

CREDIT RISK MANAGEMENT BEYOND NUMBERS



LA NOTATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES

BLOOMFIELD RATINGS

Tel: +(225) 20-21-57-49 / +(225) 20-21-57-47

Fax:+(225) 20-21-57-51

www.bloomfield-investment.com / info@bloomfield-investment.com

Siège Social Plateau, Immeuble BIAO 15^{ème} étage

06 BP 1888 ABIDJAN 06, COTE D'IVOIRE

L'analyse du risque de corporate constitue le fondement du métier des agences. Ce sont en effet les entreprises industrielles et commerciales qui furent les premières à être notées ; les principes fondamentaux sur lesquelles s'appuie la notation des corporates peuvent aussi être applicables aux autres types d'emprunts.

L'analyse de crédit des corporates peut se scinder en deux volets : l'analyse du risque industriel et l'analyse du risque financier. L'analyse du risque industriel prend en considération les risques et les perspectives d'évolution spécifiques au secteur dans lequel évolue l'entreprise, ainsi que la capacité de l'entreprise à affronter ces risques ou à tirer profit de ces opportunités. L'analyse du risque financier a pour objectif d'appréhender le degré de solvabilité et de liquidité de l'entreprise en se fondant sur des indicateurs économiques et comptables.

Nous allons présenter les principaux critères retenus par Bloomfield Investment pour appréhender ces risques. Une étude de cas est proposée à la fin de ce document, afin d'illustrer cette présentation.

1. LE RISQUE INDUSTRIEL

L'analyse du risque industriel s'appuie sur une approche plus <<qualitative>> que <<quantitative>>, requérant plus particulièrement :

- une connaissance approfondie du secteur. Ceci explique que les analystes dans les agences comme, d'ailleurs dans les équipes de recherche <<actions>>, soient spécialisés par secteur ;
- une évaluation de la position concurrentielle de l'entreprise dans son secteur ;
- une bonne compréhension de la stratégie suivie par l'entreprise et de la capacité de son équipe dirigeante à la mettre en œuvre.

1.1 Le Secteur

La démarche consiste à appréhender les caractéristiques du (des) secteur (s) dans le (s) quel(s) évolue l'entreprise. Elle ressemble en de nombreux points à la grille d'analyse stratégique développée par Porter.

1.1.1 Croissance

Il s'agit ici de déterminer les perspectives de croissance du secteur et d'identifier les éléments susceptibles de l'accélérer ou de la réduire à moyen ou long terme. Le potentiel de croissance est examiné pour tous les segments de marché et pour toutes les zones géographiques où l'entreprise opère. Il est important, pour cela, de s'intéresser à la croissance potentielle des principaux clients de l'entreprise.

La croissance peut également être analysée en s'interrogeant sur le cycle de vie du secteur, qui peut être divisé en quatre phases : création (croissance faible) développement (croissance forte), maturité (croissance proche de celle de l'économie) et déclin (croissance négative).

Bloomfield Investment accorde une grande importance au lien entre la croissance du secteur et celle du cycle économique. Ainsi, un secteur dont la croissance est fortement corrélée à l'évolution du PIB est dit <<cyclique>> ; ce type de secteur industriel présente plus de risque que les secteurs acycliques, c'est-à-dire dont la croissance est faiblement corrélée avec la variation du PIB.

1.1.2 Intensité Capitalistique

L'intensité capitalistique d'un secteur se définit comme le niveau d'investissement nécessaire pour qu'une entreprise puisse fonctionner dans des conditions normales. Elle peut se mesurer par les ratios tels que la valeur ajoutée apportée aux investissements ou au capital investi (immobilisations brutes plus besoin en fonds de roulement), dont on calcule la moyenne sur plusieurs années, typiquement cinq ans.

Le risque industriel d'une entreprise est étroitement lié à l'intensité capitalistique du secteur où elle opère ; en effet un secteur à forte intensité capitalistique nécessite des dépenses d'investissement importantes relativement à la valeur ajoutée produite, alors que la rentabilité générée peut être soumise aux aléas de la conjoncture (croissance et évolution des prix notamment). Cependant, l'intensité capitalistique constitue également une barrière à l'entrée du secteur, ce qui constitue un facteur positif.

1.1.3 Valeur ajoutée-technologie

On peut classer les secteurs selon le degré de maîtrise technologique qu'ils nécessitent pour qu'une entreprise puisse y survivre. Ce classement peut aller des technologies élaborées, nécessitant des coûts de recherche et de développement importants (pharmacie, aéronautique...), aux industries à faible contenu technologique et aux produits non transformés (commodities). Les services ne nécessitent pas la maîtrise d'une technologie à proprement parler, mais exigent la maîtrise d'un savoir-faire.

