DOSSIER DE RÉFÉRENCE · ANALYSE FONDAMENTALE

Lire une action en *une heure*

Trois documents comptables, six ratios, une check-list chronométrée : il n'en faut pas plus pour éviter 80 % des erreurs qui coûtent cher, y compris celles que les professionnels commettent. Ce dossier apprend à ouvrir un rapport annuel sans angoisse, à distinguer le récurrent de l'exceptionnel (la leçon Vranken), à flairer les maquillages comptables, et à savoir quand ne PAS acheter, ce qui est l'essentiel du métier.

SOMMAIRE

01 La promesse : une heure pour éviter 80 % des bêtises

02 C'est quoi, une action ? Une part de flux, pas un ticket

03 Les trois documents : photo, film, relevé bancaire

04 Les six ratios qui font le tour du propriétaire

05 La lecture en une heure : la check-list chronométrée

06 Récurrent contre exceptionnel : la leçon Vranken

07 Les maquillages classiques, et comment les flairer

08 Les disqualifiants : quand ne pas acheter, point

09 Ce que j'en fais, comme investisseur

10 Conclusion · Annexes : ratios de poche, glossaire, sources

Rédigé par Stéphane Baron, sous la supervision de Bernard Prats-Desclaux. Dossier de référence pédagogique, juillet 2026. Ceci n'est pas un conseil en investissement. Complète les dossiers n°03 (Vranken), dossier technique n°03 (ETF) et dossier technique n°23 (banc d'essai).

1 La promesse : une heure pour éviter 80 % des bêtises

CADRAGE — PAS DEVENIR ANALYSTE : CESSER D'ÊTRE UNE PROIE

3	6	60 min	17×
DOCUMENTS À SAVOIR OUVRIR	RATIOS QUI FONT LE TOUR DU PROPRIÉTAIRE	POUR UNE PREMIÈRE LECTURE DISQUALIFIANTE	LE LEVIER DETTE/EBITDA QUI A COULÉ VRANKEN

Clarifions l'ambition, parce qu'elle conditionne tout : ce dossier ne fera de personne un analyste financier, et une heure de lecture ne suffit JAMAIS à décider d'acheter. En revanche, une heure bien employée suffit presque toujours à décider de NE PAS acheter, et c'est l'essentiel : la performance d'un investisseur particulier se joue moins sur ses coups de génie que sur les catastrophes évitées. Rappel de la doctrine maison (dossier technique n°03) : le cœur du patrimoine en indiciel ; le stock picking est la poche plaisir et conviction de celui qui accepte d'y travailler. Ce dossier est le manuel de cette poche-là. Et son fil rouge sera un cas réel que nous avons traité en vrai : Vranken-Pommery (dossier n°03), où une heure de lecture des comptes suffisait à voir l'essentiel : 754 M€ de dette nette pour 43,3 M€ d'EBITDA, un levier de 17, et un résultat net « positif » fabriqué par une plus-value de cession. Tout ce que ce dossier enseigne était visible là, gratuitement, dans des documents publics.

2 C'est quoi, une action ?

VULGARISATION — LE BOULANGER, PAS LE TICKET DE LOTERIE

Une action est une part de propriété d'une entreprise : acheter 1 % des actions, c'est posséder 1 % des machines, des marques, des dettes, et surtout 1 % de TOUS les bénéfices futurs. La question de

l'investisseur n'est donc jamais « le cours va-t-il monter ? » (ça, c'est la question du dossier technique n°24), mais : « combien cette affaire va-t-elle gagner dans les années qui viennent, et combien me demande-t-on pour cette promesse ? ». Imaginez qu'on vous propose la boulangerie du coin : vous demanderiez trois choses : ce qu'elle possède et ce qu'elle doit (le bilan), ce qu'elle gagne dans une année normale (le compte de résultat), et ce qui rentre réellement en caisse (les flux de trésorerie). L'analyse d'une multinationale cotée, c'est exactement ça, avec plus de zéros et plus de notes de bas de page. Les notes de bas de page en plus, d'ailleurs : c'est là que les squelettes rangent leurs placards.

