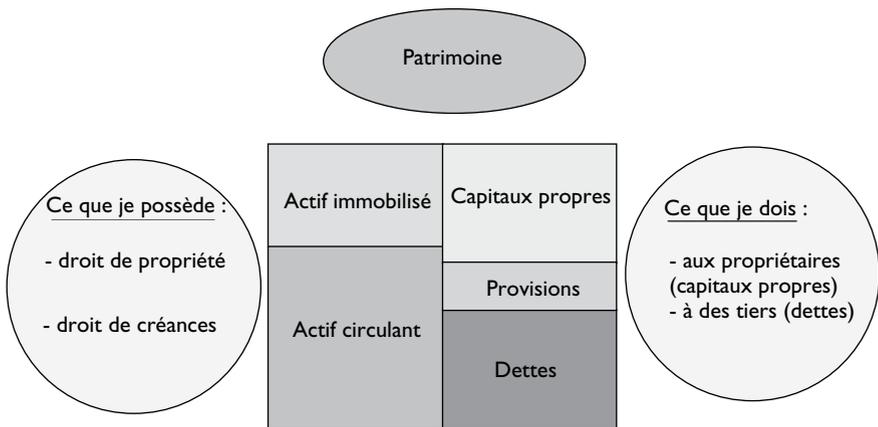
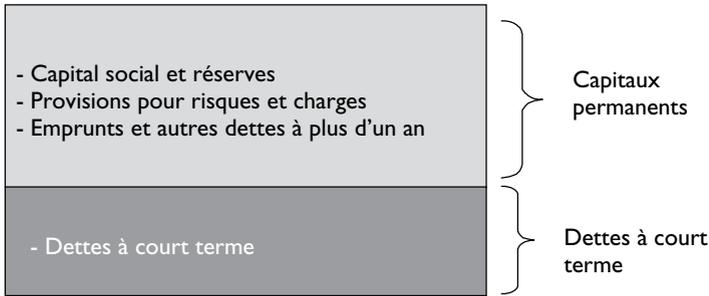


Fig. 4 : Le bilan.

**Le bilan fournit une représentation du patrimoine de l'entreprise à une date donnée.**

## 1.2. Capitaux permanents

La structure du passif permet également de mettre en évidence la durée des ressources rassemblées par l'entreprise. La somme des capitaux propres, des provisions pour risques et charges, et des dettes à moyen long terme constituent les capitaux permanents et c'est sur eux que l'investisseur a les yeux rivés car tout investissement nécessite un financement à long terme (cf. figure 5).



**Fig. 5 :** Mise en évidence des capitaux permanents.

► ***Ce sont les capitaux permanents qui financent les investissements.***

## 1.3. Besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFR)<sup>1</sup>

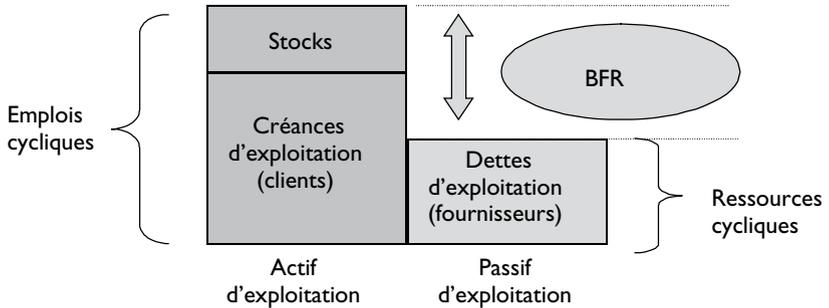
Les en-cours liés à l'exploitation subissent une rotation. Les éléments qui sont mis en mouvement par le cycle d'activité courante peuvent être caractérisés comme :

- des emplois cycliques induits par les exigences de l'exploitation : stocks et créances représentant les délais de règlement accordés à la clientèle,
- des ressources cycliques engendrées par l'exploitation : en-cours représentant les délais de règlement obtenus des fournisseurs.

Le rapprochement de ces éléments cycliques permet de dégager le besoin de financement induit par le cycle de l'exploitation (cf. figure 6). La différence entre emplois et ressources cycliques est désignée sous le nom de besoin en fonds de roulement suscité par l'activité courante. Comme nous l'avons déjà mentionné, pour évaluer le coût d'un investissement, il faut considérer le BFR qui lui est éventuellement associé. Celui-ci devra être financé avec des capitaux permanents<sup>2</sup>.

1. Pour simplifier, dans cet ouvrage, on note le besoin de fonds de roulement d'exploitation BFR et non BFRE.

2. En pratique, ce n'est pas toujours le cas (cf. ch. 9).



**Fig. 6 :** Le BFR d'exploitation (vision simplifiée).<sup>1</sup>

**$BFR = \text{Emplois cycliques} - \text{Ressources cycliques}$**

## 2. Compte de résultat

Le compte de résultat décrit l'adéquation entre les **produits** (sources de création de richesse) et les **charges** (consommations de richesse) suscités par l'activité de l'entreprise au cours d'un exercice (cf. encadré et figures 7 et 8). Il permet de dégager les **soldes intermédiaires de gestion**.

Un résultat net positif (ou bénéfice net) traduit un excédent des produits sur les charges, c'est-à-dire une création de richesse. Inversement, un résultat net négatif (ou perte nette) traduit un excès des charges sur les produits et, par conséquent, une destruction nette de richesses.

### Produits et charges d'exploitation<sup>2</sup>

**Les produits d'exploitation** correspondent :

- aux ventes de marchandises,
- à la production vendue, stockée ou immobilisée (cas de travaux faits par l'entreprise pour son propre compte).

Ils incluent également les subventions visant à compenser une insuffisance du prix de vente ou un surcoût relatif à certaines charges.

1. D'après Chorus Premium Cegetel (2004).

2. Cf. E. Cohen (2004).

**Les charges d'exploitation** incluent notamment :

- Les charges décaissables :
  - consommations intermédiaires correspondant aux biens et services fournis par des tiers,
  - salaires et charges sociales,
  - impôts, taxes et versements assimilés établis sur la base des flux d'activité courants (TVA<sup>1</sup> non récupérable, taxe professionnelle, taxe sur les salaires pour les établissements publics, taxes spécifiques),
- Les charges non décaissables :
  - dotations aux amortissements,
  - dotations aux provisions.

Notons que les charges d'exploitation décaissables sont aussi appelées en empruntant la terminologie anglaise : **OPEX (Operation Expenditures)**.