La maîtrise d'une technologie ou d'un savoir-faire spécifique permet de pratiquer des prix élevés et, en conséquence, de dégager les marges suffisantes pour rémunérer un personnel hautement qualifié. On peut donc généralement mesurer le contenu en technologie et/ou savoir-faire d'une activité par son taux de valeur ajoutée (valeur ajoutée rapportée au chiffre d'affaires) moyen. La maîtrise d'une technologie ou d'un savoir faire et les taux de valeur ajoutée élevés que cela induit sont des facteurs qui ont une influence positive significative sur la qualité de crédit.

L'important est de déterminer l'avantage compétitif que procure la maîtrise de la technologie. Il est également nécessaire d'évaluer l'éventualité de l'arrivée de nouvelles technologies, ce qui constitue un risque pour les entreprises en phase de développement. Inversement, il faut s'interroger sur l'éventualité de voir des brevets expirer, ce qui rend la technologie accessible à tous les intervenants du marché.

1.1.4 Risques Réglementaires

Certaines activités font l'objet de réglementations, qui peuvent être locales ou internationales. Ces réglementations visent généralement à garantir la qualité des biens et services produits et à protéger, in fine, l'utilisateur final. Ceci peut prendre la forme, notamment, de norme de qualité, de limitation des importations ou de règles visant à limiter le nombre d'intervenants dans un secteur d'activité. Parallèlement, les régulations doivent maintenir un niveau minimum de concurrence afin de stimuler les intervenants. Dans certains secteurs, ces réglementations jouent un rôle clef dans le maintien des positions concurrentielles des principaux acteurs, en particulier dans des pays traditionnellement interventionnistes.

Tout changement important de réglementation peut modifier le jeu concurrentiel au sein du secteur, en permettant le développement de produits nouveaux ou importés ou en rendant possible l'entrée de nouveaux concurrents. Les rentes tirées des monopoles ou des positions protégées peuvent alors s'éroder rapidement ou disparaître, ce qui a un impact négatif sur la note. Les changements de réglementation peuvent également créer des opportunités pour des entreprises dont le développement était bridé par la réglementation existante et l'impact sur le rating sera alors positif.

Les analystes doivent également prendre en considération le soutien dont peut également bénéficier l'entreprise de la part du gouvernement, même si cela n'entre pas dans le cadre de la réglementation. En effet, le gouvernement de certains pays, pour des raisons stratégiques ou sociales, peut être amené à soutenir des entreprises au bord de la faillite. Bloomfield Investment intègre dans la note le fait qu'une entreprise appartienne à un secteur à caractère stratégique (militaire, haute technologie) ou qu'elle soit basée dans un pays ayant une pension à soutenir les grandes entreprises en difficulté.

1.2 La Position Concurrentielle

L'analyste doit ici évaluer, d'une part, la situation concurrentielle de l'ensemble du secteur et, d'autre part, le positionnement de l'entreprise étudiée par rapport à ses concurrents.

1.2.1 Situation Concurrentielle

Elle peut s'apprécier à travers différents critères, qui sont, là également, largement développés dans le schéma de l'analyse proposé par Porter.

- Taille du marché. Ceci nécessite au préalable d'avoir cerné les limites du marché pertinent. Il s'agit en particulier de déterminer si celui-ci est mondial ou régional. De plus, il est nécessaire à ce stade d'identifier les différents segments qui constituent le marché et d'analyser la situation concurrentielle au sein de chacun d'entre eux.
- Identification des principaux intervenants et de leur part de marché respective. Cette analyse devra être également conduite au niveau de chaque segment du marché.
- Dans les secteurs présentant peu de barrières à l'entrée, identification de nouveaux entrants potentiels et de leur capacité à modifier la donne concurrentielle.

1.2.2 Positionnement de l'entreprise

L'évaluation du positionnement de l'entreprise face à la concurrence peut s'évaluer au travers des critères suivants :

- Taille de l'entreprise et part du marché : elle doit être déterminée pour l'ensemble du marché et pour chaque segment où l'entreprise est présente. Plus qu'une estimation exacte de la part de marché en volume ou en chiffre d'affaires, il est important de déterminer si l'entreprise notée se situe parmi les leaders du marché ou d'un segment de ce marché ou, du moins, a le potentiel d'en faire partie. Une position de leader octroie en effet un grand nombre d'avantages stratégiques à une entreprise (économies d'échelle, possibilité de diminuer les prix tout en maintenant les marges positives, couverture plus importante du marché, etc.) et en conséquence, constitue un critère important dans l'appréciation de son risque de crédit. Par ailleurs, outre la position de leader, une taille importante permet à l'entreprise d'absorber plus facilement les chocs conjoncturels, et lui octroie un pouvoir de négociation avec les fournisseurs plus important, ce qui est un facteur important de rentabilité.
- Avantages comparatifs par rapport à la concurrence : il s'agit de déterminer quels sont les avantages que possède l'entreprise par rapport à ses concurrents et qui pourraient lui permettre de maintenir son positionnement actuel ou de l'améliorer. Cet avantage peut être lié à la maîtrise de la technologie, à la protection de brevet ou à l'image que possède l'entreprise ou les produits qu'elle commercialise. Il convient, pour la détermination de la note d'évaluer la pérennité de cet avantage, ce qui nécessite également d'appréhender si les concurrents sont en mesure de l'acquérir.
- Menaces et opportunités : d'une manière générale, l'analyse doit déterminer les risques (ou opportunités) de voir la position concurrentielle se modifier, dans un horizon de temps moyen ou long. Ces risques s'ils ont des chances sérieuses de se matérialiser, sont pris en compte dans la note. Un nombre important de modifications brutales de note provient de difficultés à anticiper les pertes d'avantages comparatifs.

1.3 Analyse de la stratégie et du management

L'analyste doit appréhender la stratégie suivie par l'entreprise et évaluer si elle lui permettra de maintenir, d'améliorer, ou non sa position concurrentielle. Il conviendra également d'évaluer l'impact sur la situation financière de l'entreprise. Tout aussi importante est la crédibilité de l'équipe dirigeante c'est-à-dire sa capacité de mettre en œuvre annoncée, et à tenir les engagements en matière stratégique et financière.

1.3.1 Évaluation de la stratégie

La stratégie des entreprises peut s'analyser à travers la manière dont elle souhaite se développer sur son marché. Deux principales options sont envisageables :

- La diversification des activités : elle est perçue de manière positive par les agences, car elle permet de réduire l'exposition à un seul secteur. Cependant, elle présente le risque de voir l'entreprise se lancer dans des métiers qu'elle connaît peu.

- L'intégration verticale des activités : elle présente l'avantage de produire des économies de coûts de production et d'améliorer la coordination entre les différentes activités. Le risque est ici de voir l'entreprise devenir mono produit et d'être entièrement exposée au risque industriel d'une seule activité.

En référant à la grille d'analyse de Porter, on peut identifier plusieurs stratégies génériques qui peuvent être suivies par une entreprise. Elles produisent chacune un impact différent sur le risque de crédit de l'entreprise :

- Les stratégies de domination par les coûts : elles sont susceptibles de produire un effet dévastateur sur les marges et donc sur les cash flows, ce qui inquiète généralement les agences. Cependant, si elles traduisent, à terme, par la consolidation des parts de marché, alors les agences modéreront leur opinion négative.
- Les stratégies de différenciation : génératrices de marges et de cash flows plus importants et créatrices de barrières plus durables à l'entrée, elles ont clairement la préférence des agences. Cependant les investissements qu'elles peuvent nécessiter, s'ils sont financés par endettement, peuvent entraîner une dégradation du risque financier.
- Les stratégies de niche : elles sont généralement bien perçues par les agences, car elles impliquent des investissements, donc des mobilisations de liquidités, relativement réduits. Cependant, elles induisent également une faible diversification sectorielle des activités et le maintien d'une taille relativement faible.
- L'appréciation que portent Bloomfield Investment sur les stratégies de l'entreprise dépend des moyens utilisés pour les mettre en œuvre : celle-ci peut s'effectuer à travers différents moyens :
 - croissance interne, c'est-à-dire développement des capacités de production par voie d'investissement industriel et/ou accroissement des effectifs ;
 - croissance externe, c'est-à-dire acquisition de sociétés qui sont ensuite fusionnées ou consolidées au sein du même groupe ;
 - l'internationalisation, qui englobe des opérations de croissance externe ou interne ainsi que l'ouverture de représentations à l'étranger.

Dans chaque cas, Bloomfield Investment identifie les risques induits et leur impact sur la situation financière de l'entreprise à moyen et long terme. Ainsi, les opérations de croissance externe sont généralement perçues de manière négative par les agences, car elles sont souvent financées par emprunt. Toutefois, une croissance interne trop agressive ou dont le retour sur investissement est difficile à évaluer peut être également interprétée négativement les agences.

1.3.2 Qualité du management et soutien de l'actionnariat

□ Management

L'évaluation d'une équipe dirigeante est un exercice particulièrement difficile, surtout lorsqu'il est réalisé de l'extérieur, sans pouvoir utiliser les outils traditionnels de l'audit. Bloomfield Investment recourt pour cela des critères également utilisés par les analystes actions, à savoir :

- le track record du dirigeant : dès qu'un dirigeant nouveau est nommé, les analystes se penchent sur ses réalisations passées, que ce soit à l'intérieur ou à l'extérieur de l'entreprise ;
- l'écart entre les engagements et les réalisations : au cours des rencontres entre les agences et l'entreprise, les dirigeants seront amenés à prendre des engagements, prenant généralement la forme de prévisions chiffrées (de chiffre d'affaires, d'endettement ou de cash-flows) ou de décisions qu'il s'engage à prendre (réductions d'effectifs, décisions d'investissement, pénétration d'un marché). La qualité du management, telle qu'elle est perçue par les analystes, est intimement liée à sa capacité à tenir ses engagements.

D'une manière générale, le dirigeant et son équipe doivent être en mesure de convaincre l'agence de sa capacité à obtenir (ou to deliver pour utiliser un terme en vogue) les résultats annoncés. La principale différence entre analystes de crédit et les analystes actions réside dans l'horizon de temps accordé à l'équipe dirigeante avant de porter une opinion sur sa qualité : il est moyen ou long terme pour les premiers et courts termes pour les seconds.

Le style de management et sa philosophie en matière financière doivent également être appréhendés. Les agences apprécient également un management ayant une attitude prudente (conservative) vis-à-vis du risque en général. Pour cela, elles vont fonder leur opinion sur les réactions du management face à des événements passés (s'est-il lancé dans des secteurs sans faire d'étude sérieuse au préalable ? a-t-il déjà racheté des entreprises à un prix supérieur au marché ?), mais également sur les prévisions qu'ils présentent (sont-elles basées sur des hypothèses crédibles ? les objectifs paraissent-ils atteignables ?).

□ Actionnariat

Il est également important de se pencher sur les relations qu'entretient l'entreprise avec son actionnariat, ce qui nécessite au préalable d'analyser les motivations de l'actionnariat : s'agit-il d'un actionnariat dilué, intéressé en priorité par le rendement à court terme, ou existe-t-il un actionnaire principal ou un noyau dur, considérant sa participation comme un investissement stratégique, dont le retour sur investissement doit être apprécié sur le long terme? Dans le premier cas de figure, l'entreprise est à la merci d'une OPA en cas de sous-performance durable de l'action ; en cas de changement de majorité, l'entreprise peut être intégrée dans un nouveau groupe, ce qui influencera nécessairement sa qualité de crédit.

Si l'entreprise est contrôlée par un actionnaire principal, ou un groupe d'actionnaires, il est nécessaire de s'interroger sur le soutien que celui-ci peut lui apporter en cas de difficultés financières : ce soutien peut prendre la forme d'une garantie ou d'une aide financière directe (recapitalisation, prêt à une filiale) ou indirecte (achat des biens ou services produits par la filiale). Inversement, il faut s'interroger sur les risques de voir l'actionnaire principal utiliser son pouvoir pour prélever des sommes excessives sur sa filiale, que ce soit sous forme de dividendes, de royalties ou d'avance à taux d'intérêt préférentiel.

2. LE RISQUE FINANCIER

Comme mentionné plus haut, l'objectif de l'analyse de crédit, est d'appréhender la capacité de l'entreprise à honorer le service de sa dette. Ceci nécessite d'évaluer d'une part, sa capacité à générer des flux de trésorerie sur une base récurrente, et d'autre part, le montant de sa dette rapporté à sa surface financière et à ses sources alternatives de financement ce que l'on désigne sous le terme de flexibilité financière.

Ces différents éléments s'apprécient à travers l'analyse des comptes de l'entreprise, étudiés généralement sur une période de trois mois à cinq années, à partir desquelles des prévisions sont réalisées sur un horizon à moyen terme (un à trois ans). Les données sont retraitées de manière à faire apparaître un certain nombre d'indicateurs, prenant généralement la forme de ratios. Ceux ci sont comparés avec ceux de entreprises du même secteur et/ ou de la même zone géographique, selon qu'il s'agisse d'un secteur d'envergure mondiale ou régionale.

L'analyse des comptes doit être précédée d'une étude des méthodes comptables de l'entreprise, destinée à s'assurer que les données collectées sont comparables avec celles des autres entreprises du même secteur ou de la même zone géographique (ce que l'on appelle le peer group).

2.1 La capacité à gérer les flux de trésorerie

Elle repose sur une analyse du compte de résultat – généralement sous la forme de soldes intermédiaires de gestion – et du tableau de financement de l'entreprise. L'analyse porte tout d'abord sur la croissance des revenus et des marges bénéficiaires réalisées, qui permettent d'évaluer les flux de liquidités tirés de l'exploitation. La mesure de ceux ci devra être ajustée par la prise en compte des décalages de trésorerie (BFR). Il s'agira ensuite d'examiner la politique d'investissement de l'entreprise afin de déterminer le montant des flux d'investissement nécessaires à la mise en œuvre de sa stratégie.

