



Université Lille 2
Droit et Santé

Faculté de Finance, Banque, Comptabilité

Introduction à l'Analyse des Etats Financiers

Professeur Michel LEVASSEUR

Avertissement : ce document pédagogique prend pour support les informations comptables telles qu'elles sont rapportées par THOMSON FINANCIAL. L'utilisation d'autres sources de données supposent une adaptation du cadre proposé.

Version Juin 2008

Table des matières

Chapitre 1 : Analyse du compte de résultat.....	4
1. L'étude descriptive du chiffre d'affaires	4
a. Position.....	4
b. Répartition	6
c. Dynamique	7
d. Synthèse.....	10
2. L'étude des coûts d'exploitation.....	11
a. Structure des coûts d'exploitation	11
b. Dynamique	12
c. Synthèse.....	18
3. Marge Brute et Résultat d'exploitation.....	18
a. Tendance.....	18
b. Ratios par rapport au CA.....	18
c. Volatilité	19
d. Sensibilités	21
e. Synthèse.....	23
4. La formation de l'EBIT	23
a. Définition.....	23
b. Résultats sur participations non consolidées	24
c. Produits financiers	25
d. Autres produits et charges exceptionnels	27
e. Evolution de l'EBIT	29
f. Synthèse.....	31
5. La répartition de l'EBIT	31
a. Charges financières.....	31
b. La fiscalité.....	33
c. Poids des actions de préférence.....	34
d. Poids des intérêts minoritaires	34
e. Dynamiques comparées de l'EBIT et du résultat net.....	34
f. Synthèse.....	35
Chapitre 2 : Analyse du bilan	36
1. L'analyse de l'actif	36
a. Les capitaux nécessaires à l'exploitation	37
b. Les participations non intégrées dans la consolidation.....	48
c. Les actifs générateurs de produits financiers.....	48
d. Les autres actifs	50
2. L'analyse du passif	50
a. Les divers passifs qui ne sont pas associés à des bailleurs de fonds particuliers et auxquels il est difficile de rattacher un élément de coût explicite au plan comptable	51
b. Les dettes financières ou financements équivalents.....	53
c. Les capitaux propres ou rattachés	56
3. Bilans simplifiés et synthèse.....	60
Chapitre 3 : Analyse et décomposition des rentabilités	62
1. Rentabilité de l'exploitation	62
a. Marge d'exploitation	62
b. Rotation des capitaux nécessaires à l'exploitation.....	63
c. Rentabilité des capitaux nécessaires à l'exploitation avant impôts	63
d. Synthèse.....	64
2. Contribution des autres actifs à la rentabilité comptable.....	65
a. Contribution des sociétés non consolidées.....	65
b. Contribution des actifs financiers	65

c.	Rentabilité moyenne des actifs	66
d.	Synthèse.....	67
3.	Rentabilité comptable avant impôts pour les bailleurs de fonds	67
a.	Levier lié aux décalages comptables	68
b.	Rentabilité avant éléments exceptionnels et impôts pour les bailleurs de fonds....	69
c.	Impact des éléments exceptionnels	70
d.	Rentabilité après éléments exceptionnels et avant impôts pour les bailleurs de fonds	71
e.	Synthèse.....	71
4.	Rentabilité comptable des capitaux propres et leviers financiers.....	72
a.	Coût apparent des dettes	72
b.	Rentabilité des capitaux propres et assimilés avant éléments exceptionnels et impôts	72
c.	Rentabilité des capitaux propres et assimilés après éléments exceptionnels et avant impôts	74
d.	Impacts des prélèvements fiscaux	74
e.	Impacts des actions de préférence	75
f.	Impacts des intérêts minoritaires.....	76
g.	Synthèse.....	77
Chapitre 4 : Analyse de l'équilibre financier		79
1.	Analyse de l'équilibre financier	79
a.	Etude du Fonds de Roulement.....	80
b.	Etude des Besoins en Fonds de Roulement.....	84
c.	Etude de la Trésorerie.....	89
2.	Analyse de la solvabilité	91
a.	Les ratios de liquidité.....	91
b.	Les ratios d'endettement	95
c.	Notation	97
Chapitre 5 : Analyse des emplois et ressources		100
1.	Flux liés aux opérations courantes	100
a.	Mesure simplifiée du cash-flow d'exploitation	100
b.	Mesure proposée par Worldscope	103
2.	Flux des opérations d'investissement.....	109
a.	Les estimations directes fournies par le tableau de financement	109
b.	Le rapprochement avec les informations fournies par les bilans et comptes de résultat	110
c.	Synthèse.....	112
3.	Flux de financement	113
a.	Les estimations directes fournies par le tableau de financement	113
b.	Le rapprochement avec les informations fournies par les bilans et comptes de résultat	114
4.	Evolution de l'encaisse	115
a.	L'évolution selon le tableau publié par Worldscope	115
b.	Rapprochement avec les données de bilan	117
c.	Evolution.....	119

Chapitre 1 : Analyse du compte de résultat

La première étape d'une analyse financière d'entreprise consiste à appréhender l'activité qui s'y déroule et tout particulièrement les ventes effectuées. La seconde étape a pour objet l'étude des coûts qui ont été engagés pour la réalisation de cette activité. Le point de vue s'élargit et apparaissent dès lors des interrogations qui touchent à l'appréciation de l'efficacité opérationnelle de l'entreprise et en particulier l'évolution des marges opérationnelles.

L'analyse se poursuit avec l'étude avec le mécanisme de formation de la rentabilité d'une entreprise. A ce stade, apparaît un concept clé celui d'EBIT ou Earnings Before Interest and Taxes ou encore résultat avant impôts et charges financières. C'est un des indicateurs les plus suivis. Il contient toutes les sources récurrentes de profit : exploitation, activités financières et autres participations. Ensuite, sont traités les autres éléments à caractère plus exceptionnel ou du moins plus difficilement rattachables à l'activité courante de l'entreprise.

L'analyse s'achève par l'étude de la répartition de l'EBIT, c'est-à-dire par son partage entre l'Etat (impôts) et la rémunération des différents apporteurs de capitaux, les prêteurs (charges financières) et les actionnaires (résultat net). Cette répartition est tout à la fois la conséquence des choix de politique financière faits par l'entreprise que des évolutions de l'environnement économique (fluctuations des taux d'intérêt et des taux d'imposition).

1. L'étude descriptive du chiffre d'affaires

C'est le point de départ obligé de toute étude. Il s'agit d'abord de bien identifier le type d'activité : industrielle, commerciale ou de service. La conduite de l'analyse va en dépendre.

On se posera ensuite 3 questions essentielles :

- qui est-elle ?
- où est-elle ?
- comment évolue-t-elle ?

a. Position

Pour répondre à la question qui est-elle ?, nous suggérons de prendre en considération 2 aspects :

i. Secteur

Il s'agit d'identifier le secteur principal dans lequel l'entreprise opère. Cela permettra de mieux connaître ses métiers et leurs exigences mais aussi cela aidera à identifier les principaux concurrents.

Différentes codifications sectorielles sont en usage mais l'une des plus usitées est le code SIC. Ainsi l'entreprise RENAULT a-t-elle selon la base THOMSON FINANCIAL comme secteur principal le secteur 3711

3711 Motor Vehicles and Passenger Car Bodies

Establishments primarily engaged in manufacturing or assembling complete passenger automobiles, trucks, commercial cars and buses, and special purpose motor vehicles which are for highway use. This industry also includes establishments primarily engaged in manufacturing chassis and passenger car bodies. Such establishments may also manufacture motor vehicle parts, but establishments primarily engaged in manufacturing motor vehicle parts except chassis and passenger car bodies are classified in Industry 3714. Establishments primarily engaged in manufacturing truck and bus bodies and in assembling them on purchased chassis are classified in Industry 3713

Pour mieux comprendre ce type de classification, on peut prendre en considération la décomposition suivante:

Division D: Manufacturing

Major Group 37: Transportation Equipment

Industry Group 371: Motor Vehicles And Motor Vehicle Equipment

Mais RENAULT n'a pas qu'une activité de constructeur automobile. Cette entreprise a aussi une activité financière :

Renault (Regie Nationale des Usines) SA. The Group's principal activities are organized into two divisions: AUTOMOBILES: the design, manufacture and marketing of passenger cars and light commercial vehicles including lorries, coaches, buses, military vehicles and special-purpose vehicles. This division comprises of the Renault, Samsung (South Korea) and Dacia (Romania) brands; SALES FINANCING: this division controls the financial and commercial elements of the Group. It is comprised of RCI Banque and its subsidiaries and offers financing packages and related services to new and existing customers.

ii. Taille

Le point suivant est de situer cette entreprise dans son secteur et en particulier d'en apprécier la taille.

La lecture du compte de résultat nous livre un premier chiffre clé :

Les ventes se sont élevées en 2006 à 41.528 millions d'euros. Il s'agit donc d'une grande entreprise. Cette mesure de la taille peut être complétée par celle des effectifs employés : 132.831 en 2006 selon TF.

Il convient alors de la situer parmi ses concurrents.

<i>NOMS DES ENTREPRISES</i>	<i>PAYS</i>	<i>VENTES en M€</i>
General Motors Corp.	USA	157 171
Daimler AG	DEU	151 616
Toyota Motor Corp.	USA	135 700
Ford Motor Company	JPN	121 373
Volkswagen AG	DEU	104 875
Honda Motor Company Limited	JPN	63 912
Nissan Motor Company Limited	JPN	60 818
Peugeot SA	FRA	56 594
Hyundai Motor Company Limited	KOR	52 105
Fiat	ITA	51 832
BMW AG	DEU	48 999
Renault SA	FRA	41 528
Mazda Motor Corp.	JPN	18 835
Suzuki Motor Corp.	JPN	17 716
Kia Motors Corporation	KOR	16 221
Mitsubishi Motors Corp.	JPN	13 676

Il apparaît ainsi que RENAULT est loin du peloton de tête et on comprend mieux l'importance de son alliance stratégique avec NISSAN afin d'atteindre une taille critique.

b. Répartition

Une entreprise peut diversifier ses activités autour de deux dimensions principales. Elle peut chercher à atteindre des marchés différents et éviter d'être trop exposée aux fluctuations économiques d'une même région. Elle peut aussi diversifier ses activités en intervenant dans des segments d'activité différents. La norme IAS 14 fournit par exemple un cadre de publication d'une information pertinente pour mieux comprendre l'entreprise dans ces domaines.

i. géographique

Il est important de connaître les principales zones où l'entreprise opère. Ainsi, on peut observer chez RENAULT la répartition suivante de ses ventes :

France	14 213	34%
Reste de l'Europe	22 233	54%
Reste du Monde	5 082	12%

Il apparaît que RENAULT reste profondément une entreprise européenne qui ne réalise qu'une part faible de ses ventes sur les marchés émergents.

ii. Segments

Il est fréquent qu'une entreprise réalise des activités différentes. Par exemple, dans le cas de RENAULT, il y a une activité principale : la construction d'automobiles et une activité secondaire, la gestion de crédits accordés à des clients de RENAULT. RENAULT est donc à la fois une entreprise industrielle et un établissement financier. Pour mesurer l'importance de chaque activité, on peut apprécier la répartition des ventes. Mais, il est important de compléter cette statistique par une description des contributions de chaque activité au résultat de l'entreprise. En effet, lorsqu'elles sont de nature très différente, la comparaison des ventes est peu significative. Ainsi, dans le cas de RENAULT en 2006, la finance ne représente que 5% des ventes mais contribue à 62% du résultat d'exploitation !

	Ventes		Résultat d'exploitation	
Automobile	39 605	95%	303	38%
Finance	1 923	5%	489	62%

c. Dynamique

Quand on entreprend l'analyse financière d'une entreprise, il est très important de connaître rapidement dans quel contexte, elle évolue : l'entreprise est-elle en croissance, vive ou molle, en stagnation ou pire en déclin. En effet, les problèmes financiers qu'elle doit affronter sont très différents d'un cas à l'autre. La croissance pose des problèmes de financement, en particulier des investissements mais aussi des stocks et autres éléments d'exploitation. Le déclin est synonyme de désinvestissement, de repli vers les activités les plus rentables. Pour bien situer l'entreprise, il convient d'apprécier la tendance générale mais aussi de prendre en considération les fluctuations et les aléas conjoncturels.

i. Tendance (croissance géométrique)

Pour caractériser la tendance générale, le mieux est de tenir compte de l'évolution des ventes sur une période suffisamment longue pour être significative. Bien évidemment, l'histoire de l'entreprise limite les données disponibles. Pour une entreprise nouvellement créée, on n'a généralement que quelques éléments à disposition. Il est difficile alors de déterminer une tendance à long terme. Tout au plus, l'analyste pourra relever l'intensité de la croissance à court terme. Pour des entreprises plus anciennes, on dispose d'historique plus complet. Par exemple, dans le cas

de RENAULT, nous pouvons facilement obtenir les 11 derniers chiffres de ventes.

Ventes en 2006	41 528
Ventes en 1995	28 061

Nous proposons de calculer le taux moyen géométrique d'accroissement des ventes sur la période. La règle de calcul est la suivante. Nous cherchons le taux g , tel que :

$$41528 = 28061 * (1 + g)^{11}$$

La solution de cette équation est la suivante :

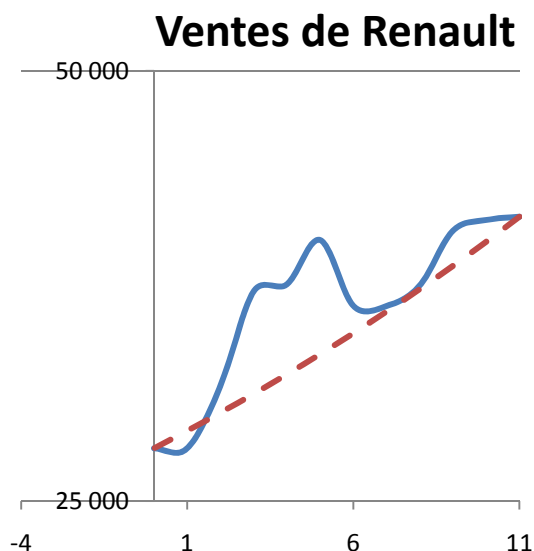
$$g = \left(\frac{41528}{28061} \right)^{\frac{1}{11}} - 1 = 3,63\%$$

RENAULT est donc une entreprise qui connaît une croissance très modérée de son activité. Elle est très caractéristique de ce que les analystes appellent une « entreprise à maturité ».

Cette tendance générale cache cependant des variations marquées entre chaque année. Pour s'en rendre compte, il suffit de projeter dans un graphe les ventes effectivement réalisées et les ventes qui auraient été réalisées si l'entreprise avait vu son chiffre d'affaires augmenter régulièrement de 3,63%.

	Ventes réelles	Ventes à croissance régulière
Y2006	41 528	41 528
Y2005	41 338	40 075
Y2004	40 715	38 671
Y2003	37 525	37 317
Y2002	36 336	36 010
Y2001	36 351	34 750
Y2000	40 175	33 533
Y1999	37 592	32 359
Y1998	37 187	31 227
Y1997	31 696	30 133
Y1996	28 063	29 079
Y1995	28 061	28 061

Le graphe ci-dessous montre qu'en réalité, RENAULT a connu des années fastes (1997, 1998 par exemple) et des années beaucoup plus difficiles (2001, 2002 par exemple) et qu'il convient d'apprécier ses fluctuations.



ii. Phénomènes exceptionnels

Les fluctuations des ventes autour de la tendance générale peuvent avoir principalement deux sources. Elles peuvent être les conséquences des aléas que rencontre l'entreprise sur ses marchés : demande plus ou moins forte selon l'état de l'économie, intensité de la concurrence, renouvellement des produits ... Nous parlerons alors de la volatilité de base de l'exploitation. Elles peuvent suivre aussi, plus rarement mais avec une amplitude très forte, des événements exceptionnels comme l'acquisition ou la vente d'activités entières.

Pour mettre en évidence ces deniers événements, nous conseillons de calculer les taux de variation annuelle des ventes. Ainsi, dans le cas de RENAULT, si nous connaissons les 11 derniers chiffres de ventes, il est possible de calculer les 10 derniers taux de variation selon la formule suivante :

$$Taux_t = \frac{Ventes_t - Ventes_{t-1}}{Ventes_{t-1}}$$

Par exemple, en 1997, nous avons :

$$Taux_{1997} = \frac{31\,696 - 28\,063}{28\,063} = 12,95\%$$

et en 2005 :

$$Taux_{2005} = \frac{41\,338 - 40\,715}{40\,715} = 1,53\%$$

Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
41 528	41 338	40 715	37 525	36 336	36 351
0,46%	1,53%	8,50%	3,27%	-0,04%	-9,52%
Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
40 175	37 592	37 187	31 696	28 063	28 061
6,87%	1,09%	17,33%	12,95%	0,01%	

L'étude de la série des taux de variation fait apparaître une rupture en 2001 avec une baisse importante et exceptionnelle de près de 10% des ventes. La recherche d'informations complémentaires fournit une explication à ce phénomène. En 2001, RENAULT a cédé son activité poids lourds. Il s'agit typiquement d'un phénomène exceptionnel.

iii. Volatilité (taux annuels et dispersion)

Pour apprécier l'incertitude courante qui pèse sur les ventes de l'entreprise, en dehors de toute opération importante d'acquisition ou de désinvestissement, il est possible de calculer la dispersion des taux de variation annuelle autour de la moyenne, ou encore leur écart-type. Afin que les événements exceptionnels ne viennent pas trop perturber cette estimation, il est préférable de neutraliser l'année en question ici 2001.

Le calcul sans l'année 2001 donne une moyenne de 5,20% et un écart-type de 6,07%. Cette dernière statistique est une bonne mesure de la source principale de risque que supporte RENAULT au niveau de son exploitation.

d. Synthèse

L'analyse de l'évolution du chiffre d'affaires ne saurait s'achever sans un commentaire de synthèse. L'analyste doit résumer les éléments les plus marquants qu'il a identifiés et qui lui permettront par la suite de mieux comprendre l'évolution de la situation financière de l'entreprise. Par exemple, dans le cas de RENAULT, nous écrivons :

Un groupe de taille moyenne au plan mondial dont l'activité à maturité reste centrée sur l'Europe, et en particulier la France, qui a connu une croissance moyenne de l'ordre de 4% ces 10 dernières années mais très irrégulière (écart-type de 6%), même si on ne tient pas compte des effets du retrait de l'activité poids-lourds en 2001.

2. L'étude des coûts d'exploitation

Les coûts d'exploitation d'une entreprise sont affectés par l'évolution du volume d'activité. Produire et vendre plus exige plus de consommations. Mais, les coûts sont aussi sensibles aux efforts de gain de productivité. Proportionnellement au chiffre d'affaires, il devrait croître moins rapidement. Enfin, bon nombre de coûts dans l'entreprise sont sans lien direct avec le niveau d'activité. Ils représentent des charges de structure que la firme doit supporter. En proportion, ils sont plus handicapants lorsque l'activité est faible que lorsqu'elle est élevée. Ainsi, la dynamique des coûts d'exploitation est-elle complexe. Le rôle de l'analyste financier est de mettre en évidence les évolutions les plus caractéristiques.

L'analyse financière sera d'autant plus fine que l'information à disposition sera détaillée. Aussi, il convient dans un premier temps de mettre en évidence la décomposition des coûts d'exploitation accessible à l'analyste. Dans un second temps, on mettra en évidence les paramètres qui caractérisent la dynamique spécifique des coûts pour fournir enfin une estimation du lien statistique entre coûts et ventes.

a. Structure des coûts d'exploitation

Dans les référentiels internationaux, 3 notions émergent : celle de prix de revient des biens vendus ou « Cost of Goods Sold », celle de charges de ventes et d'administration ou « Selling and General Administration Expenses » et enfin celle de dotations aux amortissements et aux provisions d'exploitation. Les dernières ont la particularité de ne pas correspondre à des décaissements et de dépendre à la fois des actifs en place et des règles comptables en usage. Leur lien avec le niveau des ventes est donc peu évident. De même, on peut considérer qu'une part des frais généraux compris dans la deuxième rubrique constitue des charges de structure.

Dans le cas de RENAULT, nous disposons de l'information suivante :

en 2006		
WS.CostOfGoodsSold	30 649	76%
WS.SellingGeneralAdminExpense	6 981	17%
WS.DepreciationDeplAmortExpense	2 835	7%
	40 015	

La décomposition est à l'évidence peu fine puisqu'une ligne représente 76% des coûts. Cependant, la ligne « Selling and General Administration Expenses » est supérieure à 10% des coûts et peut donc faire l'objet d'une analyse séparée.

b. Dynamique

Comme pour l'étude des ventes, nous procéderons en deux temps. Pour chaque catégorie de coûts, nous estimerons d'abord la tendance générale observée au cours des dernières années. Puis, nous mettrons en évidence leurs fluctuations et les dispersions enregistrées.

i. Tendance

L'outil utilisé pour mettre en évidence les tendances générales dans l'évolution des coûts est le calcul d'un taux moyen géométrique de progression sur une période suffisamment longue. Dans le cas de RENAULT, nous avons retenu la décennie 1995-2006. Nous obtenons les résultats qui suivent :

	en 2006	en 1995	Croissance géométrique
WS.CostOfGoodsSold	30 649	21 554	3,25%
WS.SellingGeneralAdminExpense	6 952	4 838	3,39%
WS.DepreciationDeplAmortExpense	2 835	1 444	6,33%

Il est intéressant de remarquer que le taux de croissance des prix de revient des biens vendus n'a été que de 3,25% contre 3,63% pour les ventes. Ceci témoigne des efforts déployés par l'entreprise pour améliorer sa productivité sur la période. L'écart est plus faible concernant les dépenses d'administration générale et celles de commercialisation, ce qui peut se comprendre lorsqu'on connaît la concurrence acharnée sur ces marchés et le besoin de consacrer des budgets importants pour le support des ventes. Par ailleurs, même si cette statistique est plus délicate à interpréter vu la nature des charges, l'accroissement des amortissements semble indiquer que l'entreprise n'a pas réduit ses efforts d'investissement mais il faudrait pour être plus catégorique mieux connaître la composition de ces dotations.

ii. Ratios par rapport au CA

Il est courant d'apprécier l'évolution des charges en les rapportant au chiffre d'affaires de l'entreprise. L'étude dans le cas de RENAULT permet d'obtenir les résultats qui suivent :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.CostOfGoodsSold	73,8%	73,4%	73,9%	75,2%	75,1%	76,0%
WS.SellingGeneralAdminExpense	16,8%	16,8%	14,6%	15,2%	15,2%	17,8%
WS.DepreciationDeplAmortExpense	6,8%	6,5%	5,6%	5,9%	5,7%	4,9%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.CostOfGoodsSold	73,1%	72,4%	73,7%	75,2%	76,5%	76,8%
WS.SellingGeneralAdminExpense	17,1%	16,9%	16,3%	17,8%	18,7%	17,2%
WS.DepreciationDeplAmortExpense	4,8%	4,9%	4,8%	5,3%	5,8%	5,1%

Les gains de productivité précédemment notés se retrouvent ici à travers la diminution des coûts exprimés en % des ventes. Seules les dotations aux amortissements ont connu une évolution inverse.

Enfin, sur la période, les coûts des biens vendus ont représenté en moyenne 74,6% des ventes, les charges de commercialisation et d'administration 16,7% et les dotations 5,5%.

iii. Volatilité

L'étude de l'évolution des ventes nous a appris que l'année 2001 avait été marquée pour RENAULT par un événement exceptionnel, la cession de son activité poids lourds. Dès lors, notre étude de la volatilité des charges d'exploitation ne prendra pas en compte cette année-là afin d'éviter toute pollution.

Comme pour les ventes, l'outil d'analyse est dans ce cas la variation annuelle des montants des charges étudiées, normée par le chiffre d'affaires de l'année de départ.

$$Taux_t = \frac{Charges_t - Charges_{t-1}}{Ventes_{t-1}}$$

Par exemple, en 1997, nous avons :

$$Taux_{1997} = \frac{23\,826 - 21\,464}{28\,063} = 8,41\%$$

Nous verrons un peu plus tard que cette mesure est préférable au calcul d'un simple pourcentage de variation des charges. Elle permet des comparaisons sur une base homogène (le pourcentage des ventes) et évite des difficultés lorsque nous aborderons l'étude des résultats.

En synthèse, on procède au calcul de la moyenne (en ne tenant pas compte des années affectées par un événement exceptionnel) et de l'écart-type.

Pour RENAULT, nous avons les éléments qui suivent

Prix de Revient des Biens Vendus :

Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
30 649	30 358	30 089	28 227	27 298	27 628
0,70%	0,66%	4,96%	2,56%	-0,91%	Non pris en compte
Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
29 368	27 204	27 415	23 826	21 464	21 554
5,76%	-0,57%	11,32%	8,41%	-0,32%	
Moyenne	3,26%	Ecart-type	4,21%		

Pour interpréter les statistiques, moyenne et écart-type, nous pouvons construire le tableau suivant :

Prix de Revient des Biens Vendus	
Ecart-type	4,21%
Ventes	6,07%
Part des charges dans les ventes	74,6%
Ecart-type théorique	4,53%

L'écart-type de 4,21% est peu différent de l'écart-type que laisse présager la seule influence des ventes (4,53%).

Dépenses de Commercialisation et d'Administration Générale:

Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
6 981	6 952	5 964	5 695	5 506	6 473
0,07%	2,43%	0,72%	0,52%	-2,66%	Non pris en compte
Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
6 886	6 346	6 049	5 629	5 252	4 838
1,44%	0,80%	1,33%	1,34%	1,48%	
Moyenne	0,75%	Ecart-type	1,36%		

Pour interpréter les statistiques, moyenne et écart-type, nous pouvons construire le tableau suivant :

Dépenses de commercialisation et d'administration générale

Ecart-type	1,36%
Ventes	6,07%
Part des charges dans les ventes	16,7%
Ecart-type théorique	1,01%

L'écart-type est sensiblement plus élevé que ce que laisse présager l'influence des ventes (1,31% par rapport à 1,01%). D'autres sources devraient être présentes.

Dotations aux amortissements et aux provisions d'exploitation :

Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
2 835	2 705	2 266	2 223	2 066	1 786
0,31%	1,08%	0,11%	0,43%	0,77%	- Non pris en compte
Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
1 915	1 837	1 803	1 677	1 620	1 444
0,21%	0,09%	0,40%	0,20%	0,63%	
Moyenne	0,42%	Ecart-type	0,32%		

Pour interpréter les statistiques, moyenne et écart-type, nous pouvons construire le tableau suivant :

Dotations aux amortissements et provisions	
Ecart-type	0,32%
Ventes	6,07%
Part des charges dans les ventes	5,5%
Ecart-type théorique	0,33%

L'écart-type est sensiblement égal à ce que laisse présager l'influence des ventes (0,32% par rapport à 0,33%). Mais, on aurait pu s'attendre à un écart-type inférieur du fait du lissage de ces charges, ce qui n'est pas le cas.

En conclusion, tout comme les ventes, les coûts d'exploitation sont loin de connaître une évolution régulière dans le temps. Les fluctuations enregistrées vont contribuer à la détermination des risques liés à l'exploitation. La question est de savoir si ces risques s'ajoutent ou non. Tout dépend des liens qui unissent ces taux de variation entre eux. Tout dépend du niveau de leur corrélation.

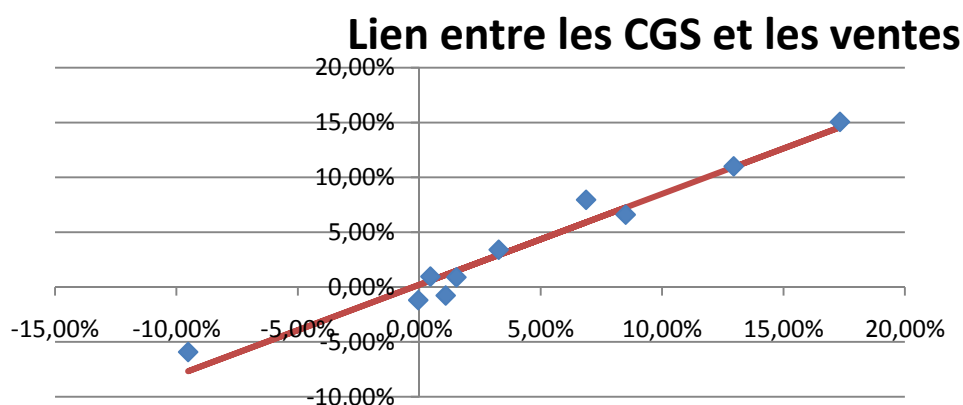
iv. Lien avec les variations du CA

La variabilité des charges peut avoir comme source principale la variabilité du chiffre d'affaires. Pour vérifier l'étendue de la validité de cette hypothèse, nous allons procéder à l'estimation de trois régressions linéaires.

La régression du taux de variation des « cost of goods sold » sur le taux de variation des ventes donne les résultats qui suivent :

WS. CostOfGoodsSold		Sans l'année 2001	
0,623	0,001	0,683	-0,003
0,044	0,004	0,041	0,003
96,23%	0,00989766	97,21%	0,00744881
204,2	8	279,2	8
0,02000323	0,00078371	0,01548902	0,00044388

La pente de cette droite de régression est élevée 0,683 sans l'année 2001 et surtout le carré du coefficient de corrélation est très positif 0,9721. La variabilité des ventes affecte donc fortement la variabilité des prix de revient des biens vendus. Les variations non expliquées restent très modérées comme l'illustre le graphe suivant :



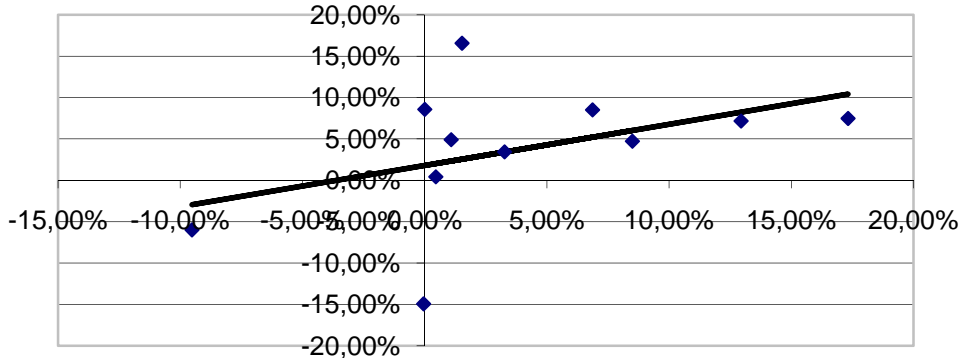
La régression du taux de variation des « Selling and General Administration Expenses » sur le taux de variation des ventes donne les résultats qui suivent :

WS. SellingGeneralAdminExpense		Sans l'année 2001	
0,089	0,003	0,072	0,004
0,061	0,005	0,075	0,006
21,19%	0,01375677	10,45%	0,01364842
2,2	8	0,9	8
0,00040706	0,00151399	0,00017397	0,00149024

La pente de cette droite de régression est plus faible 0,072 sans l'année 2001 et non significative. Par ailleurs, le carré du coefficient de corrélation est très modeste 0,1045. La variabilité des ventes affecte donc peu la variabilité des charges d'administration et de commercialisation. Les

variations non expliquées restent très importantes comme l'illustre le graphe suivant :

Lien entre les SGA et les ventes

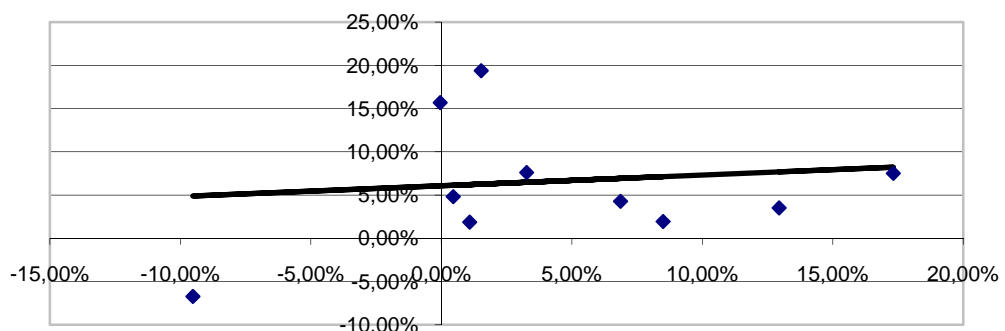


Enfin, la régression du taux de variation des dotations aux amortissements et provisions d'exploitation sur le taux de variation des ventes donne les résultats qui suivent :

WS. DepreciationDeplAmortExpense		Sans l'année 2001	
0,006	0,003	-0,021	0,005
0,018	0,002	0,017	0,001
1,22%	0,00417011	15,55%	0,00309209
0,1	8	1,5	8
1,7127E-06	0,00013912	1,40886E-05	7,6488E-05

La pente de cette droite de régression est voisine de zéro - 0,021 sans l'année 2001 et surtout non significative. Le carré du coefficient de corrélation est très modeste 0,1555. La variabilité des ventes n'a pas de lien positif sur la variabilité des dotations aux amortissements et provisions d'exploitation. Les variations non expliquées sont essentielles comme l'illustre le graphe suivant :

Lien entre les Amortissements et les ventes



c. Synthèse

L'entreprise démontre une grande aptitude à améliorer sa productivité sur les 11 dernières années, les coûts des marchandises vendues et les frais généraux augmentent moins vite que les ventes. En revanche, le maintien d'un ratio du même ordre pour les amortissements devrait traduire un effort constant d'investissement. L'estimation de la sensibilité des variations de charges aux variations des ventes fait apparaître que les fluctuations des ventes sont la source majeure de risque au niveau des Cost of Goods Sold mais que d'autres sources importent pour les autres charges.

3. Marge Brute et Résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation ou Operating Income est le solde entre le chiffre d'affaires et les charges d'exploitation. Il mesure la contribution de l'activité industrielle ou commerciale de l'entreprise à la formation de sa rentabilité. Pour faciliter le diagnostic, on peut procéder au calcul d'un solde intermédiaire, la marge brute ou Gross Income qui est égale à la différence entre le chiffre d'affaires et les coûts des biens vendus ou Cost of Goods Sold.

a. Tendances

Pour chacun de ces deux soldes, il importe dans un premier temps d'en apprécier l'évolution générale. Dans le cas de RENAULT, nous avons calculé le taux de croissance géométrique et les résultats sont les suivants :

	en 2006	en 1995	Croissance géométrique
WS.GrossIncome	8 044	5 063	4,30%
WS.OperatingIncomeAfterDepr	1 063	189	16,99%

Tous les indicateurs démontrent une croissance sur la décennie. Elle est de l'ordre de 4-5% pour la marge brute et de 17 % environ pour le résultat d'exploitation. Il conviendra d'expliquer cette disparité.

b. Ratios par rapport au CA

L'amélioration des résultats est en partie due à l'augmentation des ventes et pour une autre part à une moindre augmentation des charges ou à l'apparition de nouveaux produits. Pour décomposer cette performance, il est utile de calculer des ratios de marge sur ventes. Si ces ratios restent stables, l'augmentation des résultats vient uniquement de l'accroissement des ventes. La variation de ces ratios indique de son côté ce qui revient à l'amélioration de la

productivité. Dans le cas de RENAULT, nous avons les ratios suivants :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.GrossIncome	8 044	8 275	8 360	7 075	6 972	6 937
	19,4%	20,0%	20,5%	18,9%	19,2%	19,1%
WS.OperatingIncomeAfterDepr	1 063	1 323	2 396	1 380	1 466	464
	2,6%	3,2%	5,9%	3,7%	4,0%	1,3%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.GrossIncome	8 892	8 551	7 970	6 193	4 978	5 063
	22,1%	22,7%	21,4%	19,5%	17,7%	18,0%
WS.OperatingIncomeAfterDepr	2 006	2 205	1 920	329	-870	189
	5,0%	5,9%	5,2%	1,0%	-3,1%	0,7%

L'entreprise a su améliorer sur la période sa performance opérationnelle : 20 % au niveau de la marge brute plutôt que 18 % et 2,6 % contre 0,7% pour le résultat d'exploitation. Mais, cette amélioration n'est pas régulière et 2006 apparaît moins favorable que 2004.

Notons enfin que les moyennes de ces ratios sont les suivantes

	Moyenne M
WS.GrossIncome	19,9 %
WS.OperatingIncomeAfterDepr	2,9 %

c. Volatilité

L'étude des principaux soldes démontre souvent une grande variabilité. La rentabilité est donc loin d'être certaine en pratique. Pour apprécier les risques qui l'entourent, on peut procéder au calcul de la mesure de dispersion des variations et calculer un écart-type. Cependant, il est délicat de considérer ici les variations relatives exprimées en %. En effet, il n'est pas rare qu'un résultat soit nul ou négatif. Dans ce cas, il n'est plus possible de calculer comme nous l'avons fait pour les ventes ou les charges un taux de variation. Les résultats numériques risquent d'être ininterprétables. Par exemple, si une entreprise réalise un résultat négatif de -100, suivi d'un résultat encore plus mauvais de -200, le ratio de variation donnerait un résultat mathématique de :

$$\frac{-200 - (-100)}{-100} = +100\%$$

qui n'a évidemment aucun sens au plan financier.

On pourrait se limiter au calcul des variations absolues (en euros) des résultats mais ceci n'est pas totalement satisfaisant dans la

mesure où la taille de l'entreprise peut évoluer. Aussi, nous suggérons de calculer la variation normée par la taille en début de période.

Prenons l'exemple de RENAULT en 1997. Le résultat d'exploitation en 1996 était de -870 et en 1997 de 329. Sa variation est donc égale à +1 199. La taille de l'entreprise au début de l'année 1997 peut être mesurée par le dernier chiffre d'affaires connu à cette époque, soit celui de 1996, ou encore 28.063. On peut dès lors calculer le ratio de variation normée du résultat d'exploitation :

$$\frac{1199}{28063} = 4,27\%$$

Le calcul est répété pour chacune des années et on obtient de séries de nombres qui retracent les fluctuations du résultat d'exploitation. Il reste à estimer l'écart-type de cette série qui constitue une mesure moyenne de risque pour la période considérée.

Dans le cas de RENAULT nous avons obtenu, après neutralisation de l'année 2001, les résultats qui suivent :

		Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002
WS.GrossIncome		8 044	8 275	8 360	7 075	6 972
		-0,56%	-0,21%	3,42%	0,28%	0,10%
	Moyenne	1,51%	Ecart-type	2,18%	s/M	0,11
WS.OperatingIncomeAfterDepr		1 063	1 323	2 396	1 380	1 466
		-0,63%	-2,64%	2,71%	-0,24%	2,76%
	Moyenne	0,77%	Ecart-type	2,89%	s/M	0,98
		Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
WS.GrossIncome		8 892	8 551	7 970	6 193	4 978
		0,91%	1,56%	5,60%	4,33%	-0,30%
WS.OperatingIncomeAfterDepr		2 006	2 205	1 920	329	-870
		-0,53%	0,77%	5,02%	4,27%	-3,77%
						189

On peut retirer de ce tableau au moins 3 enseignements :

- les moyennes observées sont positives et généralement de l'ordre de 1%. Ceci confirme l'amélioration de la rentabilité de RENAULT sur la période qui voit en moyenne chaque année ses résultats augmenter d'environ 1% de ses ventes.
- Les écart-types mesurés sont élevés si on les compare aux marges moyennes estimées précédemment. Par exemple, pour le résultat d'exploitation divisé par les ventes, nous avons une moyenne pour la période de l'ordre de 2,9%. L'écart-type de 2,89% est quasiment du même ordre (3,07% avec 2001).

- Si on compare les mesures de risque entre elles, on peut observer que l'écart-type associé au résultat d'exploitation (2,89%) est supérieur à celui associé à la marge brute (2,18%). Cette observation suggère que les fluctuations du niveau d'activité ne sont pas les seules sources de risque. Les variations autonomes des charges et autres produits contribuent aussi à l'incertitude.

	Moyenne M	Ecart-type σ
WS.GrossIncome	19,9 %	2,18 %
WS.OperatingIncomeAfterDepr	2,9 %	2,89 %

Ainsi, il apparaît que les charges de structure au niveau de l'exploitation augmentent le risque aussi bien en niveau absolu (de 2,18 % à 2,89%) qu'en niveau relatif (de 0,11 à 0,98).

d. Sensibilités

Il apparaît que le risque qui pèse sur la performance d'une entreprise provient pour une bonne part de l'incertitude qui entoure l'évolution des ventes. Mais, cette source n'est pas unique. Dans ce qui suit, nous allons proposer une décomposition des mesures de risque qui entourent les marges identifiées en utilisant les outils statistiques que nous avons précédemment utilisés.

Cette analyse rend plus actuelle des approches traditionnelles en comptabilité fondées sur la distinction théorique entre charges variables et charges fixes qu'il est bien difficile en pratique de mettre en œuvre.

Nous avons supposé que le taux de variation des charges était une fonction linéaire du taux de variation des ventes :

$$\frac{\Delta C_i}{S} = \beta_i \cdot \frac{\Delta S}{S} + \alpha_i + \varepsilon_i$$

où S désigne les ventes, C_i la charge de type i , par exemple C_1 représente les Cost of goods sold, C_2 les Selling and General Administration Costs ..., β_i sont les pentes des droites de régression, α_i les constantes et ε_i les termes d'erreur.

Définissons un résultat comme la différence entre les ventes et les charges considérées :

$$R = S - \sum_i C_i$$

Nous pouvons écrire :

$$\frac{\Delta R}{S} = \frac{\Delta S}{S} - \sum_i \frac{\Delta C_i}{S}$$

En combinant ces équations, on obtient facilement :

$$\frac{\Delta R}{S} = \frac{\Delta S}{S} \cdot \left[1 - \sum_i \beta_i \right] - \sum_i \alpha_i - \sum_i \varepsilon_i$$

Notons les variances des variables aléatoires suivantes :

$$\sigma_R^2 = \text{var} \left[\frac{\Delta R}{S} \right] \text{ et } \sigma_S^2 = \text{var} \left[\frac{\Delta S}{S} \right]$$

Nous avons puisque les termes d'erreur sont indépendants des variations des ventes :

$$\sigma_R^2 = \sigma_S^2 \cdot \left[1 - \sum_i \beta_i \right]^2 + \text{var} \left[\sum_i \varepsilon_i \right]$$

ou

$$\sigma_R = \sigma_S \cdot \left[1 - \sum_i \beta_i \right] \cdot \left[1 + \frac{\text{var} \left[\sum_i \varepsilon_i \right]}{\sigma_S^2 \cdot \left[1 - \sum_i \beta_i \right]^2} \right]^{\frac{1}{2}}$$

L'intérêt de cette formule est de proposer une décomposition en 3 termes du risque mesuré au niveau du résultat normé par le chiffre d'affaires. C'est le produit de

- l'incertitude observée au niveau des ventes σ_S
- la sensibilité opérationnelle $\left[1 - \sum_i \beta_i \right]$
- l'influence des autres sources de risque $\left[1 + \frac{\text{var} \left[\sum_i \varepsilon_i \right]}{\sigma_S^2 \cdot \left[1 - \sum_i \beta_i \right]^2} \right]^{\frac{1}{2}}$

En pratique, si nous disposons de mesure des 2 termes σ_R et σ_S , il suffit de calculer à partir des pentes β_i fournies par les régressions linéaires la sensibilité opérationnelle.

A titre d'illustration, nous avons obtenu pour la période 1996-2006, en excluant 2001, les valeurs suivantes pour RENAULT :

	Sensibilité opérationnelle	Autres sources de risque
WS.GrossIncome	0,32	1,13
WS.OperatingIncomeAfterDepr	0,24	2,03

Il apparaît ainsi qu'au niveau du résultat d'exploitation, l'incertitude qui pèse sur les ventes est un facteur important mais non exclusif de risque. En effet, les autres sources de risque augmentent de plus de 100 % l'incertitude.

e. Synthèse

Tous les indicateurs de marge indiquent une amélioration de la rentabilité de Renault sur les 11 ans. L'amélioration de la productivité a permis d'augmenter le ratio de marge opérationnelle de 18% à 20%. Le contrôle des frais généraux explique le solde de l'amélioration de 2,5% (0,7% à 3,2%) sur le résultat d'exploitation. Mais, la performance de 2005 (et de 2006) est moins flatteuse que celle de 2004. Enfin, on peut observer que la volatilité au niveau des résultats de l'exploitation (en termes d'écart-type) est affectée par celle observée au niveau des ventes. Si on se situe au niveau de la rentabilité d'exploitation, cette volatilité trouve sa source dans la sensibilité opérationnelle (0,24) mais l'impact des autres sources est loin d'être négligeable puisque le facteur multiplicatif qui lui est associé est de 2,03.

4. La formation de l'EBIT

On désigne par EBIT ou Earnings Before Interest and Taxes le résultat avant impôts et charges financières. Il joue un rôle important en matière de diagnostic financier parce qu'il mesure la capacité de l'entreprise de générer à travers toutes ses activités un résultat suffisant pour rémunérer tous ses apporteurs de capitaux.

a. Définition

Il existe généralement 2 parfois 3 soldes importants à prendre en compte pour expliciter l'origine de l'EBIT : le résultat d'exploitation ou Operating Income, les produits financiers ou Interest Income et dans certains cas, comme chez RENAULT, des résultats venant de participations non consolidées ou Pretax Equity in Earnings qui représentent dans le cas étudié pour l'essentiel la contribution de la

participation dans NISSAN aux résultats de RENAULT. Enfin, on mentionnera les effets des éléments exceptionnels sur l'EBIT.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.OperatingIncomeAfterDepr	1 063	1 323	2 396	1 380	1 466	464
WS.PretaxEquityInEarnings	2 260	2 597	2 452	1 860	1 331	380
WS.InterestIncome	223	153	496	187	147	258
WS.OtherIncomeExpenseNet	252	35	-319	188	156	652
WS.ExtraordinaryChargePretax	272	109	255	276	315	368
WS.ExtraordinaryCreditPretax	5	33	0	0	0	0
WS.ExtraltemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	0
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	3 531	4 032	4 770	3 339	2 785	1 386

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.OperatingIncomeAfterDepr	2 006	2 205	1 920	329	-870	189
WS.PretaxEquityInEarnings	89	-356	-13	7	3	10
WS.InterestIncome	321	300	364	440	443	568
WS.OtherIncomeExpenseNet	-22	-8	-29	253	6	23
WS.ExtraordinaryChargePretax	303	682	244	0	0	0
WS.ExtraordinaryCreditPretax	0	0	16	0	0	0
WS.ExtraltemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	0
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	2 091	1 459	2 014	1 029	-418	790

b. Résultats sur participations non consolidées

Il s'agit de prendre en compte ici la part des résultats dégagés par les sociétés dont l'entreprise étudiée détient une part du capital sans pour autant exercer un contrôle de type maison mère à filiale. En ce sens, ces sociétés n'appartiennent pas au groupe étudié. Elles ont leur indépendance mais elles sont sources de création de valeur pour leurs actionnaires et en particulier l'entreprise analysée.

i. Tendance

Dans le cas de RENAULT, nous avons calculé le taux de croissance géométrique et les résultats en provenance de NISSAN ont connu une croissance extrême :

	en 2006	en 1995	Croissance géométrique
WS.PretaxEquityInEarnings	2 260	10	64,29%

ii. Ratios par rapport au CA

L'amélioration est en grande partie due à l'apport de NISSAN (contribution au résultat représentant 5,4% des ventes) :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.PretaxEquityInEarnings	2 260	2 597	2 452	1 860	1 331	380
	5,4%	6,3%	6,0%	5,0%	3,7%	1,0%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.PretaxEquityInEarnings	89	-356	-13	7	3	10
	0,2%	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

iii. Volatilité

L'incertitude qui entoure cette source de résultat peut être appréciée en calculant comme pour le résultat d'exploitation l'écart-type des variations annuelles normées par la valeur des ventes en début de période :

Dans le cas de RENAULT nous avons obtenu les résultats qui suivent :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Var[WS.PretaxEquityInEarnings]/Ventes	-0,82%	0,36%	1,58%	1,46%	2,62%	0,72%
	Moyenne	0,55%	Ecart-type	1,08%		
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Var[WS.PretaxEquityInEarnings]/Ventes	1,18%	-0,92%	-0,06%	0,02%	-0,02%	

Non seulement, le résultat de NISSAN contribue beaucoup à l'EBIT mais il apparaît aussi sur cette période beaucoup moins instable (écart-type de l'ordre de 1% contre 3% pour le résultat d'exploitation).

c. Produits financiers

Les produits financiers sont une des composantes de la rentabilité. Leur rôle est le plus souvent marginal ou passager car l'objet d'une entreprise industrielle ou commerciale n'est pas de réaliser des opérations financières à court terme. Les placements de trésorerie obéissent plus à des nécessités de transaction (obligation de conserver du cash pour faire face aux décalages prévisibles entre encaissements et décaissements), à des soucis de précaution

(détention de liquidités pour faire face à des aléas) ou encore à ce que KEYNES désignait comme des objectifs de spéculation (maintien d'un trésor de guerre pour faire des acquisitions attrayantes).

i. Tendence

Pour fixer le cadre de l'analyse, il convient de préciser d'emblée la tendance générale de l'évolution des produits financiers. Pour RENAULT, ils ont fortement décru entre 1995 et 2006 :

	en 2006	en 1995	Croissance géométrique
WS.InterestIncome	223	568	-8,15%

ii. Ratios par rapport au CA

Pour apprécier la contribution des produits financiers à la rentabilité de l'entreprise, on peut avoir recours au ratio Produits financiers / CA.

Dans le cas de RENAULT, la contribution à la rentabilité est devenue marginale depuis 2002.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.InterestIncome	223	153	496	187	147	258
Interest Income/CA	0,5%	0,4%	1,2%	0,5%	0,4%	0,7%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.InterestIncome	321	300	364	440	443	568
Interest Income/CA	0,8%	0,8%	1,0%	1,4%	1,6%	2,0%

i. Volatilité

L'incertitude qui entoure cette source de résultat peut être appréciée en calculant comme pour le résultat d'exploitation l'écart-type des variations annuelles normées par la valeur des ventes en début de période :

Dans le cas de RENAULT nous avons obtenu les résultats qui suivent :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Var[WS.InterestIncome]/Ventes	0,17%	-0,84%	0,82%	0,11%	-0,31%	-0,16%
	Moyenne	-0,09%	Ecart-type	0,42%		

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Var[WS.InterestIncome]/Ventes	0,06%	-0,17%	-0,24%	-0,01%	-0,45%	

Même si la contribution des produits financiers apparaît en fin de période marginale, le risque est aussi plus faible.

d. Autres produits et charges exceptionnels

Les opérations exceptionnelles peuvent avoir des origines différentes. Il peut s'agir des résultats dégagés à l'occasion de cessions importantes. Cela peut concerner aussi des écritures comptables liées à des opérations non récurrentes. Deux points doivent être abordés lors d'une analyse financière. Premièrement, le montant net de ces charges et produits a-t-il affecté de manière notable le résultat au cours d'un exercice. Si c'est le cas, il est important d'identifier l'opération concernée et d'en éliminer les effets sur le résultat net. Deuxièmement, on peut toujours craindre une certaine habileté des dirigeants de l'entreprise à vouloir lisser le résultat net d'un exercice sur l'autre. Si c'est le cas, le résultat exceptionnel doit être élevé quand le résultat d'exploitation est faible et vice versa. Si on s'intéresse aux variations de ces résultats, elles devraient être négativement corrélées si c'est le cas.

i. Montants nets

L'évaluation pour RENAULT fait apparaître les montants qui suivent :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.OtherIncomeExpenseNet	252	35	-319	188	156	652
WS.ExtraordinaryChargePretax	272	109	255	276	315	368
WS.ExtraordinaryCreditPretax	5	33	0	0	0	0
WS.ExtraItemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	0
Montants nets	-15	-41	-574	-88	-159	284

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.OtherIncomeExpenseNet	-22	-8	-29	253	6	23
WS.ExtraordinaryChargePretax	303	682	244	0	0	0
WS.ExtraordinaryCreditPretax	0	0	16	0	0	0
WS.ExtraItemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	0
Montants nets	-325	-690	-257	253	6	23

ii. Ratios par rapport au CA

Dans le cas de RENAULT, les résultats exceptionnels ne représentent qu'une faible part de l'EBIT, en moyenne -0,3 % du CA.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Montants nets	-0,04%	-0,10%	-1,41%	-0,23%	-0,44%	0,78%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Montants nets	-0,81%	-1,84%	-0,69%	0,80%	0,02%	0,08%

iii. Volatilité

L'incertitude qui entoure cette source de résultat peut être appréciée en calculant comme pour le résultat d'exploitation l'écart-type des variations annuelles normées par la valeur des ventes en début de période :

Dans le cas de RENAULT nous avons obtenu les résultats qui suivent :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Var[Montants nets]/Ventes	0,06%	1,31%	-1,30%	0,20%	-1,22%	1,52%
	Moyenne	-0,04%	Ecart-type	1,13%		
		Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
Var[Montants nets]/Ventes		0,97%	-1,16%	-1,61%	0,88%	-0,06%

iv. Hypothèse de lissage

Par ailleurs, le coefficient de corrélation entre les variations normées du résultat exceptionnel et celles du résultat d'exploitation est égal à -0,619. On peut suspecter l'entreprise de pratique de lissage de ses résultats à la lecture de cette statistique.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
variation normée Montants nets exceptionnels	0,063%	1,309%	-1,295%	0,195%	-1,219%	1,516%
variation normée Operating Income After Depr	-0,629%	-2,635%	2,708%	-0,237%	2,756%	-3,838%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
variation normée Montants nets exceptionnels	0,971%	-1,165%	-1,609%	0,880%	-0,061%	
variation normée Operating Income After Depr	-0,530%	0,767%	5,020%	4,273%	-3,775%	
Corrélation entre variation normée des charges exceptionnelles et celle du résultat d'exploitation	-0,619					

e. Evolution de l'EBIT

Nous analyserons d'abord l'évolution moyenne de l'EBIT pour apprécier ensuite le risque qui entoure ce solde.

i. Tendance

Dans le cas de RENAULT, nous avons calculé le taux de croissance géométrique et l'EBIT grâce aux résultats de NISSAN a connu une croissance flatteuse :

	en 2006	en 1995	Croissance géométrique
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	3 531	790	14,58%

ii. Ratios par rapport au CA

L'amélioration en grande partie due à l'apport de NISSAN est sensible : entre 8,7 et 11,7 % des ventes au lieu d'une fourchette de l'ordre de 2,8 % 5,4 % entre 1995 et 2001 :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	3 531	4 032	4 770	3 339	2 785	1 386
	8,5%	9,8%	11,7%	8,9%	7,7%	3,8%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	2 091	1 459	2 014	1 029	-418	790
	5,2%	3,9%	5,4%	3,2%	-1,5%	2,8%

iii. Volatilité

L'incertitude qui entoure cette source de résultat peut être appréciée en calculant comme pour le résultat d'exploitation l'écart-type des variations annuelles normées par la valeur des ventes en début de période :

Dans le cas de RENAULT nous avons obtenu les résultats qui suivent :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Var[WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes]/Ventes	-1,21%	-1,81%	3,81%	1,52%	3,85%	-1,75%
	Moyenne	0,78%	Ecart-type	3,05%		
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Var[WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes]/Ventes	1,68%	-1,49%	3,11%	5,16%	-4,31%	

L'incertitude qui pèse sur l'évolution du ratio EBIT / Sales et du même ordre de grandeur que celle qui pèse sur l'évolution du ratio Operating Income / Sales (qui en est une composante).

iv. Décomposition des sources de risque

L'incertitude qui entoure L'EBIT peut être décomposée en fonction des 4 sources qui le composent. Le tableau suivant en fournit les éléments :

	Ecart- types	Coefficients de corrélation			
		Résultats d'exploitation	Résultats part. non consol.	Produits financiers	Produits exceptionnels
Résultats d'exploitation	3,07%	1	0,13	0,37	-0,62
Résultats part. non consol.	1,08%	0,13	1	0,21	-0,07
Produits financiers	0,42%	0,37	0,21	1	-0,29
Produits exceptionnels	1,13%	-0,62	-0,07	-0,29	1

Sachant que l'EBIT est égal à la somme de ces 4 composantes de rentabilité, on peut écrire :

$$\frac{\Delta[EBIT]}{Ventes} = \sum_{i=1}^{i=4} \frac{\Delta[Résultat_i]}{Ventes}$$

En notant σ_{EBIT} l'écart-type des taux de variations normées de l'EBIT, $\underline{1}$ le vecteur contenant les 4 écart-types et $\|Cov\|$ la matrice de variance covariance des taux de variations normées, on peut écrire :

$$\sigma_{EBIT}^2 = \underline{1}' \cdot \|Cov\| \cdot \underline{1}$$

Nous définirons la contribution de chaque composante de résultat au risque de l'EBIT à travers le vecteur :

$$\underline{c} = \frac{1}{\sigma_{EBIT}^2} \cdot \|Cov\| \cdot \underline{1}$$

Dans le cas de Renault, le calcul donne les résultats suivants :

$$\underline{c} = \frac{1}{3,05\%^2} \cdot \begin{pmatrix} 1 \cdot 3,07\% \cdot 3,07\% & 0,13 \cdot 3,07\% \cdot 1,08\% & 0,37 \cdot 3,07\% \cdot 0,42\% & -0,62 \cdot 3,07\% \cdot 1,13\% \\ 0,13 \cdot 1,08\% \cdot 3,07\% & 1 \cdot 1,08\% \cdot 1,08\% & 0,21 \cdot 1,08\% \cdot 0,42\% & -0,07 \cdot 1,08\% \cdot 1,13\% \\ 0,37 \cdot 0,42\% \cdot 3,07\% & 0,21 \cdot 0,42\% \cdot 1,08\% & 1 \cdot 0,42\% \cdot 0,42\% & -0,29 \cdot 0,42\% \cdot 1,13\% \\ -0,62 \cdot 1,13\% \cdot 3,07\% & -0,07 \cdot 1,13\% \cdot 1,08\% & -0,29 \cdot 1,13\% \cdot 0,42\% & 1 \cdot 1,13\% \cdot 1,13\% \end{pmatrix} \cdot \begin{pmatrix} 1 \\ 1 \\ 1 \\ 1 \end{pmatrix}$$

$$\underline{c} = \begin{pmatrix} 0,881 \\ 0,172 \\ 0,065 \\ -0,118 \end{pmatrix}$$

Mesurée au niveau de l'EBIT, la répartition des sources de risque est la suivante :

Résultats d'exploitation	88,1%
Résultats part. non consol.	17,2%
Produits financiers	6,5%
Produits exceptionnels	-11,8%

L'exploitation reste la source majeure de risque. Les corrélations faibles (voire négatives pour les éléments exceptionnels) compensent les apports de risque, par ailleurs faibles) des résultats des participations non consolidées, des produits financiers et des éléments exceptionnels.

f. Synthèse

Les résultats en provenance de NISSAN représentent depuis 2002 une part importante de l'EBIT (environ 6 % des ventes pour un EBIT d'environ 10 % des ventes) et RENAULT en est devenu fortement tributaire. Par ailleurs, les produits financiers ont régulièrement diminué jusqu'en 2002 suivant en cela la baisse des taux d'intérêt. Ils ne représentent plus que 0,5% des ventes. Le risque peut être représenté par l'écart-type du ratio Variation annuelle de l'EBIT normée par les ventes qui est de l'ordre de 3%. Il prend sa source principalement dans l'exploitation (88%). Enfin, les éléments exceptionnels révèlent des traces de lissage comptable.

5. La répartition de l'EBIT

A ce stade de l'analyse, il convient d'apprécier comment la politique financière de l'entreprise affecte le compte de résultat. Les deux éléments essentiels sont d'une part les intérêts nés des dettes, d'autre part les impôts payés par l'entreprise sur ses résultats.

a. Charges financières

Pour répondre à cette attente, nous proposons d'apprécier la tendance générale de l'évolution des charges financières, leur poids en proportion des ventes et les risques qu'elles font courir en matière de rentabilité.

i. Tendance

Pour apprécier la tendance générale, il suffit de calculer sur une période suffisamment longue, afin que l'évolution soit

significative, le taux de croissance géométrique des charges financières.

Dans le cas de RENAULT, le calcul donne pour la période 1995-2006 le résultat suivant :

	en 2006	en 1995	Croissance géométrique
WS.InterestExpenseOnDebt	333	489	-3,43%

Les charges financières ont décliné sur la période et ont diminué presque de moitié.

ii. Evolution par rapport au CA

Le ratio charges financières / CA est un ratio très usité pour mettre en évidence le poids de l'endettement sur la rentabilité de l'entreprise. Il peut être comparé au ratio EBIT / CA. Son évolution peut être significative pour expliquer les variations du ratio Résultat net / CA.

Dans le cas de RENAULT, ce ratio est en 2006 de 0,8 % ce qui est très faible en comparaison du ratio de 8,5 % pour l'EBIT / CA. Il est clair qu'en 2006, les charges nées des dettes affectent peu la rentabilité de l'entreprise. Il convient cependant de constater que ce ratio a particulièrement évolué au cours des 11 dernières années. On peut distinguer les années 1995-1999 où il baisse régulièrement, les années 2000-2003 où il est relativement stable autour de 0,9 % et les dernières années où il est très volatil.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.InterestExpenseOnDebt	333	248	518	316	328	366
	0,8%	0,6%	1,3%	0,8%	0,9%	1,0%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.InterestExpenseOnDebt	368	298	315	405	443	489
	0,9%	0,8%	0,8%	1,3%	1,6%	1,7%

iii. Ratios de couverture

Afin d'apprécier la capacité de l'entreprise à supporter ses charges financières sans pour autant dégager des pertes, il est fréquent de calculer le ratio EBIT / Charges financières. Ce ratio, encore appelé ratio de couverture des charges financières, est une mesure utile de risque.

Dans le cas de RENAULT, nous pouvons observer l'évolution suivante :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
EBIT/InterestExpense	10,6	16,3	9,2	10,6	8,5	3,8
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
EBIT/InterestExpense	5,7	4,9	6,4	2,5	-0,9	1,6

Elle traduit une amélioration notable de cet aspect du risque financier de l'entreprise en 2005.

iv. Synthèse

Les charges financières nées des dettes ont diminué jusqu'en 1999 et ont augmenté par la suite pour être au plus bas en 2005. Elles représentent un pourcentage faible du chiffre d'affaires et le ratio de couverture s'est sensiblement amélioré pour atteindre plus de 16 en 2005.

b. La fiscalité

Le compte de résultat fournit une information sur les impôts payés par l'entreprise sur ses résultats. Il suffit de calculer le ratio Impôts / Résultat avant impôts pour obtenir une estimation de la pression fiscale supportée par l'entreprise chaque année. Cette dernière peut différer du taux légal d'imposition des bénéfices du fait de report de pertes, de la présence d'un écart entre le résultat comptable et le résultat fiscalement imposable ou encore de taux différents d'imposition pour des résultats particuliers.

Dans le cas de RENAULT, nous avons obtenu les ratios suivants :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001	Y2000
WS.IncomeBefIncomeTaxes	3 198	3 784	4 252	3 023	2 457	1 020	1 723
WS.IncomeTaxes	255	331	634	510	447	67	649
Poids de la fiscalité	8,0%	8,7%	14,9%	16,9%	18,2%	6,6%	37,7%
	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995	Moyenne	
WS.IncomeBefIncomeTaxes	1 160	1 699	624	-861	301		
WS.IncomeTaxes	620	362	-205	-58	-46		
Poids de la fiscalité	53,5%	21,3%	-32,8%	ns	-15,4%		12,5%

Sur la décennie étudiée, la pression fiscale moyenne reste modérée puisqu'égale à 12,5 %.

c. Poids des actions de préférence

L'ensemble du résultat consolidé ne revient pas aux actionnaires ordinaires du groupe. Il faut en déduire la part qui revient aux actions de préférence (ou actions à dividende prioritaire). Pour apprécier l'importance de son impact, on peut calculer le ratio Dividendes prioritaires/ (Résultat net+Dividendes prioritaires), en ne retenant que les années pour lesquelles les 2 résultats sont de même signe. Pour RENAULT, cette part est nulle car ce financement est inexistant.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001	Y2000
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0	0	0
WS.NetIncome	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051	1 080
Poids des actions de préf.	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns

	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995	Moyenne
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0	
WS.NetIncome	534	1 349	827	-800	326	
Poids des actions de préf.	ns	ns	ns	ns	ns	ns

d. Poids des intérêts minoritaires

L'ensemble du résultat consolidé ne revient pas aux actionnaires de la société qui contrôle le groupe. Il faut en déduire la part qui revient aux intérêts minoritaires. Pour apprécier l'importance, on peut calculer le ratio Résultat intérêts minoritaires/ Résultat net, en ne retenant que les années pour lesquelles les 2 résultats sont de même signe. Pour RENAULT, cette part est pratiquement négligeable (2 % en moyenne).

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001	Y2000
WS.MinorityInterestIncomeStmt	74	86	67	33	54	-98	-6
WS.NetIncome	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051	1 080
Poids des minoritaires	2,5%	2,5%	1,9%	1,3%	2,7%	ns	ns

	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995	Moyenne
WS.MinorityInterestIncomeStmt	5	-12	2	-3	22	
WS.NetIncome	534	1 349	827	-800	326	
Poids des minoritaires	1,0%	ns	0,2%	0,3%	6,2%	2,1%

e. Dynamiques comparées de l'EBIT et du résultat net

Pour conclure, il est intéressant d'apprécier globalement les effets de tous les éléments hors exploitation sur le résultat net, c'est-à-dire les charges et les produits financiers, les impôts, les charges et produits exceptionnels et les intérêts minoritaires. A cette fin, nous proposons de calculer le coefficient de corrélation entre les variations normées par les ventes de l'EBIT et du résultat net. Dans le cas de RENAULT, ce coefficient est égal à 0,94. Il est relativement proche

de 1 et souligne le poids de l'EBIT dans la détermination du résultat net.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001	Y2000
WS.NetIncome	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051	1 080
variation normée	-1,20%	-0,45%	2,85%	1,44%	2,49%	-0,07%	1,45%
	Moyenne	0,70%	Ecart-type	2,68%			
Corrélation entre variation normée de l'EBIT et celle du résultat net	0,94						

	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995	Moyenne M
WS.NetIncome	534	1 349	827	-800	326	
variation normée	-2,19%	1,64%	5,80%	-4,01%		

f. Synthèse

Le poids de la fiscalité reste modéré sur les résultats (8% en 2006). Les charges ou produits exceptionnels affectent relativement peu les résultats en 2006 mais ce n'était pas le cas entre 1999 et 2003. Notons cependant une corrélation négative entre leurs variations normées semblant suggérer une présence de lissage. Dans le cas de Renault, les fluctuations de l'EBIT se retrouvent au niveau de celles du Net Income comme l'atteste le coefficient de corrélation de 0,94 entre les variations de l'EBIT et celles du résultat net.

Chapitre 2 : Analyse du bilan

L'analyse du bilan comporte naturellement 2 parties. La première concerne les actifs détenus par l'entreprise. Elle permet en particulier de mieux comprendre l'outil support de l'activité. La seconde aborde les passifs. Elle a pour objet l'étude des moyens de financement mobilisés par l'entreprise. Elle permet en particulier d'apprécier les rôles respectifs des dettes et des capitaux propres. Tout au long de ce chapitre, nous allons viser 2 objectifs : élaborer un état simplifié qui fournit au lecteur une estimation des grandes masses financières les plus pertinentes, fournir les outils utiles au diagnostic.

1. L'analyse de l'actif

Toute activité nécessite des moyens. En termes comptables, ils recouvrent des entités variées comme les immobilisations, les stocks ou les créances clients pour ne citer que les plus importantes. Aussi, allons-nous regrouper au sein d'une première catégorie tous ces actifs qui contribuent directement à la réalisation de l'exploitation. Nous les désignerons sous le terme de Capitaux Nécessaires à l'Exploitation (CNE) Une entreprise peut pour se développer avoir recours à la croissance externe. En rachetant d'autres sociétés, elle constitue un groupe aux frontières plus ou moins étendues. Les politiques de gestion de ces groupes sont diverses. Dans certains cas, le contrôle est total et la société rachetée est purement et simplement intégrée dans l'ensemble existant. Dans d'autres, les formes de contrôle sont plus souples. Les participations peuvent même être minoritaires. Les entreprises subsistent dans des formes indépendantes. Seuls des liens capitalistiques et des échanges de toutes sortes les unissent. Nous nous intéresserons dans une deuxième section à ces participations minoritaires qui ne font pas l'objet d'une consolidation au sein des comptes du groupe mais qui prolongent son activité et nous les désignerons comme les titres des participations minoritaires. Dans une troisième section, nous aborderons les actifs financiers qui sont source de revenus spécifiques pour l'entreprise et qui jouent un rôle particulier dans le cadre de leur stratégie financière. Nous les désignerons sous le terme d'actifs financiers. Nous désignerons la somme de ces trois types d'emplois de fonds comme les Capitaux Employés Totaux (CET). Enfin, nous regrouperons dans une quatrième et dernière section, un ensemble d'autres actifs qui ne peuvent pas être directement rattachés à l'une des catégories précédentes.

Dans le cadre de RENAULT, les Capitaux Nécessaires à l'Exploitation, les Titres des participations minoritaires, les Actifs

Financiers et Capitaux Employés Totaux seront détaillés dans ce qui suit. Ils se répartissent ainsi sur la période étudiée :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Capitaux Nécessaires à l'Exploitation	19 641	18 822	14 774	13 189	12 659	12 146
Titres des participations minoritaires	12 943	12 452	10 223	9 113	8 153	7 208
Actifs Financiers	9 070	9 216	7 475	6 825	5 361	4 319
Capitaux Employés Totaux	41 654	40 490	32 472	29 127	26 173	23 673
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Capitaux Nécessaires à l'Exploitation	15 409	12 631	11 760	11 799	11 717	11 809
Titres des participations minoritaires	6 262	4 905	284	292	557	570
Actifs Financiers	4 433	4 245	7 860	6 240	7 152	8 203
Capitaux Employés Totaux	26 104	21 780	19 904	18 331	19 426	20

a. Les capitaux nécessaires à l'exploitation

Une entreprise a généralement besoin pour réaliser son activité d'immobilisations (bâtiments, équipements, brevets, marques ...) et de stocks (sauf s'il s'agit d'une entreprise de services). Par ailleurs, ses relations commerciales sont sources de crédits accordés à ses clients ou obtenus de ses fournisseurs. Nous allons détailler chacune de ces catégories et proposerons en conclusion quelques mesures synthétiques.

i. Les immobilisations nettes liées à l'exploitation

La plus grande évolution dans les comptes des grandes entreprises françaises au cours des années 90 a été la part croissante dans les immobilisations des éléments incorporels. Traditionnellement, les immobilisations les plus importantes étaient celles qualifiées de corporelles, c'est-à-dire des biens qui ont une existence physique : des terrains, des bâtiments, des machines, des matériels divers. A la fois, du fait des mutations de l'économie mais aussi des changements de pratique comptable, on a vu apparaître de manière conséquente des immobilisations qualifiées d'immatérielles. Il s'agit par exemple des brevets, des marques commerciales qui sont tout aussi importants pour la réalisation d'une activité et la génération de profits.

1. Immobilisations corporelles

Les bilans nous fournissent trois informations pour ces immobilisations : leur montant brut, la somme des amortissements réalisés et enfin par différence leur montant net. Théoriquement, si les méthodes comptables sont sincères, l'amortissement doit tenir compte de la réelle dépréciation de ces biens. Aussi, le montant net devrait proposer une « juste valeur » des immobilisations détenues. Comme l'appréciation de cette « juste valeur » est délicate et en tout état de cause n'a pas de solution unique objective, il est courant de formuler des conseils de prudence lorsqu'on lit et interprète des données comptables concernant les immobilisations. Il n'en demeure pas moins que c'est le montant net qui sera retenu tout au long de l'analyse.

Dans le cas de RENAULT, nous avons les éléments suivants :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.LandAndImprovCostPPE	645	612	503	465	393	344
WS.AccumDepreciationLandAndImprvmnt	0	0	0	0	0	0
	645	612	503	465	393	344
WS.BuildingsCostPPE	5 422	5 200	4 124	4 014	3 981	4 059
WS.AccumDepreciationBuildings	2 304	2 228	2 083	1 979	1 843	1 861
	3 118	2 972	2 041	2 035	2 138	2 198
WS.MachAndEquipCostPPE	19 280	18 863	17 755	16 371	15 583	14 463
WS.AccumDepreciationMachAndEquip	13 407	12 621	11 851	10 545	9 814	9 230
	5 873	6 242	5 904	5 826	5 769	5 233
WS.OtherCostPPE	830	970	1 012	1 310	1 527	3 319
WS.AccumDepreciationOtherPPE	694	777	838	940	1 011	1 077
	136	193	174	370	516	2 242
WS.TransportationEquipCostPPE	2 308	2 240	634	467	379	0
WS.AccumDepreciationTransportEquip	632	654	131	102	99	0
	1 676	1 586	503	365	280	0
WS.UnderCapitalizedLeasesPPE	0	0	0	0	0	0
WS.AccumAmortUnderCapitalLeases	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0
WS.LeasesCostPPE	0	0	0	0	1 166	282
WS.AccumDepreciationLeases	0	0	0	0	0	77
	0	0	0	0	1 166	205
OtherPropPlantEquipGross	1 718	1 086	1 470	1 331	0	0
OtherAccumDepreciation	0	0	0	0	0	0
	1 718	1 086	1 470	1 331	0	0
WS.TotalPropPlantEquipNet	13 166	12 691	10 595	10 392	10 262	10 222

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.LandAndImprovCostPPE	416	325	331	327	307	290
WS.AccumDepreciationLandAndImprvmt	0	0	0	0	0	0
	416	325	331	327	307	290
WS.BuildingsCostPPE	4 413	3 986	3 984	3 955	3 608	3 474
WS.AccumDepreciationBuildings	2 112	1 957	1 976	1 875	1 672	1 520
	2 301	2 030	2 007	2 080	1 935	1 953
WS.MachAndEquipCostPPE	15 243	14 288	13 981	14 112	12 589	11 842
WS.AccumDepreciationMachAndEquip	9 909	9 355	9 024	8 999	8 163	7 530
	5 334	4 933	4 956	5 113	4 426	4 312
WS.OtherCostPPE	3 234	2 857	2 639	2 594	2 738	2 430
WS.AccumDepreciationOtherPPE	1 298	1 194	1 135	1 154	1 007	953
	1 936	1 663	1 505	1 440	1 732	1 477
WS.TransportationEquipCostPPE	0	0	0	0	0	0
WS.AccumDepreciationTransportEquip	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0
WS.UnderCapitalizedLeasesPPE	0	1 387	393	430	438	459
WS.AccumAmortUnderCapitalLeases	0	494	144	155	164	171
	0	893	250	274	274	288
WS.LeasesCostPPE	1 547	0	0	0	0	0
WS.AccumDepreciationLeases	533	0	0	0	0	0
	1 014	0	0	0	0	0
OtherPropPlantEquipGross	0	-0	0	0	-0	-0
OtherAccumDepreciation	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0
WS.TotalPropPlantEquipNet	11 001	9 843	9 050	9 235	8 675	8 320

Les immobilisations corporelles ont augmenté sur la période de 4,26%.

2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles regroupent fréquemment deux types d'éléments. D'une part, nous avons des actifs immatériels bien identifiés, comme des brevets, des marques, des fonds de commerce, des permis miniers ... Tous ces éléments sont indispensables à la vie de l'entreprise et de plus, ils sont le plus souvent directement cessibles. D'autre part, on trouve aussi dans ces lignes ce qui est désigné comme goodwill. Il s'agit de la différence entre les valeurs de sociétés contrôlées par le groupe telle qu'elles apparaissent dans leurs bilans et leurs justes valeurs estimées par la comptabilité du groupe. Ces dernières peuvent être différentes des premières car elles tiennent compte des capacités de ces entreprises à générer des bénéfices au profit du groupe.

Dans le cas de RENAULT, on peut observer une augmentation très élevée de ces éléments depuis 2002. Ceci est certainement plus la conséquence d'un changement de politique comptable que d'un changement réel de l'entreprise. L'image est ainsi sensiblement modifiée. Il faudra en tenir compte dans les comparaisons inter temporelles.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.Intangibles	3 422	2 972	1 969	1 394	905	303
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.Intangibles	325	187	85	91	54	56

3. Total Immobilisations d'exploitation

Au total les immobilisations d'exploitation ont augmenté de 6,41 % dans le cas de RENAULT mais cette croissance est en partie due à l'apparition d'immobilisations incorporelles importantes qui étaient absentes des comptes quelques années auparavant.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Total Immobilisations d'exploitation	16 588	15 663	12 564	11 786	11 167	10 525
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Total Immobilisations d'exploitation	11 326	10 030	9 135	9 326	8 729	8 376

Afin d'apprécier l'importance de ces immobilisations d'exploitation, il est intéressant de mesurer leur part relative au sein de l'actif comptable de l'entreprise. En effet, cette proportion dépend du type d'activité : importante pour une industrie lourde, négligeable pour une entreprise de services. Elle guidera l'analyste dans ses interrogations futures. Dans le premier cas, il conviendra de regarder très précisément comment évoluent l'investissement et la gestion des capacités de production. Dans le second cas, ces informations ne joueront qu'un rôle très secondaire.

Une statistique complémentaire très utile est fournie par le taux de rotation par rapport aux ventes. Dans les secteurs peu capitalistiques, la rotation est très élevée : les ventes réalisées par euro immobilisé sont importantes. Là, les immobilisations n'occupent pas une place primordiale dans la politique financière de l'entreprise. Ceci n'est pas le cas dans les secteurs où la rotation est faible car les montants immobilisés sont élevés au regard des ventes.

Le calcul d'un ratio de rotation pose un problème pratique particulier. La valeur au bilan est donnée à une date particulière, en général le 31 décembre. Le montant des ventes au Compte de résultat concerne une période, généralement une année. Dès lors, il faut choisir une convention pour rapprocher ces quantités qui sont mesurées différemment dans le temps. **Dans ce qui suit, nous**

adopterons la convention généralement usitée dans tous les modèles d'évaluation, à savoir nous rapporterons les valeurs de flux (ventes ou encore résultat d'exploitation) à la valeur des capitaux mesurée en début de période. Ainsi, le montant des ventes de 1995 sera, par exemple, rapporté à des valeurs du bilan de 1994.

Dans le cas de RENAULT, on peut remarquer qu'en dépit de l'apparition d'immobilisations incorporelles, la place des immobilisations a décru par rapport au total de l'actif entre 1995 et 1999. Ceci doit être mis en perspective avec les politiques de sous-traitance et la moindre intégration des activités de production.

Proportion par rapport aux Capitaux Employés Totaux						
	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Proportion par rapport aux CET	27,4%	26,0%	24,0%	24,2%	25,4%	26,0%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Proportion par rapport aux CET	27,2%	27,2%	30,3%	34,3%	31,7%	30,0%

La rotation des ventes est plus surprenante. Pour une entreprise industrielle, elle apparaît relativement élevée, supérieure à 3. Elle souligne ici le fait que RENAULT est plus « un concepteur de voitures » qu'un producteur de voitures. Son activité a dû profondément changé au cours de cette décennie. La statistique serait encore plus tranchée s'il n'y avait pas eu l'augmentation des immobilisations incorporelles.

Rotation par rapport aux ventes						
	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.Sales à venir		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
Rotation par rapport aux ventes de l'exercice suivant		2,7	3,3	3,5	3,4	3,5
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.Sales à venir	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
Rotation par rapport aux ventes de l'exercice suivant	3,2	4,0	4,1	4,0	3,6	3,4

ii. Les stocks

La nature des stocks est fonction de l'activité de l'entreprise. Dans le cas d'une entreprise industrielle, il convient de distinguer les stocks de produits finis, ceux de produits en cours et enfin ceux de matières premières. Lorsque l'activité de l'entreprise est purement commerciale, les stocks sont composés essentiellement de marchandises. Enfin, les stocks sont quasiment inexistants dans les entreprises de services.

L'évolution des stocks dépend principalement de deux composantes : le niveau d'activité et la qualité de la gestion. Pour apprécier ces deux éléments, l'instrument d'analyse financière utile est le ratio de rotation. