

Finance d'Entreprise — Vernimmen

Dernière mäj November 1, 2025

Name

Vernimmen, Finance d'entreprise (20e éd., 2022) :
référence FR pour diagnostic, valeur, marchés, politique et
gestion financière.

Introduction

Partie 1 : Le Diagnostic financier

Comptes annuels

- **Bilan** (*balance sheet*) — Photo à une date : ce que
l'entreprise possède (actifs), doit (passifs) et ce qui reste
(capitaux propres).
- **Compte de résultat** (*income statement*) — Film sur une
période : revenus moins charges = bénéfice ou perte.
- **Tableau des flux de trésorerie** (*cash flow statement*) —
Mouvements d'argent par activité : exploitation,
investissement et financement.

CR vs. Flux de trésorerie

- **Compte de résultat** (accrual) — performance :
revenus/charges quand *dus*; inclut éléments *non cash*
(amort., provisions).
- **Flux de trésorerie** — mouvements d'argent réels :
exploitation / investissement / financement.

Titre 1 : Mécanismes fondamentaux

Flux de trésorerie

Tableau de flux de trésorerie	n-2	n-1	n
Recettes d'exploitation – Dépenses d'exploitation			
= Excédent de trésorerie d'exploitation (ETE)			
– Investissements (Capex) + Cessions d'actifs			
= Flux de trésorerie disponible avant impôt			
– Charges financières nettes des produits financiers – Impôt sur les sociétés + Augmentations de capital – Dividendes versés			
= Désendetttement net (avant variations de trésorerie)			
<i>Avec :</i> – Remboursements d'emprunts + Nouveaux emprunts bancaires ou financiers + Variation des placements financiers + Variation du disponible			
= Désendetttement net			

- CAF = Résultat net + amort./dépréciations + provisions
(non cash).
- **FCFF** = EBIT(1–*t*) + amort. – Capex – ΔWCR .
- **FCFE** = RN + amort. – Capex – $\Delta WCR \pm \Delta$ Dette nette.
- **WCR (BFR)** = Stocks + Créances op. – Dettes op.
- **Actif économique (AE)** = Immobilisations nettes +
WCR.

Résultats. Ventes \rightarrow *EBITDA* \rightarrow *EBIT* \rightarrow RN. Marges:
 $m_{EBITDA}, m_{EBIT}, m_{net}$.
AE & ressources. Capitaux engagés = AE. Ressources:
Capitaux propres (CP) & Dette nette (DN). **DN** = Dette br.
– Trésorerie.
Du résultat à Δ DN.
 ΔDN = Capex + ΔWCR + Div – CAF_{op} (\pm M&A).
Ratios clés.

- **ROCE** = $\frac{EBIT(1-t)}{AE}$; **ROE** = $\frac{RN}{CP}$; **Spread**
= ROCE – WACC.
- Levier fin.: $DN/EBITDA$, Int. Coverage =
EBIT/Charges d'intérêts.

subsectionLes résultats

Par nature (schéma): Production vendue +
production stockée \Rightarrow **Production** – Consommations
(MP, externes, personnel, impôts, dépréciations clients &
stocks) \Rightarrow **EBE (Excédent brut d'exploitation)**
[Cycle d'exploitation] – Dotations aux amortissements \Rightarrow
Résultat d'exploitation *[Cycle d'investissement]* –
Charges financières nettes des produits financiers \Rightarrow
Résultat courant *[Cycle de financement par endettement]*
+ Résultat non récurrent – IS(impôt sur les sociétés) \Rightarrow
Résultat net *[Opérations non récurrentes & incidences
fiscales]*.

Cycle d'exploitation	Activités ordinaires CT : achats \rightarrow production \rightarrow ventes \rightarrow EBE .
Cycle d'investissement	Actifs LT (Capex) et <i>dota- tions aux amortissements</i> qui affectent le résultat d'exploitation.
Cycle de financement par endettement	Coût de la dette : <i>charges financières nettes</i> \Rightarrow ré- sultat courant .
Opérations non récurrentes & fisc.	Éléments exceptionnels \pm <i>IS</i> \Rightarrow résultat net .

Présentation par nature — Exemple	Montant (€)
Production vendue (CA)	400 000
+ Stock final de produits finis	35 000
– Stock initial et en cours	0
= Production de l'exercice	435 000
– Achats de MP et marchandises	(230 000)
– Stock initial de MP et marchandises	(20 000)
+ Stock final de MP et marchandises	25 000
= Marge sur conso. de matières & marchandises	210 000
– Charges de personnel	(112 500)
– Charges externes	(20 000)
= EBE	77 500
– Dotation aux amortissements	(15 000)
= Résultat d'exploitation	62 500

Présentation par fonction — Exemple	Montant (€)
Ventes (produits) 800 unités \times 500	400 000
– Coût des ventes (10 000 + 800 \times 350)	(290 000)
– Frais commerciaux (3 500 + 22 500)	(26 000)
– Frais généraux (1 500 + 20 000)	(21 500)
= Résultat d'exploitation	62 500

Le bilan

Identités clés: *Actif* = *Passif* ; **Actif économique
(AE)** = *Immobilisations* + *WCR* ; **Capitaux investis** =
Capitaux propres (CP) + *Endettement net (EN)* ;
AE = CP + EN.