L'analyse des cash flows devra également intégrer les flux liés au coût de financement de l'entreprise à savoir les intérêts (coût de la dette) et les dividendes (coût des fonds propres), ce qui nécessitera au préalable d'identifier les moyens de financement choisis par l'entreprise. L'analyse des comptes permettra de vérifier la validité des conclusions tirées de l'analyse du risque industriel ; l'observation des données chiffrées n'a de sens que si elle peut être interprétée et permet de projeter l'entreprise dans le futur.

2.1.1 Croissance et rentabilité

La première étape consiste à réunir les comptes de résultat sur les 3 à 5 dernières années et à les retraiter afin de faire apparaître des soldes intermédiaires de gestion et les ratios traditionnels qui les accompagnent.

Les agences s'inspirent des soldes intermédiaires de gestion proposés par l'approche comptable française, mais opèrent des retraitements afin de faire apparaître des soldes propre à la comptabilité anglo-saxonne - notamment l'EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes Dépréciations and Amortizations) et les charges financières nettes – et procéder ainsi à des comparaisons internationales.

L'analyse s'attardera sur les indicateurs suivants:

- **Croissance du chiffre d'affaires (CA) : $CA_{N+1} / CA_{N-1}(\%)$.** Ce ratio permet d'estimer le potentiel de croissance des revenus de l'entreprise. Avant d'extrapoler les tendances passées, l'analyste devra prendre soin d'intégrer les facteurs susceptibles d'entraîner une réduction de la croissance observée l'année précédente : intensification de la concurrence, apparition de produits concurrents. Les conclusions de l'analyse du risque industriel ici peuvent être utilisées.
- **Taux de valeur ajoutée (VA) : $VA/CA(\%)$.** La moyenne de ce ratio sur plusieurs années et pour l'ensemble du secteur fournit une indication sur le contenu technologique de l'industrie et sur le niveau de savoir-faire nécessaire s'il s'agit d'un service. Pour l'entreprise étudiée, ce ratio renseigne l'analyste sur la capacité à dégager une marge plus élevée que la moyenne du secteur, qu'on pourra attribuer à une meilleure maîtrise technologique (permettant de facturer plus cher), un positionnement sur des segments permettant une meilleure différenciation des produits (généralement dans le haut de gamme), ou une meilleure maîtrise des coûts de production. L'analyse menée précédemment sur le positionnement concurrentiel et sur la stratégie apportera des éléments de réponse.
- **Charges de personnel/chiffre d'affaires (%).** De même que le taux de valeur ajoutée, ce ratio permet d'appréhender la structure de coûts de l'entreprise : un ratio élevé indique que l'entreprise évolue dans une industrie de main d'œuvre, une industrie de haute technologie (exigeant une main d'œuvre qualifiée, donc chère) ou dans une activité de service. En la comparant avec celui des entreprises du même secteur, on peut déterminer la cherté relative de la main d'œuvre et, en conséquence, les gains qui pourraient être réalisés en la réduisant. Pour cela, on peut compléter cette analyse en calculant le ratio des frais de personnel rapportés aux effectifs ou à la valeur ajoutée par effectif.
- **Rentabilité opérationnelle : $\text{Résultat d'exploitation}/CA (\%)$.** Ce ratio fournit une mesure de la rentabilité d'exploitation intégrant l'amortissement de l'outil de production et les autres produits et charges d'exploitation.
- **Rentabilité des capitaux investis : $EBE/\text{Immobilisation brutes} + BFR(\%)$.** Ce ratio permet d'évaluer la rentabilité des investissements réalisés par l'entreprise. Sa moyenne calculée sur plusieurs années fournit une estimation du taux interne de rentabilité (TIR) des projets dans lesquels investit l'entreprise.
- **Marge nette : $\text{Résultat net}/\text{chiffre d'affaires}(\%)$.** Ce ratio constitue une mesure de la rentabilité globale de l'entreprise, après frais financiers, éléments exceptionnels et impôt sur les sociétés. Certaines agences préfèrent corriger le résultat net des éléments exceptionnels avant de calculer ce ratio, afin de réduire sa volatilité.

- **Rentabilité des fonds propres : Résultat net / fonds propres (%).** Les investisseurs préfèrent généralement ce ratio au précédent afin de mesurer rentabilité globale de l'entreprise. Il ne constitue pas une mesure de la rentabilité opérationnelle de l'entreprise, mais de sa rentabilité financière. En effet, en rapportant le résultat aux fonds propre, on obtient une mesure du retour sur investissement procuré par l'entreprise. La différence entre ce ratio et le taux de rendement de l'actif sans risque (les bons de Trésor) permet de mesurer la rémunération offerte à l'investisseur pour le risque qu'il prend.