3 Les trois documents : photo, film, relevé bancaire

MÉCANIQUE — CE QUE CHACUN DIT, ET CE QU'IL CACHE

— **Le bilan : la photo.** À une date donnée, ce que l'entreprise possède (actifs : usines, stocks, créances, trésorerie, et les fameux actifs « incorporels ») face à ce qu'elle doit (dettes) et ce qui reste aux actionnaires (capitaux propres). Ce qu'on y cherche en priorité : la **dette nette** (dettes financières moins trésorerie) et la nature des actifs (une usine se revend, un « goodwill » de 3 milliards ne se revend pas, section 7).

— **Le compte de résultat : le film de l'année.** Du chiffre d'affaires au résultat net, en passant par les marges. Utile, mais TRUFFÉ de conventions comptables : amortissements, provisions, éléments exceptionnels. Retenez la hiérarchie : le chiffre d'affaires est difficile à maquiller, le résultat d'exploitation un peu moins fiable, le résultat net est le chiffre le plus manipulable des trois (la section 6 le démontre sur pièce).

— **Le tableau des flux de trésorerie : le relevé bancaire.** Le document préféré des professionnels, parce que le cash ne ment presque jamais : flux d'exploitation (ce que l'activité encaisse vraiment), flux d'investissement (ce qu'elle dépense pour durer : le capex), flux de financement (dettes, dividendes, rachats d'actions). La star s'appelle **free cash-flow** : exploitation moins capex, l'argent réellement disponible pour l'actionnaire. Une entreprise peut afficher des « bénéfices » dix ans sans jamais générer un euro de cash libre ; le tableau des flux le dit en une page.

4 Les six ratios qui font le tour du propriétaire

LA BOÎTE À OUTILS — PEU DE CHIFFRES, BIEN CHOISIS, TOUJOURS EN TENDANCE

RATIO	CALCUL	CE QU'IL DIT	REPÈRES DE BON SENS
Marge opérationnelle	Résultat d'exploitation / CA	La rentabilité du métier lui-même	Comparer au secteur ; surveiller la TENDANCE sur 5-10 ans
ROCE	Résultat d'exploitation après impôt / capitaux employés	Le rendement de l'argent investi dans l'affaire : LA mesure de qualité	> 12-15 % durable = belle affaire ; < 8 % = métier ingrat
Dette nette / EBITDA	(Dettes financières − trésorerie) / EBITDA	Combien d'années de profits pour rembourser	< 2 confortable ; > 3-4 sous surveillance ; 17 = Vranken
PER	Cours / bénéfice par action	Combien d'années de bénéfices on paie	Sens uniquement si le « E » est récurrent (section 6) et comparé à la croissance
Rendement du FCF	Free cash-flow / capitalisation	Le « loyer » réel que crache l'affaire au prix actuel	> 5-6 % = potentiellement bon marché ; < 3 % = on paie la croissance promise
Payout du dividende	Dividende / FCF (pas / résultat net)	Le dividende est-il gagné ou emprunté ?	> 100 % du FCF plusieurs années = dividende à crédit, danger

Tableau 1 : la boîte à outils de poche. Aucun ratio ne vaut seul ; tous se lisent en tendance pluriannuelle et en comparaison sectorielle. Un PER de 12 peut être hors de prix (affaire en déclin) et un PER de 25 raisonnable (croissance rentable et durable).

Pourquoi ces six-là et pas les cinquante du manuel ? Parce qu'ils couvrent les quatre questions du propriétaire : le métier est-il rentable (marge, ROCE) ? La structure est-elle saine (dette/EBITDA) ? Combien me demande-t-on (PER, rendement du FCF) ? Et me paie-t-on avec de l'argent réel (payout sur FCF) ? Celui qui sait répondre à ces quatre questions en tendance sur cinq ans en sait plus que 90 % des intervenants d'un forum boursier, sans exagération.

5 La lecture en une heure : la check-list chronométrée

MÉTHODE — DANS L'ORDRE, MONTRE EN MAIN

— **0-5 min · Comprendre ce que vend l'entreprise.** Une phrase, à un enfant de dix ans. Si vous n'y arrivez pas après cinq minutes (« plateforme de solutions synergiques… »), arrêtez là : première règle de Buffett et Lynch confondus, on n'investit pas dans ce qu'on ne comprend pas.