Le résultat de l'exercice (résultat net) apparaît comme un solde global (positif ou négatif) du compte de résultat après impôt. S'il y a bénéfice, le solde créditeur est inscrit dans la colonne des charges pour restaurer l'égalité arithmétique des colonnes débit et crédit. S'il y a perte, le solde débiteur est inscrit dans la colonne des produits.

Comme l'activité de l'entreprise est découpée en trois domaines, la gestion de l'exploitation, la gestion financière et les opérations exceptionnelles, on dégage trois résultats partiels : un résultat d'exploitation, un résultat financier et un résultat exceptionnel.

Le compte de résultat peut être présenté soit en compte soit en liste (cf. figures).

<b>Charges</b>	<b>Produits</b>
Charges d'exploitation	Produits d'exploitation
<b>Résultat d'exploitation</b>	
Charges financières	Produits financiers
<b>Résultat financier</b>	

1. TVA = Taxe sur la valeur ajoutée.

Charges exceptionnelles	Produits exceptionnels
<b>Résultat exceptionnel</b>	
<b>Résultat net de l'exercice (bénéfice net)</b>	<b>Résultat net de l'exercice (perte nette)</b>
Total général	Total général

**Fig. 7 :** Structure générale du compte de résultat (présentation en compte).

Postes	N	N - 1
Produits d'exploitation – Charges d'exploitation <b>= Résultat d'exploitation</b>		
Produits financiers – Charges financières <b>= Résultat financier</b>		
Produits exceptionnels – Charges exceptionnelles <b>= Résultat exceptionnel</b>		
Total général des produits – Total général des charges – Impôt sur les bénéfices		
<b>= Résultat net de l'exercice</b>		

**Fig. 8 :** Structure générale du compte de résultat (présentation en liste).

Les caractéristiques du résultat d'exploitation, du résultat exceptionnel et du résultat net sont données au § IV ci-après.

Le résultat financier procède d'une compensation entre les charges (ex : intérêts sur emprunt) et les produits (ex : rendement sur placement) spécifiquement liés aux opérations financières. Il dépend de variables internes à l'entreprise (ex : qualité de la gestion financière et de l'exploitation, stratégie de développement) mais aussi de variables externes liées notamment à l'environnement monétaire.

***Le compte de résultat recense les produits et les charges induits par l'activité de l'entreprise et mesure les bénéfices et les pertes dégagés au cours d'un exercice.***

### 3. Annexe

L'annexe comporte toutes les informations d'importance significative destinées à compléter et à commenter celles qui sont données par le bilan et le compte de résultat.

Grâce aux indications qu'elle apporte, l'annexe constitue la source majeure d'informations utilisables par les analystes pour la réalisation des retraitements qui permettent d'adapter les comptes aux besoins du diagnostic financier. En particulier, elle peut contenir le tableau des soldes intermédiaires de gestion.

***L'annexe est un document riche d'informations additionnelles et en indications méthodologiques qui permettent d'éclairer l'interprétation des comptes.***

## IV. Soldes intermédiaires de gestion et Capacité d'autofinancement

Pour analyser la formation du résultat net d'un exercice, on calcule des soldes intermédiaires de gestion (SIG) qui sont des résultats partiels.

### 1. Soldes intermédiaires de gestion (SIG)

Le Plan comptable général distingue sept SIG :

- Marge commerciale,
- Production de l'exercice,
- Valeur ajoutée,
- Excédent brut d'exploitation,
- Résultat d'exploitation,
- Résultat courant avant impôt,
- Résultat exceptionnel.

Partant des produits d'exploitation, puis en ajoutant successivement certaines catégories de produits et en retranchant certaines catégories de charges, les SIG expliquent la formation progressive du résultat net de l'exercice.

#### 1.1. Marge commerciale et production

Pour les entreprises exerçant une activité commerciale, on mesure le flux global d'activité par la marge commerciale.

---

Ventes de marchandises
– Coût d'achat des marchandises vendues
<b>= Marge commerciale (Trading margin)</b>

---

Quant aux entreprises exerçant une activité de transformation, leur flux global correspond à la production.

---

Production vendue
+ Production stockée
+ Production immobilisée (travaux faits par l'entreprise pour son propre compte)
<b>= Production de l'exercice (Production of the year)</b>

---

Souvent, on fait référence au **chiffre d'affaires hors taxes (CA HT)**.

Le chiffre d'affaires hors taxes ou montant net du chiffre d'affaires (*Pre-tax turnover (UK)*, *Pre-tax sales (US)*) résulte de tout ce qui est vendu par l'entreprise :

$$\text{CA HT} = \text{Ventes de marchandises} + \text{Production Vendue}$$

## 1.2. Valeur ajoutée (VA)

La valeur ajoutée résulte de la confrontation entre :

- le flux global d'activité (production et/ou marge commerciale),
- les consommations intermédiaires (CI), c'est-à-dire les consommations en provenance de tiers.

Elle représente la contribution productive ou la richesse créée par l'entreprise grâce à la mise en œuvre de son potentiel productif (force de travail et capitaux fixes).

Cette richesse créée permettra à l'entreprise :

- d'assurer la rémunération des acteurs concernés par son activité : salariés, État (fisc), créanciers, associés,
- de dégager un fonds pour investir (reconstitution de ses immobilisations) : autofinancement.

---

Production
+ Marge commerciale
- Consommations intermédiaires
<b>= Valeur ajoutée (<i>Value added</i>)</b>

---

### 1.3. Excédent brut d'exploitation (EBE)

L'excédent brut d'exploitation correspond au résultat économique brut lié à l'activité opérationnelle de l'entreprise. Il s'obtient :

- en faisant la différence entre les produits d'exploitation encaissables et les charges d'exploitation décaissables<sup>1</sup>,
- ou bien à partir de la valeur ajoutée comme cela est montré dans le tableau ci-dessous.

---

Valeur ajoutée
+ Subvention d'exploitation
- Impôts, taxes et versements assimilés
- Charges de personnel
<b>= Excédent brut d'exploitation</b>

---

L'EBE permet des comparaisons significatives car il n'est affecté ni par la politique d'amortissements et de provisions, ni par les modes de financement ou par l'environnement fiscal de l'entreprise. C'est un solde financier mesurant le financement interne issu de l'exploitation.

Les Anglo-Saxons utilisent ce solde et l'appellent : **EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)**. Nous trouvons de plus en plus cette terminologie explicite dans les entreprises françaises.

### 1.4. Résultat d'exploitation (RE)

Comme nous l'avons vu au § III, le résultat d'exploitation est la somme des produits d'exploitation moins les charges d'exploitation. Il mesure les performances réalisées par l'entreprise sur son activité industrielle et commerciale. Il correspond à un résultat opérationnel dégagé avant prise en compte des éléments financiers, des éléments exceptionnels et de l'impôt sur le bénéfice.

---

1. Les dotations aux amortissements et aux provisions ne se décaissent pas. Elles ne font pas partie de ces charges.

---

Excédent brut d'exploitation
+ Reprises et transferts sur charges d'exploitation
+ Autres produits
- Dotations aux amortissements et provisions
- Autres charges
<b>= Résultat d'exploitation (<i>Operating result, Operating profit</i>)</b>

---

Les Anglo-Saxons appellent ce solde, l'**EBIT (*Earnings Before Interest, Taxes*)**. Ce ratio est intéressant pour comparer la pertinence de deux projets d'investissements concurrents.

### 1.5. Résultat courant avant impôts (RCAI)

Le résultat courant avant impôt ajoute au résultat d'exploitation deux éléments : le résultat financier (vu au § III) et les quotes-parts de résultats en commun qui représentent essentiellement les virements de bénéfices ou pertes réalisées par des sociétés en participation.

---

Résultat d'exploitation
+ Résultat financier
+ - Quote-part de résultat sur opérations faites en commun
<b>= Résultat courant avant impôt (<i>Income before tax</i>)</b>

---

### 1.6. Résultat exceptionnel (REX)

Le résultat exceptionnel (vu au § III) reflète l'incidence sur le résultat net final d'événements exceptionnels favorables ou défavorables sur lesquels l'entreprise ne dispose le plus souvent que d'une possibilité de contrôle limitée.

---

Produits exceptionnels
- Charges exceptionnelles
<b>= Résultat exceptionnel</b>

---

### 1.7. Résultat net de l'exercice (RN)

Le résultat net de l'exercice procède de la confrontation globale entre l'ensemble des charges et l'ensemble des produits, y compris la participation des salariés et l'impôt sur les bénéfices.

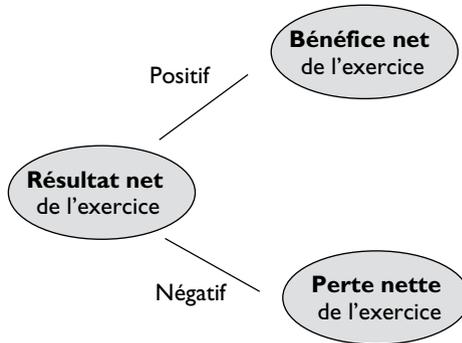
Il apparaît comme la sanction globale de l'activité dans tous ses aspects (industriels, commerciaux, financiers) et dans la prise en charge des aléas. Il mesure aussi le flux de ressources créées par l'entreprise (bénéfices) ou détruites (pertes) (cf. figure 9).

---

Résultat courant avant impôt  
 + Résultat exceptionnel  
 – Participation des salariés  
 – Impôt sur les bénéfices

**= Résultat net de l'exercice**  
**(Net income for the year)**

---



**Fig. 9 :** Le résultat net s'appelle bénéfice net s'il est positif, perte nette s'il est négatif.

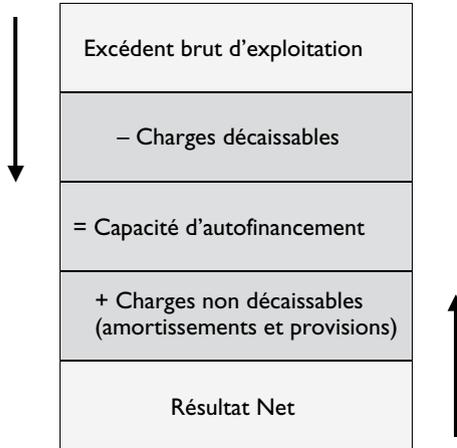
***Le résultat net de l'exercice apparaît comme une sanction globale de l'activité dans tous ses aspects (industriels, commerciaux, financiers) et dans la prise en charge des risques.***

## 2. Capacité d'autofinancement (CAF)

Sans être incluse dans le tableau des soldes intermédiaires de gestion, la capacité d'autofinancement (*Self-financing capacity*) est un indicateur intéressant.

Elle se calcule à partir des postes du compte de résultat :

- à partir de l'excédent brut d'exploitation,
- ou bien à partir du résultat net (voir figure 10).



**Fig. 10 :** Calcul simplifié de la CAF (sur cette figure on ne fait figurer que les postes principaux).

La CAF apparaît comme un indicateur monétaire relatif aux résultats de l'exercice. Elle résulte en effet de la confrontation entre l'ensemble des produits encaissables et l'ensemble des charges décaissables, y compris le flux d'impôt sur les bénéfices et les frais financiers. À la différence de l'EBE, la CAF présente un caractère global.

La CAF représente un montant de ressources additionnelles secrétées par l'activité globale de la période et qui pourront être affectées au financement de l'entreprise après prélèvement des dividendes.

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{Dividendes}$$

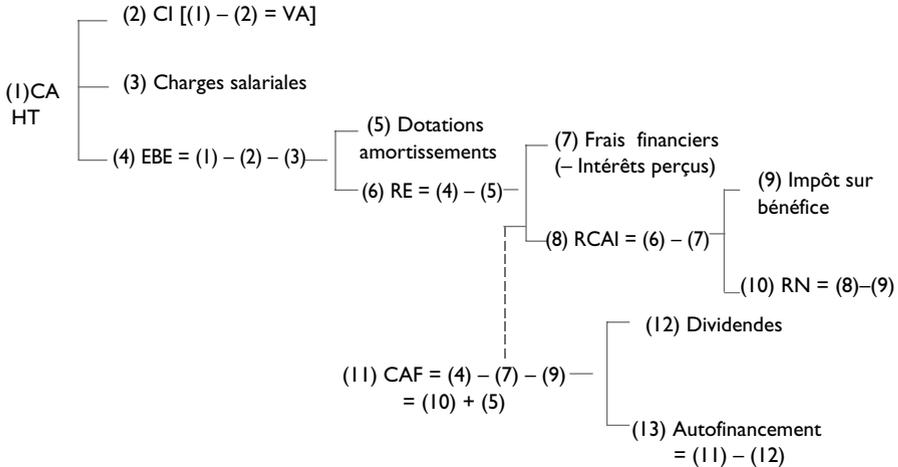
### 3. Figures résumant le calcul des soldes intermédiaires de gestion

Les figures ci-après récapitulent la formation des principaux soldes intermédiaires de gestion **en simplifiant**, c'est-à-dire en ne retenant que les principaux postes de produits et de charges (ex : la participation des salariés est négligée). Cela permet d'avoir une vision globale pour retenir l'essentiel. Le lecteur peut toujours compléter ces figures en se référant aux définitions précises vues aux paragraphes précédents.

