

Diagnostic financier de l'entreprise

**Simon Parienté
Isabelle Martinez**

Diagnostic financier de l'entreprise

**Méthodologie
et stratégies gagnantes**

DUNOD

Suivi éditorial : Odile Marion, Rebecca Berthaut
Fabrication : Louise Robin
Conception de couverture : Élisabeth Hébert
Illustration de couverture : Adobe stock © tadamichi
Mise en page : Belle Page

<p>Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.</p> <p>Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements</p>		<p>d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.</p> <p>Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

© Dunod, 2020

11, rue Paul Bert, 92240 Malakoff
www.dunod.com

ISBN 978-2-10-080612-6

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2^o et 3^o a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 3352 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Table des matières

Introduction	1
1 La place du paramètre stratégique dans le diagnostic financier	5
Section 1 L'importance de la variable stratégique	7
Section 2 L'avantage concurrentiel par l'innovation financière commerciale, le commerce en ligne et le « drive »	23
2 Les techniques de perception boursière d'une société	39
Section 1 Le principe d'une relation entre rendement et risque	41
Section 2 Les différentes mesures du rendement boursier	48
Section 3 Multiple de capitalisation du bénéfice et délai de récupération du cours	55
3 Traitement financier de la matière première comptable et outils élémentaires indispensables au diagnostic	75
Section 1 Bilan et compte de résultat	77
Section 2 Les tableaux de flux	110

4 Captation de la rentabilité et méthodologie de l'analyse des résultats	125
Section 1 Les principaux taux de rentabilité brute	127
Section 2 Les indicateurs d'évaluation de la rentabilité nette d'impôt et de coût financier	136
Section 3 Les variables techniques à l'origine de la rentabilité	147
Section 4 La trame méthodologique empirique du diagnostic sur les déterminants de la rentabilité : synthèse de la procédure à suivre	170
5 Comptes consolidés et communication financière par des indicateurs non définis par la réglementation comptable	175
Section 1 Comptes sociaux et comptes consolidés	177
Section 2 Indicateurs extra-comptables et communication financière	187
Section 3 Les destinataires de l'information comptable et financière	202
Conclusion	207
Glossaire	211
Bibliographie	217

Introduction

Le diagnostic financier s'appuie sur de l'information comptable historique, potentiellement extrapolable au futur, pour porter un jugement de valeur sur la solvabilité d'une entreprise et, plus essentiellement, sur la rentabilité des capitaux qu'elle a investis. On doit pouvoir dégager du constat effectué des informations utiles pour la pérennité de la société : degré d'adéquation du *business model*, risques potentiels de défaut et indices de compétitivité économique principalement.

Dans la mesure où diagnostic financier et diagnostic global sont liés, les options stratégiques retenues pour générer des avantages concurrentiels sont déterminantes. Il importe que ces préférences qualitatives soient en phase avec les spécificités du métier exercé (activité sociale) et que cette pertinence rejaillisse sur les composants du *business model* (technique de fabrication des marges et aptitude au volume d'affaires).

Pour ce qui concerne l'origine de difficultés financières éventuelles, il faut la rechercher en procédant à une analyse conjointe des investissements lourds et de leur modalité de financement. Une autre source de problèmes possibles réside dans les imperfections apparentes en matière de gestion de bas de bilan (stocks et crédit interentreprises), qui touchent à la liquidité de l'entreprise. Quant aux signaux factuels de compétitivité d'une société, ils sont largement révélés par les taux de rentabilité qui synthétisent l'efficacité des stratégies soutenues et des combinaisons comptables justifiant le degré de performance atteint.

Cet ouvrage sur le diagnostic financier est conçu de telle sorte que le lecteur ait à l'esprit des interrelations cohérentes entre paramètres stratégiques (options qualitatives choisies pour créer de la différenciation interentreprises) et fondamentaux comptables (indicateurs de solvabilité structurelle, de liquidité et d'enrichissement). La perception externe par le marché, pour les sociétés cotées, est un point de repère de première importance car une telle image restituée par les investisseurs est en lien avec

la rentabilité comptable des capitaux employés et ses déterminants mathématiques. Tout comme pour l'analyse stratégique, les modalités de chiffrage des indicateurs boursiers et leur signification managériale font l'objet d'un chapitre dans cet ouvrage, largement transversal, en ligne avec la thématique même du diagnostic financier.

Au plan de la lecture et du retraitement des chiffres comptables, l'accent est mis sur les modalités de calcul de concepts utiles en matière d'appréciation financière : soldes pertinents de gestion, blocs expressifs du bilan, flux nets sur opérations consommatrices ou génératrices de trésorerie... Les masses du bilan sont à déterminer selon l'objectif du diagnostic financier. Celui-ci porte sur l'équilibre de la charpente fonctionnelle au travers de la concordance entre les degrés d'exigibilité (ressources) et de liquidité (emplois), la gestion du cycle d'exploitation à l'origine d'un gap (favorable, défavorable) entre les capacités comptables et réelles d'autofinancement et, plus primordialement, sur la mesure de ce que rapporte le capital investi par les bailleurs de fonds.

Compte tenu de son caractère décisif, une bonne partie de l'ouvrage est consacrée au constat et aux déterminants de la rentabilité, brute et nette de coûts financiers, avec, à l'appui, de nombreuses illustrations et tests empiriques en lien avec une approche conceptuelle originale en biseau. De quelle(s) variable(s) de premier rang dépend la rentabilité et de quels autres facteurs ces variables-là sont-elles, à leur tour, soumises ? Cet ouvrage développe la méthodologie pour répondre à ces questions, et des analyses de données sectorielles éclairent la façon de procéder, mais aussi soumettent au lecteur des signaux sur le degré d'influence des variables explicatives de la rentabilité pour des activités sociales différentes. Il n'y a pas de résultats démonstratifs sans données fiables et en masse.

C'est sur ce principe que nous nous sommes adossés en utilisant les données comptables et boursières de plus d'une centaine de sociétés réelles pour des applications numériques. Par ailleurs, les comptes de plusieurs milliers d'entreprises ont fait l'objet de tests empiriques pour donner une illustration méthodologique et des indications sectorielles. Outre les apports sur la façon de traiter les chiffres comptables, l'importance des références pratiques, révélatrices d'options efficaces, engendre de la richesse informationnelle.

Le diagnostic financier a de multiples destinataires. Il s'adresse bien évidemment aux managers qui ont besoin d'éléments de résultat pour évaluer la justesse des décisions prises et pour effectuer la communication financière. Le diagnostic intéresse également les investisseurs, actionnaires et prêteurs. Les premiers chercheront à apprécier le taux de rémunération des fonds propres au regard du risque pris et les seconds voudront connaître le degré de solvabilité de la société emprunteuse afin d'éviter l'inconvénient d'une défaillance. D'autres parties sont prenantes, comme les clients et fournisseurs, sensibles à la continuité du service (approvisionnement) ou au défaut de paiement, les sociétés du secteur qui voudront connaître le niveau de fragilité d'un concurrent ou encore les salariés préoccupés par les perspectives de carrière future.

La place du paramètre stratégique dans le résultat d'une analyse financière est traitée au chapitre 1. Après une présentation de la procédure à dérouler pour effectuer un état des lieux stratégique, notamment par l'intermédiaire d'une matrice des forces-faiblesses-opportunités-menaces, les options génériques, sources d'avantages concurrentiels, sont déclinées (innovation sous différentes formes). On prend les exemples du commerce en ligne et du « drive », qui sont des leviers pour la croissance et la rentabilité des entreprises qui y recourent.

Le cadrage de l'information boursière à la disposition des analystes, sous forme de capteurs exclusifs de marché ou de capteurs hybrides, figure au chapitre 2. Nous y présentons les différentes formes de rendement boursier, en appliquant les indicateurs évoqués à beaucoup de sociétés cotées. L'accent est mis sur la création actionnariale de valeur, le contenu technique du concept répandu de *PER* (*Price Earning Ratio*) et le délai de récupération du prix d'un titre (*DR*). Un rapport utile est établi entre *PER* et *DR* avec comme sous-produit une méthode pour effectuer un diagnostic de risque en complément du constat sur la performance.

Les trois autres chapitres de l'ouvrage sont le cœur du diagnostic financier avec des développements sur la technique de retraitement des comptes (chapitre 3), une déclinaison des capteurs de rentabilité incluant une méthodologie fonctionnelle d'analyse des résultats (chapitre 4) et, enfin, une lecture des comptes consolidés avec présentation d'indicateurs alternatifs de performances, de plus en plus employés par les entreprises cotées dans le cadre de leur communication financière (chapitre 5).

Des modalités d'analyse de la matière première comptable sont donc proposées au chapitre 3. L'information de base se trouve dans les documents de synthèse (bilan et compte de résultat) présentés de façon coordonnée et pratique avec l'étude de rentabilité subséquente en ligne de mire. Les soldes de gestion pertinents sont définis, tout comme les masses de bilan auxquelles ces revenus se rattachent (*EBITDA*, *EBIT*, résultat net courant, actif d'exploitation, actif économique...)¹. Dans ce chapitre, on utilisera des données d'entreprise et sectorielles pour des applications concrètes, mais aussi pour montrer les différences par nature d'activité sociale. Nous montrons comment reconstituer, d'après deux bilans successifs et un compte de résultat, les flux liés à des opérations acycliques, répétitives et de trésorerie. Les tableaux sont des outils très précieux en matière de diagnostic dynamique sur informations historiques. Ils proposent aussi, notamment dans le tableau des flux de trésorerie, des résultats nets transposables dans le futur en vue d'une évaluation d'entreprise.

On trouvera, au chapitre 4, les principaux taux de rentabilité brute et nette. Les premiers informent sur la rentabilité des capitaux investis par tous les bailleurs de fonds (*ROCE*) et par les seuls propriétaires (*ROE*)². Les seconds donnent une mesure

1 *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA)* et *Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)*.

2. *Return On Capital Employed (ROCE)* et *Return On Equity (ROE)*.

de la création ou destruction de valeur, car ils prennent en considération la demande de rémunération des investisseurs (coût du capital). On calcule de la sorte, avec le *ROCE* et le *ROE*, un enrichissement net par euro investi (*EVA*)¹. Les procédures de calcul sont appliquées à des sociétés réelles. La rentabilité, pour l'apprécier, nous oblige à une mise en perspective, dans le temps et dans l'espace. Par ailleurs, il faut pouvoir l'expliquer en identifiant des variables explicatives à l'origine de la rentabilité elle-même (marge *versus* rotation du capital) et du facteur justificatif de premier rang (type de contrôle des charges décaissables, force de la croissance organique, degré de sélectivité des investissements lourds...). De grosses populations de sociétés nous ont servi pour montrer la méthodologie à suivre et pour effectuer des tests empiriques afin de trouver les déterminants de l'enrichissement. Tous les résultats obtenus sont significatifs et indiquent quels sont les choix gagnants pour chacun des échantillons étudiés.

Enfin, le chapitre 5 est consacré aux comptes consolidés et à la communication vis-à-vis des tiers par des indicateurs non définis par les normes comptables internationales (*GAAP*, *IFRS*)². Les comptes spécifiques à la consolidation sont mis en évidence et discutés, en prenant des exemples concrets. Sont également présentés les principaux indicateurs alternatifs de performance (*IAP*) auxquels se réfèrent, de plus en plus, les sociétés cotées. Ces mesures ajustées figurent dans les communiqués de presse transmis aux investisseurs. Le recours à des *IAP* présente des avantages dans la mesure où les résultats communiqués ne tiennent pas compte d'opérations inhabituelles. Mais, comme nous le montrons dans ce chapitre 5, exemples à l'appui, l'utilisation d'indicateurs extra-comptables est une source potentielle de biais de lecture. Cette pratique rend difficile les comparaisons, au moins interentreprises et, par ailleurs, ces *IAP* ont tendance à servir les dirigeants (embellissement des résultats).

