

A l'EBE calculé, il convient de retrancher les variations du BFE. On retrouve alors l'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) qui est un flux de trésorerie, contrairement à l'EBE qui est un agrégat comptable. L'ETE sera intégré ultérieurement dans les tableaux de flux de trésorerie.

3.1.4 - Les flux fiscaux

On entend par flux fiscal l'ensemble des flux de trésorerie résultants de l'impact de la fiscalité sur le projet. Outre la déductibilité des charges financières qui nécessiteront d'être intégrées ultérieurement dans le modèle financier (tableaux de flux de financement), les flux fiscaux concernent l'impôt sur les bénéfices de la société et le report (total ou partiel) des pertes fiscales des années antérieures.

De manière classique, le calcul de l'impôt sur les sociétés est le produit d'un **taux**, qui peut varier selon les pays, par une **assiette**, que l'on détermine en fonction du type d'investissement effectué. S'il est aisé de se procurer le taux de l'impôt sur les sociétés, le calcul de l'assiette est délicat pour les analystes financiers car il fait appel aux principes de comptabilité fixés par la législation fiscale du pays hôte.

Les pertes fiscales des années antérieures peuvent selon les législations nationales être reportées sur un certain nombre d'années. Les pertes ainsi reportées peuvent être alors considérées comme un crédit d'impôt accordé à la SPC. Lors de la modélisation, ce calcul se révèle fondamental pour ne pas surestimer l'impact de l'impôt sur les sociétés sur la rentabilité nette de l'investissement.

3.2 - CONSTRUCTION DU MODELE FINANCIER (FINANCIAL MODEL)

3.2.1 - Principes généraux

Le modèle financier du projet comprend classiquement l'établissement de trois états financiers : les tableaux de financement, le compte de résultat et le bilan.

3.2.2 - Les tableaux de financement (Cash Flow Statement)

i) Principes généraux

les tableaux de financement traduisent l'ensemble des flux de trésorerie entrants et sortants de la société. Ils comprennent donc l'ensemble des flux de trésorerie participant à la constitution de l'ETE et l'ensemble des flux de financement.

Les flux de financement découlent directement du choix des ressources financières nécessaires à l'accumulation du capital financier. Ils se rapportent aux fonds propres et aux dettes investis dans l'entreprise par les apporteurs de capitaux (actionnaires et prêteurs).

ii) Les flux de financement relatifs aux fonds propres

Les flux de financement relatifs aux fonds propres concernent d'une part les augmentations de capital accordés par les actionnaires au projet et, d'autre part, la rémunération du capital investi.

Concernant ce second point, il est directement lié à la politique de distribution de dividendes décidée par les actionnaires et acceptée par les prêteurs.

La méthode la plus couramment utilisée lors de la modélisation des dividendes est celle qui consiste à distribuer le maximum des bénéfices (après impôts et éventuelles obligations de mises en réserve) à hauteur de la trésorerie disponible.

Les modèles prévoient généralement ce que l'on appelle des comptes de réserve dont le but est de bloquer les éventuels surplus de cash-flow du projet jusqu'à ce que l'encours de ces comptes est atteint un certain niveau minimal (généralement fixé par les banques). La valeur généralement retenue est de l'ordre de 6 mois de services de la dette.

iii) Les flux de financement relatifs aux dettes financières et quasi fonds propres (*Debt Service Account*)

Les flux de financement relatifs aux dettes financières et aux quasi fonds propres sont inscrits dans un tableau de flux appelé : tableau de service de la dette et des quasi fonds propres (*Debt Service Account*). De manière classique, les cinq postes inscrits dans ce tableau sont :

- l'encours début de période
- les tirages sur le crédit
- les frais financiers (y compris les intérêts intercalaires durant la période de construction)
- le remboursement en principal du crédit
- l'encours fin de période

Rappelons enfin que l'ordre de subordination des crédits doit apparaître de façon claire dans le modèle.

iv) Prise en compte des flux fiscaux résultant de la déductibilité des charges financières

Il est commun à presque tous les systèmes fiscaux d'autoriser la déductibilité des charges financières auxquelles doit faire face la SPC. Ces charges financières représentent les intérêts payés par la société sur les prêts contractés. En revanche, les remboursements en principal du crédit, se rattachant aux actifs du projets déjà amortis dans le résultat d'exploitation, ne donnent pas lieu à des déductibilités.

3.2.3 - Le compte de résultat (Income Statement)

L'objet du compte de résultat est de déterminer le montant de l'impôt sur les sociétés, le résultat net et de modéliser la distribution des dividendes aux actionnaires. Les grandes étapes du calcul permettent de déterminer les principaux soldes intermédiaires de gestion :

- L'excédent brut d'exploitation
- Le résultat d'exploitation
- Le résultat financier
- Le résultat courant avant impôt
- L'impôt sur les sociétés

- Le résultat net

Soulignons que la prévision de résultats exceptionnels est assez rare (comme son nom l'indique) dans ce type d'opération.

3.2.4 - Le bilan financier (Balance Sheet)

Les bilans de la SPE permettent notamment de suivre l'évolution de la structure financière de la société tout au long de la durée de vie du projet.

Rappelons pour mémoire que les postes inscrits à l'actif d'un bilan financier, à la différence d'un bilan comptable, figurent en valeur brute. La déduction de l'amortissement cumulé à ces valeurs brutes apparaît en ce sens au passif de la SPC.