— **5-15 min · Le tableau des flux, cinq ans.** Le flux d'exploitation est-il positif, régulier, croissant ? Le FCF existe-t-il ? Finance-t-il le dividende ? C'est le détecteur de mensonges, on commence par lui.

— **15-25 min · Le bilan.** Dette nette, échéances (les notes le détaillent), part du goodwill dans les actifs, capitaux propres tangibles. Calculer dette nette / EBITDA. Au-delà de 4, la suite de la lecture consiste surtout à comprendre comment l'entreprise compte survivre (cas Vranken).

— **25-40 min · Le compte de résultat, cinq ans.** Trajectoire du CA (croissance réelle ou acquisitions ?), marge opérationnelle en tendance, et TRAQUE de l'exceptionnel : plus-values, dépréciations, « éléments non récurrents » qui reviennent chaque année (section 6).

— **40-50 min · La valorisation.** PER sur bénéfice NORMALISÉ, rendement du FCF, comparaison à 2-3 concurrents et à l'historique du titre lui-même. Pas de modèle Excel : des ordres de grandeur.

— **50-60 min · Les humains.** Qui dirige, depuis quand, avec quelle part du capital ? Rémunération raisonnable ? Le fondateur/famille est-il aligné (Vranken : 70 % familial, cohérence passée, fragilité présente) ? Dilution : le nombre d'actions monte-t-il chaque année ? Une dernière chose : la première page du rapport du commissaire aux comptes : réserves, observations, « key audit matters ». Deux minutes, parfois décisives.

> **LE POINT QUI CHANGE LA LECTURE**
>
> *Au bout de l'heure, la question n'est pas « dois-je acheter ? » mais : « ce dossier mérite-t-il dix heures de plus ? ». Trois réponses possibles : disqualifié (80 % des cas, section 8), à creuser (lecture des rapports complets, concurrents, historique long), ou hors de ma compétence (verdict parfaitement honorable, qui économise des fortunes). L'heure ne sert pas à trouver des raisons d'acheter ; elle sert à chercher des raisons de refuser. Ce renversement mental est toute la différence entre l'investisseur et le client des dossiers techniques n°23.*

6 Récurrent contre exceptionnel : la leçon Vranken

ÉTUDE DE CAS MAISON — LE RÉSULTAT NET QUI N'EXISTAIT PAS

Reprenons le cas du dossier n°03, car il vaut tous les manuels. En 2025, Vranken-Pommery publie un résultat net de 31,9 M€, en « rebond ». Bonne nouvelle ? Une seule ligne des comptes suffisait à inverser la lecture : la cession de la marque Heidsieck & Co Monopole avait dégagé 44,3 M€ de plus-value. Autrement dit, **la plus-value exceptionnelle était supérieure au résultat net total** : sans elle, l'année était perdante. Le « rebond » était une vente de bijoux de famille, et vendre des marques pour rembourser des dettes réduit le périmètre qui générera le cash de demain : le contraire d'un rétablissement.

Cette gymnastique, la **normalisation du résultat**, est le geste technique le plus rentable de l'analyse : retirer du bénéfice tout ce qui ne se reproduira pas (plus-values de cession, reprises de provisions, crédits d'impôt exceptionnels, subventions ponctuelles) et y remettre ce qui a été artificiellement sorti (« coûts de restructuration » présents chaque année depuis dix ans, rémunérations en actions présentées comme non-coûts). Le PER, le payout et toutes les conclusions de la section 4 se calculent sur CE bénéfice-là, pas sur celui de la première page du communiqué. Règle d'expérience : plus un communiqué de résultats invente d'indicateurs « ajustés », plus la réalité non ajustée mérite d'attention.

7 Les maquillages classiques, et comment les flairer

DÉFENSE — LÉGAL, FRÉQUENT, DÉTECTABLE

— **L'EBITDA « ajusté » à géométrie variable.** L'EBITDA ignore déjà les investissements et le coût de la dette ; ses versions « ajustées » retirent en plus tout ce qui dérange. Cas d'école resté célèbre : le « Community Adjusted EBITDA » de WeWork en 2018, qui excluait… le marketing et les frais généraux. L'entreprise valait « 47 milliards » ; la suite est connue. Antidote : toujours redescendre au FCF.

— **Le goodwill obèse.** Prime payée lors d'acquisitions passées, inscrite à l'actif. Un goodwill supérieur aux capitaux propres signifie que la valeur comptable repose sur des promesses d'acquisitions ; les dépréciations massives arrivent toujours « par surprise », des années après que le bilan l'annonçait.

— **Le besoin en fonds de roulement qui enfle.** Créances clients et stocks qui croissent plus vite que le CA : des ventes comptabilisées mais pas encaissées, ou des produits qui ne partent plus. C'est le signal avancé de la plupart des scandales comptables ; il se lit dans le tableau des flux (l'écart entre résultat et cash d'exploitation).

— **Le capex famélique.** Amortissements durablement supérieurs aux investissements = l'outil vieillit sans être renouvelé : on « génère du cash » en mangeant la machine. Rentable trois ans, mortel dix.

— **La dilution silencieuse.** Stock-options et augmentations de capital répétées : le gâteau grandit peut-être, votre part fond sûrement. Suivre le nombre d'actions dilué sur dix ans ; s'il monte de 3 %/an, retirez 3 %/an de toutes les croissances affichées « par action ».

— **Le dividende à crédit.** Section 4, payout : un dividende financé par la dette est un remboursement de capital déguisé en revenu, et il finit toujours par être coupé, au pire moment pour le cours.

8 Les disqualifiants : quand ne pas acheter, point

LA LISTE ROUGE — UN SEUL SUFFIT

— Vous ne pouvez pas expliquer le métier en une phrase.

— FCF négatif ou erratique sur 5 ans sans explication de cycle claire.

— Dette nette / EBITDA > 4 sans plan de désendettement crédible et daté.

— Le résultat net dépend d'exceptionnels à répétition (la « leçon Vranken »).

— Réserves ou observations appuyées du commissaire aux comptes ; changement d'auditeur inexpliqué.

— Dirigeant mégalomane, rémunération décorrélée des résultats, transactions avec des sociétés personnelles (les « conventions réglementées » se lisent, cf. notre pratique M&A).

— Croissance uniquement par acquisitions financées par dette ET par papier.

— Le titre est populaire sur les réseaux et l'argument principal est le cours qui monte : relire le dossier technique n°19 quand il paraîtra, et la fiche FOMO du dossier technique n°24 en attendant.

9 Ce que j'en fais, comme investisseur

POSITION — TRANCHÉE, COMME D'HABITUDE

— **Le stock picking est ma poche de conviction, pas mon patrimoine.** Doctrine constante depuis le dossier technique n°03 : le cœur en indiciel, et quelques dossiers travaillés à fond pour la part que je peux suivre sérieusement. Une position par dossier LU, jamais par tuyau entendu.

— **Je lis dans l'ordre du cash :** flux d'abord, bilan ensuite, résultat en dernier. Le communiqué de presse jamais en premier, il est écrit pour être cru, pas pour être vrai.

— **Je normalise systématiquement :** un exceptionnel qui améliore le résultat est retiré avant toute décision. Vranken m'a coûté une heure de lecture et zéro euro ; c'est le meilleur rendement de l'année.

— **Je tiens un journal de décisions :** pour chaque achat, une page datée : thèse, chiffres clés, ce qui l'invaliderait. C'est le seul antidote connu au biais de rétrospection, et la matière première du progrès. Le dossier technique n°19 expliquera pourquoi le cerveau triche ; le journal est la caméra de surveillance.

10 Conclusion

Lire une action, ce n'est pas prédire son cours, c'est évaluer une affaire : ce qu'elle gagne vraiment, ce qu'elle doit, ce qu'on vous demande de payer pour la promesse du reste. Trois documents, six ratios, une heure disqualifiante : l'outillage tient dans une poche, et il inverse le rapport de force avec tous les vendeurs d'histoires, des communiqués « ajustés » aux influenceurs du dossier technique n°23. La compétence n'est pas dans la sophistication, elle est dans l'ordre de lecture (le cash d'abord) et dans la discipline du refus (80 % des dossiers finissent à la corbeille, et c'est le but). Prochain dossier : pourquoi, tout sachant cela, nous continuons de faire n'importe quoi : les dix biais qui coûtent de l'argent, chiffres à l'appui.

A Annexe · Les ratios de poche

QUESTION DU PROPRIÉTAIRE	RATIO	OÙ TROUVER LES CHIFFRES
Le métier est-il rentable ?	**Marge opérationnelle ; ROCE**	Compte de résultat ; bilan (capitaux employés)
La structure est-elle saine ?	**Dette nette / EBITDA**	Bilan + notes (échéancier des dettes)
Combien me demande-t-on ?	**PER normalisé ; rendement du FCF**	Cours + comptes retraités des exceptionnels
Me paie-t-on en argent réel ?	**FCF ; payout du dividende sur FCF**	Tableau des flux de trésorerie
Ma part est-elle protégée ?	**Nombre d'actions dilué (10 ans)**	Notes annexes / historique

B Annexe · Glossaire

Bilan : photographie à date des actifs, dettes et capitaux propres.

Compte de résultat : film des produits et charges d'un exercice, du CA au résultat net.

Tableau des flux de trésorerie : mouvements de cash réels, en trois blocs (exploitation, investissement, financement).

EBITDA : résultat d'exploitation avant amortissements et provisions. Indicateur de comparaison, jamais de conclusion.

Capex : dépenses d'investissement. Se compare aux amortissements pour juger du renouvellement de l'outil.

Free cash-flow (FCF) : cash d'exploitation moins capex : l'argent réellement disponible pour actionnaires et désendettement.

Dette nette : dettes financières moins trésorerie et placements liquides.

ROCE : rendement des capitaux employés ; la mesure de qualité intrinsèque d'une affaire.

PER : cours rapporté au bénéfice par action. À calculer sur bénéfice normalisé.

Normalisation : retraitement du résultat pour en retirer les éléments non récurrents (plus-values, reprises…) et réintégrer les coûts déguisés.

Goodwill : écart d'acquisition inscrit à l'actif lors des rachats d'entreprises. Ne se revend pas ; se déprécie « par surprise ».

BFR : besoin en fonds de roulement (stocks + créances − dettes fournisseurs). Sa dérive est le signal avancé des ennuis.

Payout : part du profit (ou mieux, du FCF) distribuée en dividende.

Dilution : augmentation du nombre d'actions qui réduit la part de chaque actionnaire.

Key audit matters : points d'attention majeurs signalés par l'auditeur dans son rapport. Lecture obligatoire de deux minutes.

C Annexe · Sources

L'Investisseur Stratège, dossier n°03 « La chute de Vranken : anatomie d'une crise champenoise » (juin 2026) : cas fil rouge (dette nette 754 M€, EBITDA 43,3 M€, plus-value Heidsieck 44,3 M€ > résultat net 31,9 M€).

Documents de référence des émetteurs (rapports annuels, documents d'enregistrement universel) : structure normalisée AMF/ESMA.

Cas public WeWork (« Community Adjusted EBITDA », prospectus 2018-2019) ; littérature classique : B. Graham (« L'investisseur intelligent »), P. Lynch, lettres annuelles de Berkshire Hathaway.

L'Investisseur Stratège, dossiers techniques n°03 (doctrine indicielle), dossier technique n°24 (dictionnaire), dossier technique n°23 (banc d'essai), dossier technique n°19 (biais, à paraître).

Avertissement. Ce document est diffusé par L'Investisseur Stratège à des fins exclusivement informatives et pédagogiques. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation d'achat ou de vente au sens de la réglementation AMF / MAR. Toute décision d'investissement relève de la seule responsabilité du lecteur, invité à consulter un conseiller habilité. © 2026 L'Investisseur Stratège · investisseur.stratege@norvalgroup.com