1. *Economic Value Added*.

2. *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* et *International Financial Reporting Standards (IFRS)*.

Chapitre

1

La place du paramètre stratégique dans le diagnostic financier

OBJECTIFS

- Savoir établir un état des lieux stratégique.
- Identifier les sources potentielles d'avantages stratégiques à l'origine de revenus résiduels.
- Présenter des exemples d'innovation profitable à l'entreprise.

SOMMAIRE

SECTION 1 L'importance de la variable stratégique

SECTION 2 L'avantage concurrentiel par l'innovation financière commerciale, le commerce en ligne et le « drive »

L'évaluation de la performance comptable ne peut être dissociée d'une étude préalable de la robustesse ou, au contraire, du peu d'assurance des alternatives de gouvernance d'une société particulière, voire du secteur auquel appartient l'entité. Ce paramètre stratégique doit aussi contribuer à expliquer l'image externe renvoyée par des mesures d'efficacité boursière. En principe, le diagnostic sur fondamentaux comptables devrait se révéler dépendant des stratégies qualitatives supposées gagnantes/perdantes. Le marché boursier est ensuite appelé à valider une telle adhérence (perception rendue). Cette remarque sur les interrelations entre domaines d'investigation nous incite à connaître, dans un premier temps, les positionnements stratégiques ainsi que l'avis formulé par le marché (voir chapitre 2) sur la base d'un certain nombre d'indicateurs de création actionnariale de valeur et de mesure du risque entourant l'enrichissement net (instabilité temporelle). Une fois ce diagnostic qualitatif et boursier établi, le financier cherche à conforter une telle perception reconstituée (avantages/désavantages apparents des choix qualitatifs effectués et image externe) par une méthodologie fine d'analyse des chiffres comptables.

La notion d'innovation, soutenue par une définition large en matière d'attributs, au carrefour des domaines de compétences plus ou moins bien cernés et des problèmes à résoudre plus ou moins bien définis, est au cœur des sources potentielles d'enrichissement. L'innovation se présente sous la forme de quatre modèles classiques de démarche organisée.

L'innovation peut être progressive (incrémentale), disruptive (utilisation simplifiée ou à moindre coût d'un produit/service existant), adjacente (stratégie adaptative en matière d'usage du produit/service) et radicale (création de nouveaux biens ou services). Pour pérenniser le flux des avantages financiers de l'innovation, celle-ci doit être protégée par le dépôt d'un brevet et/ou garantie par la marque (nom, logo, lettres...), qui est une autre forme de protection industrielle.

Outre les quatre types d'innovation évoqués ci-dessus, la différenciation peut également porter sur la mise en valeur des produits ou services (démarche marketing) et sur l'originalité du management, spécialement en matière de gestion des coûts, de recherche et développement (R&D) ou encore d'offre de nature financière (communication par un loyer compétitif plutôt que par l'appropriation directe d'un bien, par exemple). Ces instruments complémentaires de croissance potentielle peuvent aussi être considérés comme des modalités possibles au service des quatre formes génériques d'innovation, suivant en cela la définition proposée en 2005 par le manuel d'Oslo de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE).

Nous avons choisi de regrouper ici les éléments de gouvernance en lien avec des avantages stratégiques discriminants. De telles sources de différenciation, par l'innovation sous toutes ses formes et par des options singulières en matière de couple produits-marchés, doivent rejaillir sur le constat de rentabilité et ses déterminants comptables.

Le présent chapitre propose donc, dans sa première section, une façon courante d'établir un état des lieux stratégique (identification des forces, faiblesses, opportunités et menaces) de nature à impacter la valeur et le diagnostic financier d'entreprise. Cette section inclut, également, une présentation des stratégies, dont l'innovation est une pièce maîtresse, virtuellement préservatrices d'avantages concurrentiels.

Les sections suivantes, en ligne avec des formes payantes d'innovation ou de nouveaux métiers porteurs, se réfèrent à des modèles et des représentations d'avancées technologiques. C'est le cas, par exemple, de la communication financière par le loyer plutôt que par le prix d'achat, du commerce en ligne comme levier de croissance ou encore du « drive » susceptible de booster le chiffre d'affaires ainsi que la rentabilité des acteurs connus de la grande distribution.

Section 1

L'IMPORTANCE DE LA VARIABLE STRATÉGIQUE

La démarche analytique doit être séquentielle. Dans un premier temps, on établit un constat de réussite ou d'échec sur la base de données internes et externes, de politique générale, représentatives de variables possiblement créatrices ou destructrices de valeur économique pour les parties prenantes. La réflexion est ensuite prolongée par la déclinaison de stratégies génériques payantes en matière d'avantages concurrentiels (innovation par les produits voire les procédés ou encore par la distribution, la spécialisation, la productivité...).

1 Le préalable de l'état des lieux stratégique

Pour effectuer son constat politique, l'évaluateur recourt fréquemment à une matrice dite *SWOT* (*Strengths, Weakness, Opportunities, Threats*), qui centralise tous les facteurs ayant des conséquences comptables probables et donc un impact sur la valeur d'entreprise. Comme cela est dit un peu plus loin dans cette section, beaucoup d'initiateurs d'offres publiques d'achat ou d'experts indépendants, choisis par la cible de l'opération pour défendre l'intérêt des actionnaires, utilisent une telle matrice pour apprécier qualitativement la société convoitée.

1.1 Le marché sur lequel la société exerce son métier

Plusieurs points sont à prendre en compte. Sur quel marché la société est-elle présente ? Compte tenu de la segmentation existante du tissu sectoriel d'activité, la stratégie choisie est-elle différenciée ou indifférenciée ? L'option privilégiée

est-elle, oui ou non, appropriée par rapport au savoir-faire de l'entreprise, au degré de banalisation des produits/services mis sur le marché, à la clientèle potentielle et à l'intensité concurrentielle (barrières à l'entrée) ? L'activité de la société, définissable par la nature des produits vendus et des cibles commerciales spécifiques, peut-elle prendre place dans l'offre générale sectorielle ?