2.1.2 Flux d'exploitation, d'investissement et le financement

Afin de mesurer la capacité de l'entreprise à dégager des cash flows, l'analyste doit identifier les différents flux financiers, en distinguant les flux d'exploitation, d'investissement et de financement. Cette approche est désormais courante : c'est selon ce modèle que s'articule le tableau de financement préconisé par les US GAAP et, en France, par l'Ordre des Experts Comptables.

□ Les flux d'exploitation

Il existe plusieurs mesures de cash flow d'exploitation.

- **L'excédent brut d'exploitation (EBE)** est celle qui est la plus couramment utilisée, puisqu'elle fait partie des soldes intermédiaires de gestion préconisés par les normes comptables françaises. L'EBE constitue une mesure des cash-flows dégagés des opérations d'exploitation, avant prise en compte de l'amortissement de l'outil production. Le ratio EBE /chiffre d'affaires (EBE /CA) permet également de comparer la capacité de l'entreprise à dégager des cash-flows avec celle d'entreprises de taille différentes. A noter qu'il fournit également une mesure de la rentabilité d'exploitation avant prise en compte de la dépréciation de l'outil de production.
- **La capacité d'auto financement(CAF)** : elle intègre les éléments financiers et l'impôt sur les sociétés et ne peut être considérée comme flux d'exploitation à proprement parler ou cash flow d'exploitation, l'EBITDA ; il est obtenu par la somme du résultat d'exploitation et des dotations aux amortissements et aux provisions d'exploitation.
- **Le cash flow** peut être défini comme le résultat courant après impôt, auquel sont rajoutés les amortissements après déduction des dividendes. Bloomfield Investment utilise les deux approches alternativement en fonction des entreprises notées

Bloomfield Investment utilise les mêmes mesures du cash flow d'exploitation intégrant les décalages de trésorerie également développées par les Agences de Notation :

- Le cash flow généré par les opérations d'exploitation, utilisé par Bloomfield, est obtenu par la somme de l'EBE (ou EBITDA) et de la variation de BFR d'exploitation et les autres décalages de trésoreries (liés aux variations de change, par exemple). Ceci permet d'ajuster le chiffre d'affaires et les charges avec les décalages de trésorerie observés et fournit une mesure réelle des entrées et sorties de liquidités liées aux opérations d'exploitations.

- Le cash flow d'exploitation net. Certaines agences, y compris Bloomfield calculent à ce stade de l'analyse un flux d'exploitation intégrant également les charges financières, l'impôt payé et les dividendes versés au cours de l'exercice : c'est le flux ou cash flow d'exploitation net. Ces calculs sont accompagnés des ratios de BFR traditionnels (durée de stockage moyenne, délai de paiement moyenne, délai de paiement accordé aux clients et par les fournisseurs, BFR d'exploitation exprimé en jours de chiffre d'affaires), permettant d'expliquer l'origine des variations de BFR.

❑ Flux d'investissement

Les flux d'investissement intègrent les cash flows liés aux achats et aux cessions d'investissement, que ceux-ci soient industriels ou financiers. Ils incluent :

- les achats d'immobilisations corporelles ;
- les cessions d'actifs corporels
- les achats d'immobilisations financières ;
 - les cessions d'immobilisations financières ;
- les autres flux de liquidité liés à des opérations de financement.

Deux ratios importants peuvent être tirés de ces données :

- Investissements industriels /dotations aux amortissements (%). Ce ratio permet de déterminer en quelle mesure les investissements réalisés permettent de renouveler l'outil de production. Un ratio inférieur à 100% signale un vieillissement de l'outil de production. Un ratio trop élevé peut être symptomatique de surinvestissement et devra être justifié.
- Cash flow généré par les opérations d'exploitation /investissements industriels (%). Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à financer ses investissements avec les cash flows dégagés de l'exploitation. Si la valeur de ce ratio est inférieure à 100%, l'entreprise devra avoir recours à des sources externes de financement (endettement, émission de nouvelles actions) ou procéder à des cessions d'actifs.

❑ Flux de financement

Peu d'entreprises parviennent à financer les croissances à long terme uniquement de manière interne. Les analystes de crédit doivent, pour chaque exercice, identifier les moyens de financement auxquels a eu recours l'entreprise. Les instruments utilisés pour financer les opérations à court terme, c'est-à-dire le BFR, doivent être étudiés séparément.

Les principaux moyens de financement à long et moyen terme sont les augmentations de capital ou l'endettement. Les augmentations de capital peuvent être réalisées par actions ordinaires ou par actions de type particulier, par exemple des titres hybrides. Cette solution a clairement la préférence des agences de notation, car elles permettent de renforcer la flexibilité financière de la société ; elles ont pour inconvénient principal d'entraîner une diminution du rendement de l'action et une dilution du capital, susceptible de faciliter une éventuelle tentative d'OPA hostile. L'augmentation du nombre d'actions se traduit également par une augmentation du dividende, ce qui entraîne une diminution du cash flow généré par l'exploitation.

2.2 Flexibilité financière

La flexibilité financière se définit comme la capacité de l'entreprise à faire face à des besoins financiers sous différents scénarios sans mettre en péril le service de sa dette financière. Afin de l'appréhender, il est tout d'abord nécessaire de distinguer la flexibilité à moyen et long terme, ou solvabilité de celle à court terme que l'on désigne par liquidité.

2.2.1 Flexibilité à moyen et long terme

Le principal facteur influençant la flexibilité financière est le niveau d'endettement. Celui-ci peut être mesuré relativement aux ressources propres de l'entreprise (les fonds propres) ou à travers les ressources qu'elle serait en mesure de mobiliser en cas de crise (les sources alternatives de financement). L'endettement doit être également analysé relativement aux cash flows générés par l'entreprise, en rapportant le total de la dette à une mesure du cash flow, et en mesurant le poids des intérêts payés annuellement relativement aux cash flows d'exploitation. La première étape consiste à constituer, à partir du bilan comptable, un bilan simplifié

□ Mesure de l'endettement et des charges d'intérêt

La détermination de l'endettement est une étape clef dans l'analyse de crédit. Comme indiqué plutôt, il existe plusieurs types de dette ; Bloomfield Investment ne retient dans sa définition de l'endettement que la dette financière, c'est-à-dire la dette portant intérêt : il s'agit des dettes obligataires et bancaires, y compris les obligations convertibles.

Pour les groupes, l'endettement comprend les dettes des filiales consolidées par l'intégration globale (c'est à dire détenues à plus de 50% en général), ainsi que celle des filiales dont les créanciers ont des possibilités de recours contre la société mère et toutes les dettes auxquelles la société a accordé sa garantie.

Il est ensuite nécessaire de distinguer l'endettement brut de l'endettement net. Celui-ci définit comme l'endettement en fin d'année duquel on déduit la trésorerie disponible.

- Endettement brut : Dettes financières totales, à court, moyen et long terme.
- Trésorerie : Elle est obtenue en effectuant la somme des disponibilités et des valeurs mobilières de placement liquides (par prudence, on exclut les titres non cotés), nets de provisions.
- Endettement net : Il est obtenu par différence entre l'endettement brut et la trésorerie.

Il est également nécessaire si elles s'appliquent, de faire apparaître les distinctions suivantes :

- Les dettes financières à moyen et long terme : Les dettes à moyen et long terme sont les dettes financières à plus d'un an. Si la dette due au titre du crédit-bail n'a pas été incluse au bilan, les analystes doivent la réintégrer dans les dettes financières du bilan simplifié.
- Dettes financières à court terme : Les dettes financières à court terme incluent les dettes à moins d'un an, généralement des concours bancaires courants ainsi que le principal de dette à long et moyen terme devant être remboursé dans moins d'un an.

- Dettes subordonnées et dette de premier rang
- Dettes sécurisées et dettes non sécurisées

Bloomfield Investment propose également de rapporter l'endettement retraité (incluant la valeur actualisée des loyers) à l'EBITDA net des loyers (EBITDAR).

Une fois le montant de la dette déterminé, les analystes doivent déterminer l'échéancier des remboursements de dette sur un horizon moyen/long terme, c'est-à-dire trois à cinq ans. Ceci nécessite de prévoir, pour chaque année, le montant du principal et des intérêts à payer.

Le montant des intérêts apparaît dans le compte de résultat. Ils peuvent être calculés de deux manières :

- Charges d'intérêts brutes : Frais financiers payés au cours de l'année plus intérêts courus. Les agences retraitent le montant apparaissant aux comptes de résultat afin d'y intégrer la part du loyer crédit-bail correspondant aux intérêts, ainsi que les intérêts capitalisés dans le cas d'émission d'une obligation à coupon zéro.
- Charges d'intérêts nettes : Intérêts bruts moins produits financiers

□ Ratio d'endettement et de couverture des intérêts

Une fois les montants de la dette financière nette et des intérêts annuels déterminés, les analystes de crédit calculent différents ratios d'endettement afin de relativiser le poids de l'endettement et de pouvoir le comparer avec celui d'autres entreprises.

Endettement net/ fonds propres : Utilisé en Europe mais pas aux Etats-Unis, ce ratio fournit une mesure du levier financier (Gearing) utilisé par l'entreprise. Il présente cependant un inconvénient majeur : il peut être influencé par la méthode comptable retenue afin de comptabiliser les fonds propres, qui peut différer selon les pays.

- Endettement net/ EBE (ou EBIDTA) : Il indique le nombre d'années nécessaire à rembourser la dette, si on suppose que l'EBE(ou l'EBITDA) est entièrement affecté au service de la dette. Très utilisé par les agences, il permet, en effet, de rapporter la dette à la capacité de l'entreprise à dégager des cash flows.
- Endettement net/Capacité d'autofinancement : De même que le précédent, ce ratio rapporte la dette à une mesure des cash flows, la CAF.
- Endettement brut/Fonds propres plus endettement brut. Ce ratio est utilisé comme mesure du levier financier aux Etats-Unis, mais pas en Europe, où les analystes mesurent l'endettement par rapport aux fonds propres seulement.

Les analystes doivent également mesurer la capacité de l'entreprise à honorer le paiement des intérêts sur la dette. Pour cela, deux ratios sont principalement utilisés :

- couverture des intérêts bruts (EBITDA /charges d'intérêt) ;
- couverture des intérêts nets (EBITDA/charges d'intérêt nets

La couverture des intérêts peut également être calculée par rapport au résultat opérationnel mais cette pratique est moins usitée.

2.2.2 Flexibilité à court terme

L'étude de la flexibilité à court terme revient à analyser la liquidité de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à faire face à ses obligations financières à court terme (moins d'un an).

Afin de l'évaluer, il convient tout d'abord de déterminer dans quelle mesure les besoins à court terme, avérés et potentiels, sont couverts avec les ressources à court terme. Il est ensuite nécessaire d'identifier les sources alternatives de liquidité que l'entreprise peut mobiliser en un laps de temps court.

□ Les besoins et ressources financiers à court terme

L'identification des besoins et des ressources à court terme repose sur l'analyse des éléments à court terme du tableau de financement. Le BFR constitue le principal besoin à court terme.

Il est généralement financé par des ressources à long terme – fonds propres ou dettes financières – dont les excédents ponctuel sont investis dans des placements de trésorerie.

Il peut être également financé par l'escompte d'effets de commerce ou par le recours à des lignes de crédit bancaires.

Cependant, le tableau de financement est insuffisant, car il ne donne qu'une photographie de fin d'année de la situation de trésorerie.

Il doit être complété par une prévision de l'évolution des besoins afin de déterminer si des ressources suffisantes seront disponibles pour les couvrir et par une anticipation des risques.

Ceux-ci peuvent avoir plusieurs origines :

- Risque d'une variation du BFR plus importante que prévue dans le courant de l'année. Il est important pour les agences d'identifier les effets de saisonnalité, tant au niveau des ventes que de celui des achats.
- Risque de dépréciation des placements de trésorerie. Les agences demandent le détail de placements réalisés par l'entreprise. Elles peuvent retraiter la trésorerie en y déduisant des actifs peu liquides (actions non cotées ou cotées sur des marchés peu liquides) ou trop risqués (obligations de catégorie spéculative).
- Risque de crise bancaire, se traduisant par une augmentation soudaine des taux d'intérêt ou d'un refus des banques d'escompter certains effets. L'agence devra s'assurer de la qualité des banques auxquelles l'entreprise a recours et vérifier que ses ressources d'origine bancaire sont suffisamment diversifiées.

Par ailleurs, certaines agences déduisent du montant total de la trésorerie disponible et mobilisable les liquidités qu'elles considèrent nécessaires pour la conduite normale des opérations (2% à 7% des ventes selon Bloomfield Investment).

❑ Ressources mobilisables

Les agences accordent une grande importance à l'existence de sources alternatives de liquidité, c'est-à-dire de ressources financières rapidement mobilisables. Elles peuvent provenir principalement de deux sources :

- Les lignes de crédit non utilisées (back up lines) et autorisations de découvert accordées par les banques. Bloomfield Investment les considère indispensables si l'entreprise est émettrice de titre à court terme (billets de trésorerie), dont le remboursement crée des « pics » de besoins de trésorerie. Dans ce cas, le montant de ces lignes dépend de l'encours de titres à court terme mais également de la qualité de crédit de l'entreprise (les entreprises bien notées n'ont pas de difficultés à mobiliser des ressources), de la qualité des banques, ainsi que de la relation que l'entreprise entretient avec ses banques, les lignes de crédit peuvent être confirmées, ce qui est plus coûteux pour l'entreprise (elle doit s'acquitter d'une commission de confirmation), mais rend obligatoire le déblocage des lignes lorsque l'entreprise le demande ,
- Les actifs suffisamment liquides pour être cédés rapidement dans une situation de crise : valeurs mobilières de placement, mais également créances de bonne qualité pouvant être escomptées, participations dans des sociétés cotées, biens immobiliers ou autre actifs corporels (dans quels cas, une décote devra être appliquée).



C R E D I T M A N A G E M E N T B E Y O N D N U M B E R S