Actif immobilisé (non courants)	Terrains, bâtiments, machines, incorporels (brevets, marques, logiciels), immos financières.
Actif circulant (courants)	Stocks, créances d'exploitation, VMP, disponibilités.
Capitaux propres (CP)	Capital, primes, réserves, report à nouveau, résultat.
Passif exigible	Dettes financières CT/LT, dettes d'exploitation, provisions.

Besoin en fonds de roulement (WCR)	= Stocks + Créances d'exploitation – Dettes d'exploitation.
Endettement net (EN)	= Dettes bancaires & financières + concours CT – Placements financiers – Trésorerie disponible.

Lecture économique (emplois/ressources)

Emplois : Immobilisations + WCR = **AE**. *Ressources* : Capitaux propres + Endettement net = **Capitaux investis**.

Lecture patrimoniale (avoirs/engagements)

Avoirs : totalité des actifs. *Engagements* : dettes (exigibles) & CP. Repères : *liquidité* (CT) vs *solvabilité* (LT).

Actif (emplois)	Passif (ressources)
Immobilisations (non courants)	Capitaux propres
+ WCR (stocks + créances – dettes op.)	+ Endettement net (dettes fin. – trésorerie nette)
AE = CP + EN	

Titre 2 : Lecture financière de la comptabilité

Info comptable & extra-financière. IFRS vs PCG ; matérialité ; indicateurs ESG, *non-GAAP*. **Consolidation.** Globale (contrôle), proportionnelle (joint-op), mise en équivalence (influence notable) ; *goodwill* (PPA), NCI. **Points complexes.** IFRS 16 (leasing on-balance), provisions & engagements, instruments dérivés (OCI vs P&L), impôts différés.

Titre 3 : Diagnostic : analyse & prévision

Marges & structure (DuPont).

$$ROE = \underbrace{\frac{RN}{Ventes}}_{\text{marge nette}} \times \underbrace{\frac{Ventes}{Actif}}_{\text{rotation}} \times \underbrace{\frac{Actif}{CP}}_{\text{levier}}$$

Risque & point mort.

$$\text{Lever op. (DOL)} = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Ventes}, \quad \text{PM} = \frac{\text{CF fixes}}{\text{marge sur coûts variables}}$$

WCR & investissements. Cycle cash = Jours stocks + Jours créances – Jours dettes. Capex d'entretien vs croissance. **Financement.** Structure cible, maturités, covenants, liquidité. Ratios DN/AE, DN/EBITDA, Net debt/FCF. **Rentabilité comptable.** $EVA = NOPAT - WACC \times AE$; $CFROI$, TSR.

Conclusion. Diagnostiquer *création de valeur*, soutenabilité dette, résilience marges, qualité cash.

Partie 2 : Les investisseurs & la logique des marchés

Marchés financiers

Prim./second., ordonné/réglementé (order-driven vs quote-driven), efficence (faible/semiforte/forte), coûts de transac., liquidité.

Titre 1 : Mécanique financière

Valeur & taux. Actualisation $V_0 = \sum_{t \geq 1} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$; capitalisation $F = PV(1+r)^n$; taux effectif/continu e^{rt} . **TRA/YTM.** Taux r tel que $P_0 = \sum_t \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^T}$.

Titre 2 : Risque en finance

Risque d'un titre. $\text{Var}(R_i) = \beta_i^2 \text{Var}(R_M) + \text{Var}(\epsilon_i)$; $\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\text{Var}(R_M)}$. **Portefeuille.** $\mathbb{E}(R_p) = \sum w_i \mathbb{E}(R_i)$; $\text{Var}(R_p) = w^\top \Sigma w$; frontière efficiente. **Taux exigé & équilibre.**

CAPM: $k_e = r_f + \beta(E[R_M] - r_f)$ **APT:** $k_e = r_f + \sum \beta_i \lambda_i$

Titre 3 : Principaux titres

Obligation. Prix = PV coupons + nominal ; **Durée (Macaulay)** $D = \sum t \frac{CF_t/(1+y)^t}{P}$; Convexité améliore sensibilité : $\Delta P/P \approx -D \Delta y + \frac{1}{2} \text{Conv}(\Delta y)^2$. **Autres dettes.** Billets de trésor, NEU CP/MTN, prêts syndiqués, SBL, titrisation. **Action.** Gordon $P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$ (si croissance perp.) ; payout vs rétention ($g \approx ROE \times b$). **Option.** Payoffs : Call $\max(S_T - K, 0)$, Put $\max(K - S_T, 0)$; parité $C - P = S - Ke^{-rT}$. (BSM non détaillé ici). **Hybrides.** Convertibles (option d'échange), perpétuelles, préférentielles. **Placement.** IPO (bookbuilding, greenshoe), ABO/ACC, private placements.

Partie 3 : La valeur

Valeur & finance d'entreprise. Créer \iff ROCE > WACC & FCF durables.

Mesures de création de valeur

EVA, NOPAT = EBIT(1-t) ; CFROI ; TSR (Div + ΔP) ; *Spread & Value Drivers* (croissance g , marges, capital tournant).

Choix d'investissement

$$VAN = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+k)^t}, \quad \text{TIR : } VAN = 0, \quad \text{IP} = \frac{\sum_{t>0} CF_t/(1+k)^t}{|CF_0|}$$

Pièges TIR : flux non conventionnels, multiples TIR, comparaison de projets de taille/durée différentes \implies préférer VAN.

Coût du capital

$$WACC = \frac{E}{V} k_e + \frac{D}{V} k_d (1-t)$$

$$\beta_U = \frac{\beta_E}{1 + (1-t) \frac{D}{E}}, \quad \beta_E = \beta_U \left[1 + (1-t) \frac{D}{E} \right]$$

k_d : coût après impôt des dettes ; k_e : CAPM/prime spécifique.

Risque dans l'investissement

Sensibilités, scénarios, arbre de décision, Monte Carlo ; marges de sécurité ; options réelles (attendre, abandonner).

Pratique de l'évaluation

DCF FCFF (actualisé au WACC) vs **FCFE**

(actualisé à k_e). **TV** perpétuelle : $TV = \frac{FCFF_{T+1}}{(k - g)}$.

Multiples boursiers/transactions (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, P/B). **LBO** : création via levier, multiple, deleveraging.

Partie 4 : La politique financière

Structure financière & théories d'équilibre

MM sans impôt : valeur indép. de la structure.

Avec impôt : bouclier $t \cdot k_d \cdot D$; **coûts de détresse** \Rightarrow *trade-off*. **Pecking order** : autofinancement \rightarrow dette \rightarrow equity (asymétrie d'info).

Market timing.

Cible : minimiser WACC & respecter contraintes (covenants, notation, flexibilité).

Politique de dividende/rachats. Clientèles, signaux, neutralité (théorique), taxes ; *Total Payout*.

Covenants & maturités. Échéancier, taux fixe/variable, collatéral, lignes confirmées.

Partie 5 : La gestion financière

Gouvernance & ingénierie financière

Conseil, comités, séparation rôles, incitations (LTIP/stock-options), droits minoritaires. M&A

(motifs, synergies, PPA), carve-outs, spin-offs. **LBO** (structure dette, DSCR, cash sweep).

WCR, trésorerie, risques, immobilier

WCR. Optimiser DSO/DOH/DPO, escompte, supply-chain finance. **Trésorerie**. Politique de liquidité (cash buffer), centralisation (cash pooling), placements court terme (sécurité > rendement).

Risques (Chap. 53).

- *Marché* (taux, change, matières) : couverture (forwards, swaps, options), *VaR*/stress-tests.
- *Crédit* : limites, garanties, cessions/assurance-crédit.
- *Liquidité/refinancement* : maturités échelonnées, back-up lines.
- *Opérationnels/ESG* : contrôles internes, continuité, assurances.

Immobilier. Make vs lease (IFRS 16), sale & leaseback, coût du capital spécifique, sensibilité taux d'actualisation.

Formulaires éclair

Diag/Performance

$$ROCE = \frac{EBIT(1-t)}{AE}; \quad ROE = \frac{RN}{CP};$$

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot AE; \quad DN = Dettes$$

br. – Trésor. ;

$$FCFF = EBIT(1-t) + Amort. - Capex - \Delta WCR.$$

Marchés

$$k_e = r_f + \beta(MRP); \quad P_{bond} = \sum \frac{CF_t}{(1+y)^t}; \quad D = \sum t w_t;$$

$$P_{action} \approx \frac{D_1}{k_e - g} \quad (\text{si stable}).$$

Investissement

$$VAN = \sum \frac{CF_t}{(1+k)^t}; \quad TV = \frac{FCFF_{T+1}}{k - g};$$

$$WACC = \frac{E}{V}k_e + \frac{D}{V}k_d(1-t); \quad \beta_E = \beta_U \left[1 + (1-t)\frac{D}{E} \right].$$

Checklists rapides

Diagnostic express (5 lignes)

Qualité résultat (non-cash?) ; conversion cash (FCF/EBITDA) ; levier (DN/EBITDA, Int. Cover) ; ROCE vs WACC (spread) ; WCR (cycle cash).

Investissement

Hypothèses (volumes, prix, capex, WCR), cohérence marges, risques clés, VAN & sensibilité, options réelles.

Financement

Structure cible, coût & maturité, covenants, liquidité (sources/uses), communication marchés.