Cette notion de positionnement d'activité sociale différenciée ou indifférenciée est importante du point de vue des conséquences comptables, c'est-à-dire aux plans de la croissance du chiffre d'affaires et des marges résiduelles. Par exemple, dans l'industrie de l'habillement et des fourrures (NAF14), la société peut se focaliser sur la fabrication de vêtements en cuir seulement (NAF1411Z), sur la confection de dessus pour femmes et filles (NAF1413Z) voire dans le vêtement de dessous (NAF1414Z)¹. L'entreprise peut également choisir d'être présente partout, de la fabrication de pièces en cuir à la fourrure en passant, pourquoi pas, par le vêtement de travail. De la même manière, dans l'industrie du cuir et de la chaussure (NAF15), l'intervenant sur un tel marché global peut faire du tannage mais également des chaussures ainsi que des articles de voyage et de la maroquinerie. L'opérateur peut aussi choisir une option plus discriminée en se focalisant prioritairement sur l'un de ces trois segments d'activité.

L'observation empirique des métiers exercés par les entreprises montre cependant davantage d'options différenciées parce que le développement « tous azimuts » est plus dur à mettre en œuvre qu'une politique singulière par domaine ciblé d'activité. Il est en effet plus facile de réunir des facteurs clés de succès pour un champ d'activité stratégique particulier (périmètre limité des missions) que pour plusieurs, sauf si les métiers en question sont très interdépendants ou complémentaires les uns des autres.

Cela étant dit, la taille de l'opérateur exerce une influence sur le choix des métiers exercés : la PME aura tendance à privilégier une seule fonction alors que la très grande entreprise pourra choisir d'explorer plusieurs métiers voire plusieurs secteurs d'activité. Par exemple, Air Liquide, dans le peloton de tête des leaders mondiaux de la production de gaz industriels, fait en définitive son chiffre d'affaires sur trois marchés : l'industrie (74 %), la santé (17 %) et l'électronique (9 %). On peut aussi signaler le cas d'Alstom avant la transaction avec General Electric (GE), portant sur la cession des activités énergie du groupe, et recentrage sur l'activité ferroviaire². Avant que le groupe ne devienne mono-actif, Alstom était en effet présent dans quatre secteurs : le transport, la production d'énergie thermique, les énergies renouvelables et les équipements de transport et de distribution d'électricité. Actuellement, Alstom est un acteur mondial important dans

1. Il existe une nomenclature des activités françaises (NAF), constitutive d'un catalogue des secteurs où les entreprises exercent leur activité sociale. L'étiquette NAF, révisée en 2008, dite NAF2, est la nomenclature utilisée dans cet ouvrage. NAF ou NAF2 est une alternative au code SIC (*Standard Industrial Classification*).

2. Le produit de la cession de la branche « énergie » à GE a été utilisé pour une offre publique de rachats d'actions Alstom.

les trains et les activités liées au ferroviaire (électrification et travaux de voie, maintenance et assistance, signalisation...).

1.2 Les enjeux stratégiques globaux : industrie, concurrence et matrice SWOT

L'ensemble des éléments capables d'exercer une influence sur l'enrichissement ou l'appauvrissement d'une société constituent des points forts, des inclinaisons possiblement défavorables, des occasions profitables et des sources de danger. Les variables opérantes ont une origine interne ; c'est le cas des forces et des faiblesses de l'entreprise elle-même. La source de ces variables influentes est également externe (tendances sur les marchés, mutations dans l'exercice des métiers, réglementation...).

De tels prédicteurs potentiels sont des opportunités susceptibles d'enrichir les parties prenantes ou, au contraire, des menaces capables d'exercer un impact négatif sur la capacité de l'entreprise à créer de la valeur.

La matrice qui regroupe l'identification, pour une entité particulière, de ses forces (*Strengths*), de ses faiblesses (*Weakness*), de ses opportunités (*Opportunities*) et des menaces (*Threats*) qui pèsent sur elle, a la forme brute de la figure 1.1.

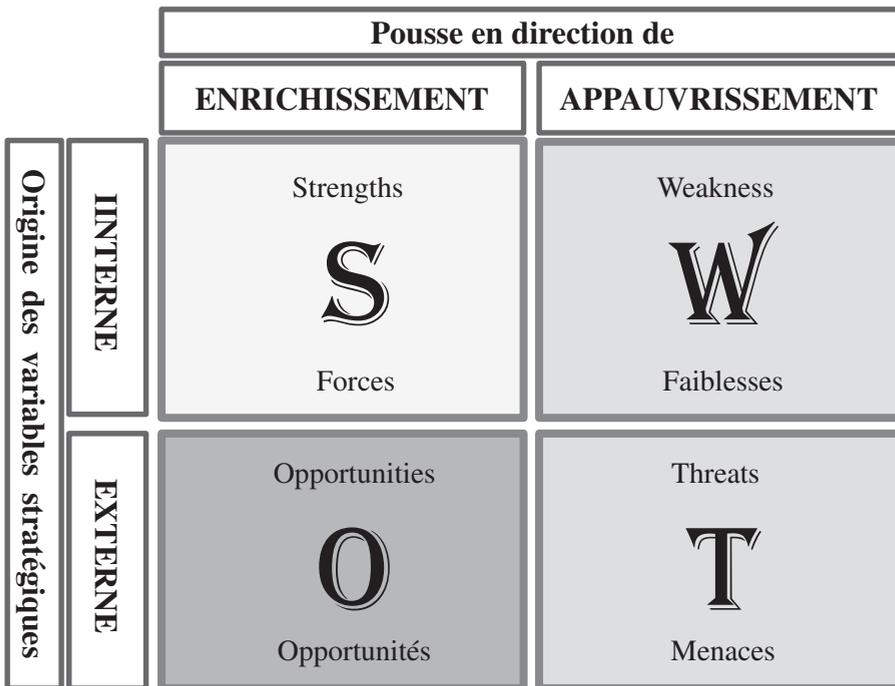


Figure 1.1 – Forme de la matrice d'analyse stratégique dite SWOT

Une telle synthèse des forces, faiblesses, opportunités et menaces est souvent effectuée lorsqu'une société est sous le coup d'une opération d'acquisition. Cette matrice est plus fréquemment proposée par la cible, *via* l'expert indépendant qu'elle mandate pour information des actionnaires, que par l'initiateur de l'offre.