C'est à partir de cette vision simplifiée que l'on dressera les tableaux de flux financiers prévisionnels car, pour des prévisions étalées sur toute la durée de vie d'un projet, il n'est pas utile de rentrer dans un degré de détail très poussé.

<b>CA HT</b>
– Charges d'exploitation décaissables (OPEX)
<b>EBE (EBITDA)</b>
– Dotations aux amortissements et provisions
<b>RE (EBIT)</b>
– Frais financiers
– Impôt sur les bénéfices
<b>RN</b>

**Fig. 11** : Formation simplifiée du résultat net de l'exercice.



**Fig. 12** : Formation simplifiée des principaux SIG et de la CAF.

CI = Consommations intermédiaires

CA HT = Chiffre d'affaires hors taxes

Par souci de simplification, on néglige la participation des salariés.

## V. Du résultat à la trésorerie

Dans ce paragraphe, nous montrons comment faire le lien entre la CAF (indicateur global issu d'une vision comptable de l'entreprise) et les flux financiers qui vont servir de base à l'évaluation économique d'un projet avec la vision réelle.

### 1. Excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) et excédent de trésorerie global (ETG)<sup>1</sup>

L'EBE et la CAF ne font que refléter des **surplus monétaires virtuels** respectivement secrétés par l'exploitation et l'activité globale de l'entreprise. Ces indicateurs sont virtuels car ils ne prennent pas en considération les **décalages** introduits par les délais de stockage et les délais de règlement. Or, pour mieux prendre en compte la réalité de l'entreprise, il faut tenir compte des décalages.

#### 1.1. Prise en compte des décalages au niveau de l'exploitation

Comme nous l'avons vu précédemment, l'EBE est la différence entre les produits et les charges d'exploitation. Or, les produits comme les charges ne tiennent compte ni de l'augmentation des stocks, ni des délais de règlements (clients et fournisseurs). Ainsi, à la place de produits et charges d'exploitation, on introduit la notion de recettes et de dépenses effectives induites par l'exploitation.

---

#### **Produits d'exploitation susceptibles de donner lieu à encaissement**

- Augmentation des stocks de produits finis
- Augmentation des créances commerciales

---

**= Recettes effectives induites par l'exploitation (I)**

---



---

#### **Charges d'exploitation susceptibles de donner lieu à décaissement**

- + Augmentation des stocks de matières
- Augmentation des dettes fournisseurs

---

**= Dépenses effectives induites par l'exploitation (II)**

---

L'indicateur « monétaire » du résultat traduisant les opérations d'exploitation est l'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) défini comme suit :

$$\text{ETE} = \text{(I)} - \text{(II)} = \text{Recettes} - \text{Dépenses effectives induites par l'exploitation}$$

---

1. Cf. E. Cohen (2004).

Les décalages correspondent en fait à des variations du BFR d'exploitation au cours d'un exercice (on les note  $\Delta\text{BFR}$ ).

Ainsi on peut calculer l'ETE à partir de l'EBE comme suit :

$$\text{ETE} = \text{EBE} - \Delta\text{BFR}$$

## 1.2. Prise en compte des décalages au niveau global

En entreprise, la trésorerie n'est pas associée uniquement aux opérations d'exploitation. Il faut tenir compte aussi des opérations hors exploitation (opérations financières, impôt sur les bénéfices).

Comme nous l'avons vu plus haut, la CAF est un indicateur global. Cependant, elle ne tient pas compte des décalages éventuels qu'il convient de considérer au niveau de l'exploitation et hors exploitation (variations des en-cours de créances et de dettes hors exploitation). Pour refléter ces décalages, on calcule le BFR global qui est la somme du BFR d'exploitation et du BFR hors exploitation.

L'indicateur prenant en compte ces décalages est l'excédent global de trésorerie défini à partir de la CAF comme suit :

$$\text{ETG} = \text{CAF} - \Delta\text{BFRGlobal}$$

Par la suite, on parlera plutôt de « variation des décalages » pour faire référence au  **$\Delta\text{BFR global}$** .

## 2. Flux nets de trésorerie liés aux investissements

### 2.1. Question posée

Bilan et compte de résultat reflètent le passé et le présent de l'entreprise. Or, ce qui nous importe dans cet ouvrage est de déterminer si un investissement est intéressant ou pas. Pour cela, il est nécessaire de comparer le bilan et le résultat de l'entreprise avant et après investissement. En d'autres termes, **il convient de raisonner en terme de flux**.

La question que l'on se pose alors est : quels flux est-il pertinent de considérer pour mesurer la rentabilité économique d'un investissement ?

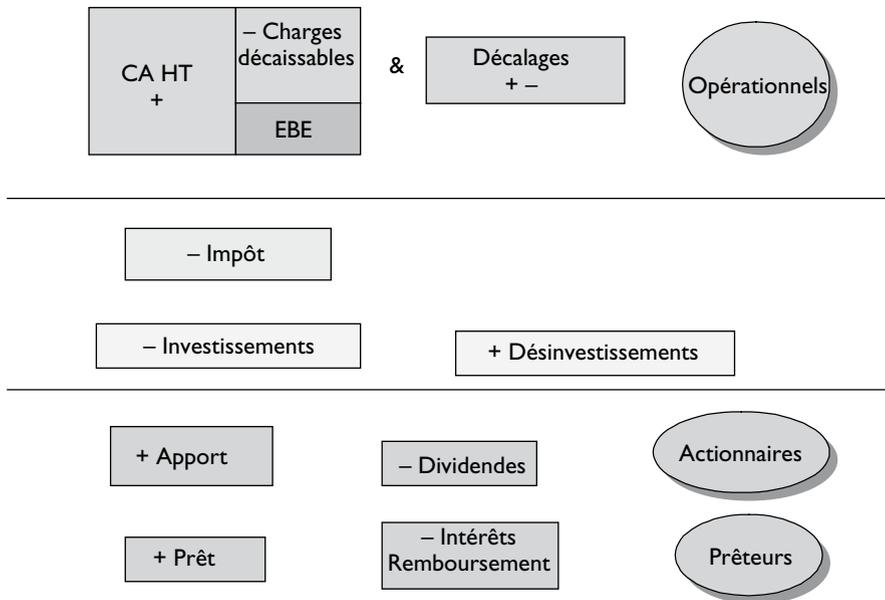
Avant de répondre à cette question, nous donnons, d'une manière générale, un éclairage sur la notion de flux de trésorerie constatés durant un exercice (une année) où l'entreprise a été amenée à réaliser plusieurs investissements et à désinvestir.

## 2.2. Flux de trésorerie en entreprise

En entreprise, on a coutume de distinguer :

- les flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (et de désinvestissement),
- les flux de trésorerie provenant de l'exploitation des investissements,
- les flux divers hors exploitation (notamment, paiement de l'impôt supplémentaire induit par les investissements),
- les flux liés au financement des investissements.

Ces différents flux de trésorerie sont représentés dans la figure ci-dessous avec les acteurs concernés.



**Fig. 13 :** Tous les flux de trésorerie (ou mouvements de trésorerie)<sup>1</sup> durant un exercice.

1. D'après Chorus Premium Cegetel (2004).

### 2.3. Flux de trésorerie pour évaluer un projet d'investissement : vision réelle

L'estimation des flux associés à un investissement se fait indépendamment de son mode de financement car celui-ci est pris en compte à travers le taux d'actualisation (cf. parties II et III). Ainsi, il convient de ne pas considérer les flux liés au financement de l'investissement : apport, prêt, dividendes, remboursement de la dette et frais financiers dus aux emprunts.

On calcule les flux nets de trésorerie prévisionnels associés à l'exploitation d'un investissement en reprenant les principaux postes du compte de résultat et en supposant que les frais financiers sont nuls (cf. tableau). On peut toutefois prendre en compte le crédit d'impôt associé aux frais financiers.

#### Remarque

Si l'on utilise des critères d'évaluation sans actualisation (ex : taux de rendement comptable, délai de récupération simple), on tient compte des frais financiers (intérêts d'emprunt).

Tableau 3 – **Formation des flux nets de trésorerie liés à un investissement à partir des soldes intermédiaires de gestion durant une année d'exploitation**

CA HT
– Charges d'exploitation décaissables ( <i>OPEX</i> )
= EBE (EBITDA)
– Frais financiers (nuls)
– Impôt sur les bénéfices calculé à partir de RE ( <i>EBIT</i> )
– Variation des décalages
FNT ( <i>Cash-flow net</i> )

Pendant la période d'investissement, les flux reflètent les dépenses d'investissement.

**Les flux nets de trésorerie sont appelés couramment cash-flows nets. Il s'agit des flux uniquement liés à l'investissement et à son exploitation.**

Nous allons nous baser sur cette notion très importante de flux nets de trésorerie ou de *cash-flows* nets pour dresser les tableaux du *Business plan* associé à un

projet investissement. Ces tableaux permettront ensuite de déterminer si les flux associés à l'investissement sont compensés ou pas par les flux associés à la variation du résultat.

## VI. Tableau de flux nets de trésorerie prévisionnels liés à un investissement précis : visions réelle et intrinsèque

### 1. Raisonnement en différentiel

Pour élaborer le *Business plan* associé à un investissement, on s'intéresse non pas aux flux de trésorerie constatés pendant un exercice passé, mais aux flux nets de trésorerie **prévisionnels** liés à l'investissement en projet.

Ces flux concernent :

- les flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement proprement dites ; ils proviennent d'une comparaison des postes du bilan avant et après l'investissement,
- les flux de trésorerie (exploitation et hors exploitation) provenant de la variation du résultat induite par l'investissement,
- les flux financiers associés au financement de l'investissement.

Ces derniers seront étudiés plus particulièrement en partie III.

***Il est très important de souligner que les flux de trésorerie liés à l'investissement et à son exploitation sont des éléments différentiels par rapport à la situation de statu quo où l'on ne réalise pas l'investissement.***

Nous donnons ci-dessous dans le cas général et **dans le cadre d'un scénario bien identifié**, la structure d'un tableau de flux nets de trésorerie (*cash-flows* nets) liés à un investissement en projet. Nous commençons par la vision réelle puis regardons la vision simplifiée.

### 2. Tableau de flux de trésorerie prévisionnels liés à l'investissement : vision réelle

En fonction des données récoltées lors de l'étape 3 « élaboration des grilles d'information », on évalue, pour l'investissement considéré, ses durées de vie économique, comptable et financière, son coût, sa valeur de liquidation et l'échéancier des produits et des charges pendant l'exploitation.

## 2.1. Rappel des notations utilisées dans l'ouvrage

$N_C$ , durée de vie comptable dictée par le plan comptable. Elle a un impact direct sur la fiscalité du projet.

$N_E$ , durée de vie économique qui est le minimum entre durée physique, durée technologique et durée de vie du produit.

$N_F$ , durée de vie financière, qui est la durée pendant laquelle les emprunts contractés pour l'investissement sont remboursés.

$I_0$ , montant de l'investissement.

$V_L$ , valeur de liquidation.

## 2.2. Tableau

Les flux financiers figurent dans un tableau regroupant bilan et compte de résultat prévisionnels.

	Bilan		Compte de résultat					Synthèse
			Exploitation			Hors exploitation		
Année	Montant de l'investissement (y compris BFR et renouvellement $Irv_n$ )	Récupération ( $V_L$ et BFR)	Produits	Charges décaissables	Charges non décaissables (dotations amortissements)	Frais financiers	Impôt (sur le RCAI)	Flux nets de trésorerie
	1	2	3	4	5	6	7	8
0	$I_0$ BFR							$-I_0$ $-BFR$
1	$Irv_n$				$A_1$			<b>CAF</b>
2					..			
n					$CAF - Irv_n$			
-								
$N_C$					$A_C$			<b>CAF</b> ..
								<b>CAF</b> ..
$N_E$		$V_L + BFR$					Impôt sur $V_L$	$CAF + V_L$ nette d'impôt + BFR

S'il y a des investissements de renouvellement ( $Irv_n$ ), ils figurent au bilan de l'année  $n$  (ou les années) où ils sont effectués.

**Pendant l'exploitation, le solde pertinent est la CAF (aux variations des décalages près).**

### 2.3. Méthodes de calcul colonne par colonne <sup>1</sup>

**Colonne 1 :** Montant de l'investissement ( $y$  compris BFR et renouvellement  $Irv_n$ )

Pour simplifier, on fait l'hypothèse que **l'investissement est ponctuel et réalisé l'année 0**.

Si la mise en place de l'investissement est étalée sur  $k$  années, on mentionne dans les tableaux de flux financiers prévisionnels, les années d'investissement (de  $-k$  à 0) et on fait figurer au bilan les coûts annuels d'investissement.

En cas d'investissement de remplacement, il doit être tenu compte de la valeur de reprise de l'ancien matériel (l'impôt sur la valeur de reprise de l'ancien matériel est à reporter colonne 7).

Il est important de ne pas sous-estimer le montant de l'investissement. En particulier, pour les investissements de capacité ou pour les investissements concernant un produit nouveau, il convient d'évaluer le besoin en fonds de roulement (BFR) lié au projet étudié. BFR doit être inscrit l'année 0 car il est utilisé en début d'année 1 pour la production<sup>2</sup>.

Le montant de certains investissements indirects, comme les frais de formation du personnel, les frais d'une campagne de publicité, peut être passé en charges (colonne 4).

Il convient de faire figurer les éventuels investissements de renouvellement au bilan, les années où ils sont prévus.

**Colonne 2 :** Récupération ( $V_L$  et BFR)

Lorsque l'activité décline, la chute des ventes s'accompagne d'une récupération du besoin en fonds de roulement associé à l'investissement. Il n'y a pas d'impôt sur cette récupération.

La valeur de liquidation de l'investissement ( $V_L$ ), qui comme nous l'avons vu au chapitre précédent peut être positive ou négative est à inscrire à la fin de la durée de vie économique de l'investissement. S'il y a une plus-value par rapport à la

1. cf. en particulier J. Margerin & G. Ausset (1987).
2. Notons que certains auteurs l'inscrivent en année 1.

valeur comptable, il faut inscrire l'impôt correspondant en colonne 7. En cas de moins-value, le crédit d'impôt en résultant doit figurer aussi colonne 7.

### **Colonne 3 : Produits**

On porte dans la colonne 3 les produits différentiels tels qu'ils ont été prévus. Par exemple, pour un investissement de capacité, on détermine les produits supplémentaires en multipliant les quantités supplémentaires prévues par le prix de vente unitaire.

Il s'agit du chiffre d'affaires différentiel (hors taxes) apporté par le projet selon les prévisions de vente.

### **Colonne 4 : Charges décaissables**

La colonne 4 concerne les charges décaissables liées à l'exploitation du projet. Il s'agit des charges différentielles par rapport aux charges qu'il y aurait en situation de *statu quo*.

Parmi les charges différentielles donnant lieu à sortie de trésorerie, il convient de distinguer les charges d'activité (coûts variables) et les charges de structure (coûts fixes).

Les charges d'activité sont souvent modifiées lorsque l'investissement est réalisé.

Par exemple, pour un investissement de capacité, les charges d'activité sont égales à :

$$\text{Coût d'activité unitaire} \times \text{quantités supplémentaires.}$$

Pour un investissement de productivité, les charges d'activité sont diminuées (et le différentiel est négatif).

Concernant les charges de structure, il faut considérer uniquement celles qui sont modifiées par le projet d'investissement et inscrire les charges différentielles. Par exemple, si l'investissement implique l'embauche de personnel, il faut tenir compte des charges salariales supplémentaires.

### **Colonne 5 : Charges non décaissables (dotations aux amortissements)**

La colonne 5 concerne les dotations aux amortissements (et aux provisions)<sup>1</sup>, qui constituent des charges non décaissables estimées ici uniquement pour calculer l'impôt sur les bénéfices.

Les dotations aux amortissements sont à prendre en considération durant la durée de vie comptable de l'investissement (de 1 à  $N_C$ ).

Ce sont bien entendu des dotations différentielles par rapport à la situation de *statu quo*. Dans la situation de *statu quo*, il se peut en effet que le matériel ne soit pas encore amorti comptablement.

1. Les dotations aux provisions sont souvent négligées dans les tableaux de flux prévisionnels.

**Colonne 6 : Frais financiers**

La colonne 6 correspond aux frais financiers associés au financement de l'investissement. Ce sont les intérêts qu'il faut verser chaque année aux établissements qui ont prêté de l'argent pour financer l'investissement.

**Point important :** Pour distinguer la politique d'investissement de la politique de financement, on a coutume<sup>1</sup> de construire les tableaux de flux de trésorerie prévisionnels en faisant l'hypothèse que ces frais financiers sont nuls et en élaborant à part un tableau correspondant aux annuités de remboursement de la dette. On peut éventuellement calculer l'effet levier de la dette, c'est-à-dire le crédit d'impôt associé à la déductibilité des charges financières.

**Colonne 7 : Impôt sur le résultat courant avant impôt (RCAI)**

La colonne 7 prend en compte l'impôt différentiel. C'est en général un impôt additionnel mais cela peut être aussi une économie d'impôt. Dans ce cas, celle-ci est portée en colonne 7 précédée du signe moins.

C'est aussi en colonne 7 que l'on reporte l'impôt (ou le crédit d'impôt) sur les plus-values (respectivement les moins-values) réalisées lors de la reprise de l'ancien matériel en année 0 ou la revente du nouveau en fin de vie.

**Colonne 8 : Flux nets de trésorerie**

On porte dans la colonne 8, les flux nets de trésorerie annuels calculés comme suit (avec l'hypothèse que les frais financiers sont nuls) :

$$8 = 2 + 3 - (1 + 4 + 7).$$

Pendant l'exploitation de l'investissement, les flux nets de trésorerie (ou *cash-flows*) se rapprochent de la CAF (aux variations des décalages près).

**2.4. Prise en compte des décalages**

Ce tableau met bien en avant l'échéancier des flux qui entrent et qui sortent dans l'entreprise (*cash-in*, *cash-out*) à condition de faire attention aux variations des décalages introduits par les durées de stockage et les délais de règlement.

Pour l'estimation des flux nets de trésorerie annuels prévisionnels pendant l'exploitation, on néglige parfois ces décalages car on estime qu'ils ont peu d'incidence sur la rentabilité du projet. Cependant, pour avoir une représentation fidèle de la trésorerie de l'entreprise, il faut en tenir compte et considérer, au niveau de l'exploitation, non pas les produits et les charges décaissables mais les **recettes** et les **dépenses** qui intègrent les variations de BFR ( $\Delta\text{BFR}$ )(cf. § V).

1. Cela n'est pas toujours le cas, notamment lorsque l'on utilise des critères de choix d'investissement ne faisant pas référence au taux d'actualisation (cf. ch 5).

De même, hors exploitation, il faudrait ajouter au tableau une colonne intitulée variation des décalages mais ces derniers sont négligés.

## 2.5. Prise en compte de l'inflation

Sur des périodes aussi longues que celles que l'on considère pour les investissements, il est important de faire des hypothèses sur les variations de prix (ex : prix d'achat des matières premières, prix de vente des produits finis, frais de personnel).

Pour remplir les tableaux de flux financiers prévisionnels, on a deux possibilités :

- Soit on raisonne en monnaie constante, en prenant le plus souvent comme référence l'année 0 où l'on réalise l'investissement. Toutes les données des tableaux financiers sont exprimées en unité monétaire, euro par exemple, de l'année 0. On utilise les prix réels.
- Soit on raisonne en monnaie courante. Les données annuelles sont exprimées dans l'unité monétaire de l'année correspondante.

***Dans la plupart des exemples de cet ouvrage, on fait implicitement l'hypothèse que l'inflation est nulle mais les raisonnements et méthodes exposés sont facilement transposables au cas où il y aurait inflation.***

## 2.6. Degré de précision

Comme nous travaillons avec des données prévisionnelles concernant le moyen ou le long terme, il est inutile, voire faux sur le plan méthodologique, de reporter dans les tableaux de flux prévisionnels des valeurs très précises, estimées au centime près. Il faut se contenter de valeurs approchées, arrondies.

## 3. Vision du financier pour le choix de financement

Nous aborderons dans la partie III, les tableaux du *Business plan* qui traduisent le **plan de financement** de l'investissement. Ces tableaux qui incluent les frais financiers associés à la dette et le paiement des dividendes associés au capital social, permettent de voir, année par année, si la trésorerie dégagée par le projet permet de rembourser la dette et de rémunérer les actionnaires.

***L'optique du financier prend en compte les répercussions sur la liquidité du plan de financement.***

#### 4. Tableau de flux financiers simplifiés : vision intrinsèque

Ci-dessus, nous avons considéré les tableaux financiers prévisionnels réels, tels qu'ils vont se présenter au décideur dans l'entreprise. Cependant, il est parfois intéressant d'élaborer des tableaux financiers prévisionnels simplifiés qui permettent de faire le bilan économique d'un investissement de façon intrinsèque, indépendamment du contexte fiscal. On étudie l'investissement avec **une vision économique « pure »**.

C'est souvent la vision que l'on adopte pour la première itération lors de l'élaboration du *Business plan*. Si l'investissement est intrinsèquement rentable, on regarde l'impact de la fiscalité sur la rentabilité puis celui du plan de financement sur la liquidité.

Pour les investissements publics, c'est la vision économique pure qui est retenue puisque la fiscalité ne joue pas.

Les flux financiers sont représentés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 4 – **Vision économique pure**

	Bilan		Compte de résultat		Synthèse
			Exploitation		
Année	Montant de l'investissement (y compris BFR et renouvellement $I_{rv_n}$ )	Récupération ( $V_L$ et BFR)	Produits	Charges décaissables	
0	$I_0$ BFR				$-I_0$ $-BFR$
1					<b>EBE</b>
2					...
-					...
n	$I_{rv_n}$				$EBE - I_{rv_n}$
-					EBE
					...
$N_E$		$V_L + BFR$			$EBE + V_L$ $+ BFR$

S'il y a des investissements de renouvellement, ils figurent au bilan l'année n (ou les années) où ils sont effectués.

**Pendant l'exploitation, le solde pertinent est l'EBE (aux variations des décalages près).**

## VII. Un cas d'école

### 1. Énoncé

Soit un investissement de 1 500 k€, capable de générer un chiffre d'affaires hors taxes de 1 500 k€ par an, au lieu de 1 000 k€ pendant 9 ans. La valeur de récupération de l'investissement est supposée nulle. En raison d'un gain de productivité, les charges de matières premières (MP) associées au projet sont égales à 300 k€ au lieu de 400 k€ et les charges salariales à 150 K€ au lieu de 200 k€. On suppose que cet investissement induit un accroissement du besoin en fonds de roulement de 150 k€. Les machines sont amortissables de manière linéaire pendant 5 ans. Le taux d'imposition est de 33 1/3 %. La variation des décalages est négligée.

On ne tient pas compte des frais financiers (dette nulle).

### 2. Tableau des flux nets de trésorerie (en k€) – Vision réelle

Année	Bilan		Compte de résultat						Synthèse
	Montant de l'investissement et BFR	Récupération ( $V_L$ et BFR)	Exploitation				Hors exploitation		Flux nets de trésorerie
			Produits (CA HT)	Charges MP	Charges salariales	Dotations aux amortissements	RCAI	Impôt	
0	$I_0 = 1\,500$ BFR = 150								- 1 650
1			500	- 100	- 50	300	350	117	533
2			500	- 100	- 50	300	350	117	533
3			500	- 100	- 50	300	350	117	533
4			500	- 100	- 50	300	350	117	533
$N_C = 5$			500	- 100	- 50	300	350	117	533
6			500	- 100	- 50		650	217	433
7			500	- 100	- 50		650	217	433
8			500	- 100	- 50		650	217	433
$N_E = 9$		$V_L = 0$ BFR = 150	500	- 100	- 50		650	217	583

Comme l'investissement fait économiser matières premières et main-d'œuvre, les charges liées à l'investissement sont plus faibles que dans la situation de *statu quo*. Ainsi, figure un signe moins dans les colonnes charges de matières premières et charges salariales.

La durée comptable est de 5 ans et la loi d'amortissement est linéaire. Les dotations valent donc  $1500/5 = 300$  K€ pendant la durée de vie comptable.

Le résultat courant avant impôt se calcule comme suit :

Résultat courant avant impôt = Produits – (Charges MP + Charges salariales) – Dotations aux amortissements.

Soit pendant la durée de vie comptable :

$$\text{RCAI} = 500 - (-100 - 50) - 300 = 350 \text{ k€}.$$

Et après :

$$\text{RCAI} = 500 - (-100 - 50) = 650 \text{ k€}.$$

L'impôt vaut  $350 \times 1/3 \approx 117$  k€ pendant la durée de vie comptable et  $650 \times 1/3 \approx 217$  k€ après.

Les flux nets de trésorerie valent :

- $-I_0 - \text{BFR} = -1\,500 - 150 = -1\,650$  k€ au moment de l'investissement, l'année 0.
- $\text{RCAI} - \text{Impôt} + \text{Dotations} = 350 - 117 + 300 = 533$  k€ pendant la durée de vie comptable,
- $\text{RCAI} - \text{Impôt} = 650 - 217 = 433$  k€ après.

Regardons maintenant le tableau avec l'optique intrinsèque.

### 3. Tableau des flux nets de trésorerie (en k€) – Vision économique pure

Année	Bilan		Compte de résultat			Synthèse
	Montant de l'investissement et BFR	Récupérations ( $V_i$ ) et BFR	Produits (CA HT)	Charges MP	Charges salariales	
0	$I_0 = 1\,500$ BFR = 150					- 1 650
1			500	- 100	- 50	650
2			500	- 100	- 50	650
3			500	- 100	- 50	650
4			500	- 100	- 50	650
5			500	- 100	- 50	650
6			500	- 100	- 50	650
7			500	- 100	- 50	650
8			500	- 100	- 50	650
$N_E = 9$		$V_L = 0$ BFR = 150	500	- 100	- 50	800

## Conclusion

Destiné tout particulièrement aux décideurs (ex : commanditaires, actionnaires), le *Business plan* sert de base pour l'évaluation du projet. Il est aussi très précieux pour convaincre des partenaires (ex : partenaires commerciaux, bailleurs de fonds) et pour, le cas échéant, avoir les autorisations nécessaires (autorités publiques).

### **Analyse de sensibilité sur les paramètres du projet**

Lorsque l'on présélectionne un projet d'investissement, on fixe *a priori* un certain nombre de paramètres endogènes au projet (ex : capacité de production, prix de vente, localisation). Si l'on souhaite tester l'influence de ces paramètres sur les résultats du projet, on les fait varier un à un et l'on étudie leur impact sur le tableau de flux prévisionnels puis sur la rentabilité du projet.

Ce type de simulations peut être effectué aussi pour étudier la robustesse des performances du projet face à la variation éventuelle de certains paramètres dont l'estimation *a priori* comporte une part d'incertitude.

**Il est important de souligner que la réalisation du *Business plan* se fait par itérations successives**, le *Business plan* définitif ne pouvant être donné qu'après avoir arrêté le plan de financement de l'investissement.

## Bibliographie de référence

CHORUS PREMIUM, CEGETEL, Séminaire, *Pilotage économique et création de valeur*, février 2004

COHEN E., *Analyse financière*, 5<sup>e</sup> édition, Gestion, Économica, 2004

LOZATO M. et NICOLE P., *Gestion des investissements et de l'information financière*, 2<sup>e</sup> édition, Dunod, 2003

MARGERIN J. et AUSSET G., *Choix des investissements – Présélection, choix, contrôle*, 3<sup>e</sup> édition, Éditions SEDIFOR, 1987

PILVERDIER-LATREYTE J., *Finance d'entreprise*, 8<sup>e</sup> édition, Économica, 2002

## Pour en savoir plus

BATSCH L., *Le diagnostic financier*, 3<sup>e</sup> édition, Gestion Poche, Économica, 2000

BELLALAH M., *Gestion Financière : Diagnostic, évaluation, choix des projets et des investissements*, 2<sup>e</sup> édition, Connaissance de la gestion, Économica, 2004

COLASSE B., *L'analyse financière de l'entreprise*, Collection Repères, La Découverte, 2003

FORGET J., *Dynamique de l'amortissement : Renforcer l'autonomie financière de l'entreprise pour dynamiser ses investissements*, Les mémentos finance, Éditions d'Organisation, 2005

MEUNIER-ROCHER B., *Le diagnostic financier*, Éditions d'Organisation, 2006

VERNIMMEN P., *Finance d'entreprise*, 6<sup>e</sup> édition par QUIRY P. et LE FUR Y., Dalloz, 2005

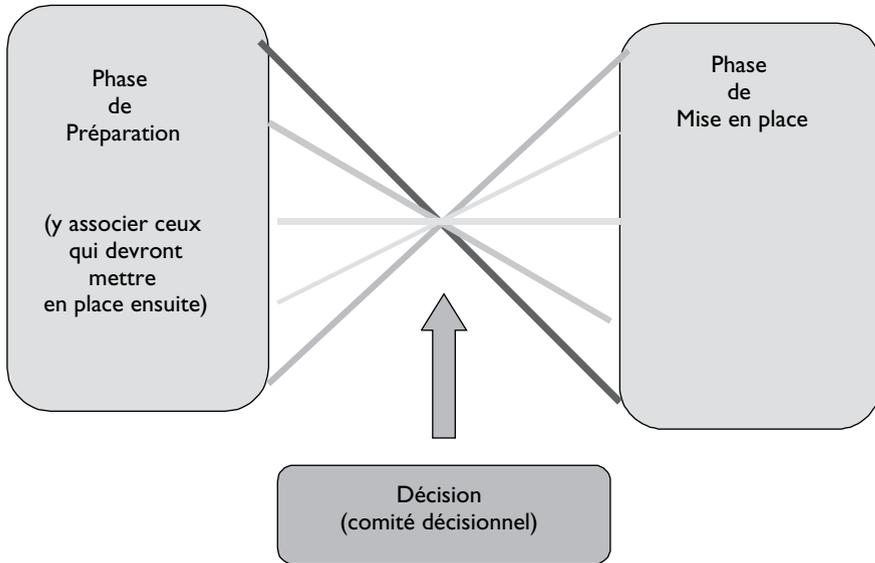
## Conclusion de la partie I

La partie I concerne principalement la collecte et la mise en forme de l'information relative à un ou plusieurs projets d'investissement. Dans la réalité, cette phase de préparation à l'investissement est très longue et coûteuse.

À partir de l'information synthétisée, il est aisé d'évaluer la rentabilité du projet considéré ou bien de classer plusieurs projets présélectionnés par ordre de rentabilité croissante. On applique pour cela des critères de choix reposant sur la rentabilité économique.

Si l'on souhaite sélectionner le ou les meilleurs projets en se fondant, non seulement sur la rentabilité économique, mais aussi sur des critères tels que la qualité du service public rendu ou la préservation de l'environnement, on doit exploiter plus en profondeur les grilles d'information puis utiliser soit la méthode d'analyse coûts-bénéfices relevant du calcul économique public, soit des modèles d'aide à la décision multicritères.

Après cette phase de préparation qui mobilise toute l'équipe, le choix du projet d'investissement revient à un comité de décision (parfois réduit à un seul décideur) (effet « nœud papillon », voir figure 14). Pour lui permettre de faire le bon choix, il faut donner à lui-même ou à ses conseillers chargés de la partie calcul, de bons outils. Cela fait l'objet de la seconde partie de l'ouvrage.



**Fig. 14** : Le nœud papillon.<sup>1</sup>

1. D'après Chorus Premium Cegetel (2004).