EXEMPLES

1. Business & Decision

En juin 2018, Business & Decision fait l'objet d'une OPA simplifiée initiée par l'une des filiales d'Orange (Orange Business Service). Business & Decision intervient dans l'industrie informatique (services du numérique/*big data*). C'est une entreprise de taille intermédiaire qui a réalisé 212 M€ de chiffre d'affaires en 2017. Afin d'aider l'actionnaire à apprécier le prix qu'on lui offre pour ses titres, l'expert indépendant mandaté (Ledouble) a fait valoir, entre autres paramètres, la mutation des entreprises en matière digitale (opportunité) mais évoqué, parallèlement, la menace que représente la tendance à la réalisation en interne de plus en plus de prestations.

2. Heurtey Petrochem

Toujours dans le cadre d'une opération publique, concernant l'industrie chimique, Axens, ayant pris le contrôle de Heurtey Petrochem à plus de 95 %, devait proposer aux actionnaires de cette dernière société une offre de retrait des titres détenus au moment de l'opération (2018). L'offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligatoire visant les actionnaires de Heurtey Petrochem de juillet 2018, a entraîné, comme précédemment, la sollicitation pour avis d'un expert indépendant (Sorgem Évaluation) sélectionné par la cible. Pour information des actionnaires, Sorgem Évaluation a fait ressortir de son analyse stratégique une liste des forces et des faiblesses de Heurtey Petrochem. Parmi ces facteurs potentiels de réussite ou d'échec, figurent une force importante (fourniture de technologies dans l'activité Gaz) et une grande faiblesse (inaccessibilité à une part plus large du marché dynamique des fours d'hydrocarbures). Outre l'absence de taille critique (volume d'affaires inférieur à 250 M€), l'incapacité à consolider la part de marché dans ce domaine porteur des fours de procédés (raffinage, pétrochimie, hydrogène) s'expliquait, à l'époque, par l'absence de financement interne (lourdes pertes en 2017).

3. Baccarat

Citons un 3^e exemple, celui de la société Baccarat achetée par la firme luxembourgeoise d'investissement Fortune Legend Limited. L'OPA simplifiée a eu lieu en décembre 2018. À cette occasion Ledouble (expert indépendant nommé par la cible) a fait valoir un certain nombre de forces stratégiques du français de nature à justifier la cession des titres au prix d'offre établi. Mentionnons quelques-unes de ces forces : un savoir-faire unique dans le travail du cristal, une implantation historique dans un très grand nombre de pays étrangers, des partenariats avec de grandes marques et des designers renommés...

Cas d'entreprise

L'outil d'analyse stratégique appliqué à NextRadio TV (BFM TV, BFM Business, RMC...)

Au début de l'année 2016, du 12 janvier au 1^{er} février, le Groupe News Participations (GNP), créé pour la circonstance par News Participations (51 %) et Altice (49 %), lance une OPA simplifiée sur NextRadioTV.

NextRadioTV est un groupe de médias dont le chiffre d'affaires (CA) a trois origines principales : une activité TV avec une chaîne bien connue, BFM TV (51,5 %), l'exploitation de radios notamment RMC (39,9 %) et l'édition de magazines (*Micro Hebdo*, *L'Ordinateur Individuel*, *01 Informatique*) complétée par l'exploitation de portails Internet (01net.com, 01men.com, Rmc.fr...), le tout représentant 7,6 % du CA.

L'offre du duo Alain Weill (News Participations) et Patrick Drahi (Altice) concernait environ la moitié des titres non encore détenus par GNP. Après l'opération publique, GNP s'emparait de 95,47 % du capital et 96,67 % des droits de vote du groupe de médias.

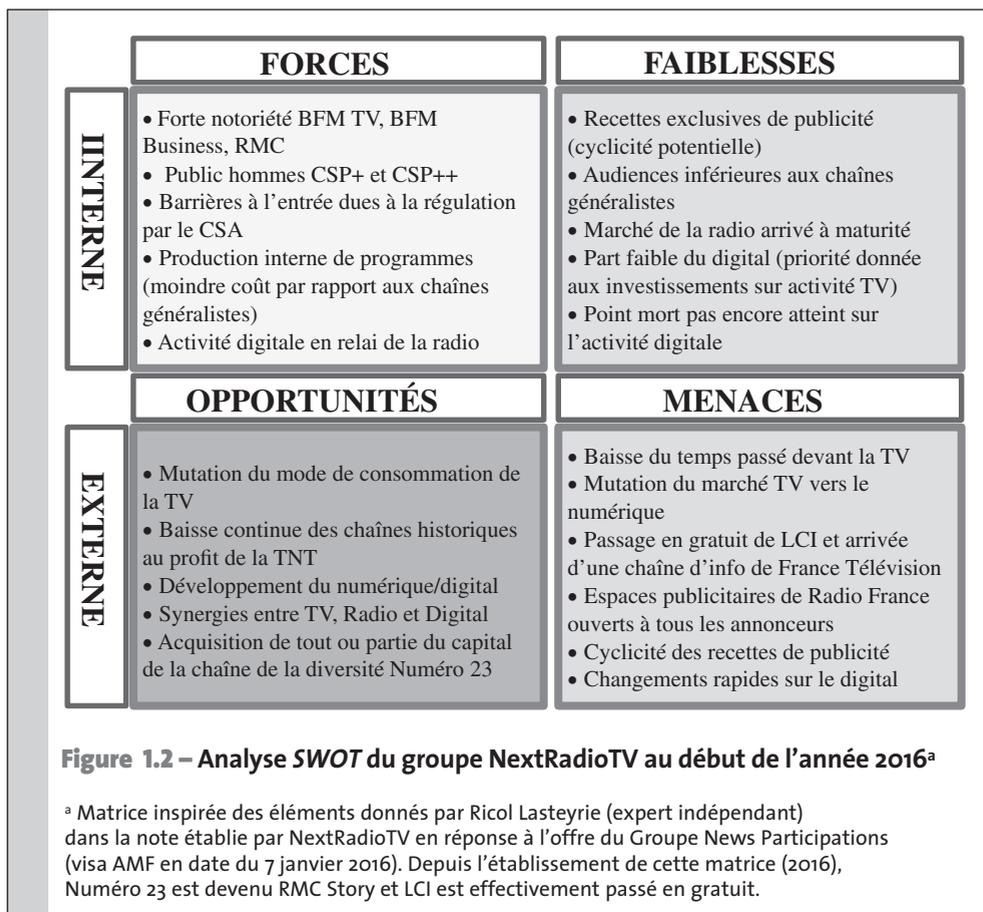
Une fois ces proportions atteintes grâce à l'offre publique d'achat, l'Autorité des marchés financiers (AMF) annonce un retrait obligatoire des actions NextRadio TV pour le 8 février 2016.

En réponse à l'OPA de GNP, NextRadio TV demande à un expert indépendant de porter un jugement sur le caractère équitable de la proposition (37 € par action). Dans le cadre de ses travaux, et pour éclairer qualitativement les apporteurs potentiels de titres, l'expert indépendant (Ricol Lasteyrie) effectue une analyse *SWOT* du groupe NextRadioTV. La figure 1.2 présente cette matrice, établie à l'aide des arguments figurant sur la note AMF de la cible et du rapport de Ricol Lasteyrie.

La notoriété de BFM TV a été bien vue, si l'on en croit les audiences exceptionnelles observées en 2018 surtout lors d'événements remarquables, facilitateurs d'informations livrées en continu. Sur certaines manifestations, comme la mobilisation des Gilets jaunes de fin d'année 2018, le canal 15 a rivalisé avec le leader généraliste TF1 avec des pics d'audience supérieurs à 10 %, selon Médiamétrie, très loin devant les autres chaînes d'information continue (CNews, LCI et France Info).

La synergie entre TV et Radio s'est également avérée une donnée opportune ayant boosté sensiblement la marque RMC moribonde à la fin des années 1990.

En 2018, le chiffre d'affaires de NextRadioTV a bondi de plus de 50 % par rapport à 2017, et la lourde perte de 2017 a été réduite de 97,4 % au cours de la même année (2018).



2 Les stratégies génériques préservatrices d'avantages concurrentiels

Innovation, expérience, adaptation au marché par la spécialisation, la diversification ou l'internationalisation, capacité à fidéliser une clientèle, aptitude démontrée à la domination par les marges ou par les volumes... Voilà quelques options créatrices d'avantages stratégiques à l'origine de plus de flux (chiffre d'affaires) et/ou de revenus résiduels (marges).

Avant de commenter quelques-uns de ces avantages qualitatifs à l'appui d'exemples concrets sur de telles caractéristiques stratégiques lourdes, nous abordons préalablement les différents types d'innovation listés habituellement. De telles options sont, au sens le plus large qui soit, des innovations dont la nature est multiforme. Elles concernent le produit ou la méthode de production, sur le plan technologique, et le savoir-faire managérial pour ce qui est de la commercialisation ou des pratiques organisationnelles originales.

2.1 Données de cadrage sur les formes usuelles d'innovation

On trouve dans la littérature stratégique différentes déclinaisons possibles au sujet des types d'innovation. L'innovation est ainsi couramment décrite comme étant continue, adjacente, de rupture, radicale, marketing, managériale ou encore se rapportant à des procédés.

DÉFINITION

L'innovation est continue lorsqu'elle apporte des améliorations petit à petit.

L'innovation est adjacente quand elle prolonge la durée de vie d'un produit ou service par adaptation à de nouveaux besoins.

L'innovation de rupture pour sa part remet en question l'offre initiale qui devient sans équivalent sur le marché. Cette notion d'innovation disruptive est également qualifiée de radicale. Les innovations marketing et managériales ne portent pas sur le produit lui-même mais sur de la créativité en matière de *business model*.

L'innovation de procédé consiste à parfaire la méthode de production et/ou de distribution.

Toutes ces définitions possibles sont intégrables dans une approche plus structurée de l'innovation qui n'est pas exclusivement technologique. C'est ce que fait notamment l'OCDE, qui définit l'innovation comme étant technique (mise en œuvre d'un produit ou d'un procédé nouveau) mais également créatrice en matière de commercialisation et d'organisation¹.

Avant de présenter chacune des options inventives dans le détail, on peut faire deux remarques complémentaires au sujet de la mise en œuvre des quatre catégories d'innovation synthétisées par l'OCDE (produit, procédé, commercialisation et organisation). Il faut dire, en outre, que l'innovation est également un enjeu national pour créer de la richesse et de l'emploi².

La première remarque se rapporte à la protection des améliorations créatrices sur le produit, le procédé, la commercialisation ou l'organisation. La défense de l'innovation et de l'exclusivité (bouclier juridique) se fait par le dépôt d'un brevet ou d'un signe distinctif (marque) auprès de l'Institut National de la Protection Industrielle (INPI). Il est intéressant de relever que le nombre de brevets et de marques déposés mesure l'importance de l'activité au plan de la recherche-développement et donc en matière d'innovation. Une étude sur les 700 plus grandes sociétés du secteur des industries de produits de grande consommation (PGC) met en relief la sensibilité de la rentabilité des sociétés aux dépôts de marques/brevets³. Cette recherche sur le secteur des PGC, à valeur potentielle

1. Manuel d'Oslo – Principes directeurs pour le recueil et l'interprétation des données sur l'innovation, 3^e édition, OCDE, 2005.

2. Voir par exemple A. Lauvergeon, « Un principe et sept ambitions pour l'innovation », Présidence de la République française, octobre 2013.

3. S. Parienté et I. Ducassy, « Les marques créent-elles de la valeur ? Le cas de l'industrie des produits de grande consommation », *AFFI*, 2003.

générale, révèle que les forts déposants de marques enrichissent les parties prenantes en se différenciant par une politique de marge. Inversement, la pauvreté des dépôts de marques/brevets pousse à une stratégie de domination par le prix, tiré vers le bas, et tend à expliquer la destruction économique de valeur (voir chapitre 4).

La seconde remarque porte sur les techniques développées dans le cadre de la solution imaginative trouvée. Ces techniques répondent à des principes qui visent à gérer des contradictions entre des facteurs positifs et négatifs associés à l'innovation. Les travaux précurseurs en la matière sont ceux d'Altshuller, qui propose la méthode TRIZ, acronyme russe de « théorie de la résolution des problèmes inventifs »¹. La méthode, déduite d'une analyse empirique portant sur plusieurs centaines de milliers de brevets déposés dans l'ex-Union soviétique, propose de rechercher dans une base de 40 principes de solution la réponse au problème initial posé par l'identification d'une série de paramètres contradictoires. Par exemple, GORE-TEX est un matériau poreux qui résout un problème de perméabilité (protection contre l'humidité), stoppe l'air chaud qui s'échappe du corps (coupe-vent) et, enfin, contourne l'inconvénient de la transpiration (produit respirant). Le principe d'inclusion (poupées russes), autre exemple de technique d'innovation, solutionne un problème d'envergure (échelle coulissante, longue-vue, enrouleur de ceinture de sécurité...) ou une difficulté de température *versus* la perte d'énergie (cas du gobelet de café protégé par une manchette extérieure qui maintient la chaleur et évite à l'utilisateur de se brûler les doigts). La manchette isotherme pour canette qui empêche la boisson froide de se réchauffer est une technique ressemblante. La méthode TRIZ est très utilisée en Asie du Sud-Est, spécialement par l'entreprise Samsung. Entre 1995 et 2015, le coréen Samsung est celui qui a déposé le plus de brevets (138 934), très loin devant Microsoft (56 809) ou Intel (52 851)².

FOCUS

Au niveau mondial, ce sont les entreprises du secteur de la technologie qui déposent le plus de brevets. Ces entreprises-là sont celles dont la valeur de la marque est aussi la plus forte. Selon Visual Capitalist (17/06/2019), la marque ayant la plus grande valeur est Apple (205,5 Mds \$) suivie de Google (167,7 Mds \$) et de Microsoft (125,3 Mds \$) pour ce qui concerne les trois premiers. Samsung se situe au 7^e rang de ce classement (53,1 Mds \$). En France, ce sont des sociétés du secteur de la mécanique et

non des valeurs technologiques qui déclarent le plus de brevets (6 714 contre 3 956 pour l'électronique et l'électricité, en 2017, selon l'INPI). VALEO, PSA et SAFRAN sont les trois premiers grands déposants de brevets en 2017. Ces sociétés sont également connues pour leur bonne réputation financière. C'est le cas de SAFRAN, champion boursier du CAC40 avec un rendement actuariel de 31,6 % par an sur 2009 à 2019 (source : Investir).

1. G. Altshuller et L. Shulyak, « 40 Principles : TRIZ keys to Technical Innovation », 3^e édition, Technical Innovation Center, 2002.

2. Source : Visual Capitalist/HUB Institut, 21 janvier 2019.

2.2 L'innovation technologique

On parle de créativité technologique lorsque la nouveauté concerne le produit ou son procédé d'élaboration.

■ *L'innovation sur le produit (bien/service)*

En première lecture, on pense à la mise sur le marché d'un produit nouveau ou d'une prestation de services n'ayant pas d'équivalent semblable afin de jouer l'avantage comparatif par absence de substitut concurrentiel. Mais ce type d'innovation est également incrémental (continu) et peut se rapporter à un bien ou à un service dont on améliore progressivement la pertinence par plus de technologie ou de fonctionnalités.

Par exemple, pour certaines catégories de matériaux de construction, l'innovation peut consister à relever la performance en matière d'isolation. C'est le cas des panneaux isolants sous vide, commercialisés notamment par une filiale innovante de Saint Gobain (Isover), qui présentent une conductivité thermique faible et donc ultra-performante. Ce type de produit est préconisé pour isoler l'intérieur d'un appartement ou d'une maison car les panneaux isolants sous vide prennent beaucoup moins de place que ceux en polystyrène expansé ou en laine minérale (6 à 9 fois moins épais).

Lorsque l'innovation porte sur la création de produits nouveaux, son but est d'augmenter fortement le chiffre d'affaires par la différenciation significative qu'elle entraîne. Il s'agit là d'un avantage compétitif qui doit être entretenu car le cycle de vie des nouveaux produits a tendance à se raccourcir. Par ailleurs, la recherche d'un leadership sur un petit nombre de produits peut être risquée surtout pour une entreprise de taille moyenne (PME) ou intermédiaire (ETI) qui pourrait ne pas se remettre d'un échec de commercialisation.

Enfin, on peut admettre que l'innovation technique puisse être conçue pour créer de la valeur ajoutée supplémentaire à destination du client, par l'intermédiaire de services entourant le produit. Il est ainsi possible de concevoir des abribus qui facilitent la vie des voyageurs (wifi, port USB pour recharger les portables, écrans tactiles d'information...). C'est ce que semble vouloir développer à grande échelle JCDecaux.

■ *L'innovation technique par le procédé de fabrication ou de distribution*

On peut parfaire la croissance et les résultats comptables par l'introduction de nouvelles techniques de production, de vente et de gestion logicielle.

C'est le cas par exemple de logiciels spécifiques à des métiers ayant recours au dessin assisté par ordinateur (DAO). Ces logiciels dédiés facilitent l'élaboration de plans ou de schémas utiles, par exemple pour les cabinets d'architectes mais aussi pour les bureaux d'études sur la mécanique, le BTP, l'usinage sur mesure ou encore l'hydraulique. Dans ce domaine des conceptions innovantes ciblées, la société californienne Autodesk développe deux logiciels de DAO très répandus, AutoCAD et Inventor.

Dans un tout autre secteur d'activité, celui de la fabrication d'huiles essentielles, la société Naturex tire sa valeur de son savoir-faire reconnu en matière de maîtrise des technologies d'extraction, de purification et de formulation d'ingrédients (liquides/solides). L'expertise acquise au plan des procédés de fabrication permet à Naturex de figurer sur la liste des tout premiers sur un marché dynamique de niche, celui des couleurs naturelles, des antioxydants naturels et des compléments alimentaires. Sur ce dernier segment de marché, celui des phyto-actifs (nutrition/santé), Naturex est même le leader avec une emprise de l'ordre de 7 %.

Mais la faiblesse principale de la société Naturex, pour consolidation financière éventuelle, c'est sa taille sur un marché des ingrédients de spécialité de plus en plus ouvert. C'est ce savoir-faire technique de production et l'absence de taille critique qui expliquent très probablement le passage de Naturex sous contrôle du suisse Givaudan (OPA en juin 2018).

Givaudan est le leader mondial du secteur des arômes et des parfums à partir d'ingrédients naturels et synthétiques. La capacité de croissance et de marge de Naturex, du fait de l'innovation de procédé, mais aussi grâce aux effets futurs de synergie avec l'initiateur de l'OPA (Givaudan), justifie le prix d'acquisition bien supérieur à celui tiré de la méthode d'évaluation par les flux de trésorerie futurs actualisés (*DCF*).

En effet, le prix d'offre effectif de 135 € se situe 20 % au-dessus de la valeur de l'action trouvée par l'expert indépendant. La valeur d'entreprise décrochée par l'approche fondamentale des *DCF* donne un multiple d'*EBITDA* fort (autour de 18), qui se situe au-delà du ratio moyen calculé avec l'échantillon des concurrents de Naturex¹.

Une concentration sur la mise en place de technologies novatrices en matière d'équipements, de services destinés aux processus de développement, de produits industriels ou encore d'assurance qualité est également créatrice de plus-values fortes et récurrentes.

Une telle maîtrise des mutations technologiques et de la transformation d'avancées technologiques en produits ou solutions efficaces élève en définitive les barrières à l'entrée et assure une protection contre d'éventuels nouveaux entrants sur le marché. La conséquence de ces avantages concurrentiels est visible dans la progression parfois fulgurante des chiffres comptables.

1. Les primes par rapport aux derniers cours sont courantes et parfois fortes, encore que cela ne soit pas toujours le cas (voir, par exemple, les OPA sur Business & Decision et Baccarat de juin et décembre 2018). Par rapport à un prix issu des méthodes habituelles d'évaluation, les écarts sont généralement moins significatifs. Quant au multiple de 18 (Naturex), il est proche de celui de deux des leaders du secteur, le suisse Givaudan et l'israélien Frutarom.

EXEMPLE

Le meilleur exemple de réussite selon ces paramètres-là est celui de la société Sartorius Stedim Biotech, relevant du secteur de la santé (fournitures médicales). Cette société, en transformant les avancées de la recherche fondamentale en solution efficaces pour la fabrication de médicaments biotechnologiques, obtient des taux d'*EBITDA*¹ forts (30 %) et un niveau pour ce résultat brut d'exploitation (RBE) en constante progression : + 29,5 % sur deux ans seulement, de 2017 (295 M€ réalisés) à 2019 (382 M€ estimés fin 2018). C'est pour ces considérations stratégiques solides, sources évidentes de différenciation, que Sartorius Stedim est la valeur la plus chère du sous-groupe des équipements et services de santé du secteur Santé constitué d'une dizaine de sociétés cotées dans l'indice SBF120 (acronyme de Société des Bourses Françaises regroupant les valeurs les plus liquides cotées à Paris).

Bien que ce sous-secteur de la santé réunisse des marchés porteurs d'activité, toutes les unités du groupe ne sont pas aussi bien valorisées que Sartorius Stedim Biotech, car leurs avantages ne sont pas aussi discriminants.

C'est le cas du premier exploitant européen d'établissements de prise en charge de personnes dépendantes, Korian. En effet, le marché de cette société, bien qu'en développement, est plus ouvert que celui de Sartorius. Les barrières à l'entrée sont ainsi moins hautes et cela se retrouve bien dans les « *Price Earning Ratio* » ou *PER* (43 % plus bas) et dans les chiffres comptables : 14 % pour le taux d'*EBITDA* contre 30 % pour Sartorius et +13,6 % pour la croissance attendue sur 2 ans (2017-2019) de ce RBE (+29,5 % pour le leader du sous-secteur Équipements et services de santé).

Ces ratios, très inférieurs à ceux de Sartorius Stedim Biotech comme nous venons de le souligner, s'expliquent dans une large mesure par les avantages stratégiques créés par cette dernière société qui sont difficilement imitables.

2.3 L'innovation par la commercialisation et l'organisation

Ces deux formes d'innovation managériale s'apparentent à de l'innovation adjacente (changements significatifs sur la conception, le conditionnement, la tarification, le placement de produits...) ou disruptive par facilitation de l'accès au produit pour consolidation de la part de marché. L'innovation est donc multiforme. Ce fut, en son temps, le développement du self-service ou encore l'aménagement du travail en flux tendu.

Aujourd'hui, la réduction voire la disparition des passages en caisse dans les grandes surfaces, l'accentuation du commerce en ligne ou encore le « drive » apparaissent comme des innovations ayant ce profil-là. Nous développerons dans les sections suivantes les cas du e-commerce et du « drive », qui deviennent des relais décisifs de croissance aussi bien pour les sociétés commerciales (ventes de marchandises) ou industrielles (production vendue de biens), que pour les prestataires de services.

1. *EBITDA* (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) divisé par chiffre d'affaires (CA).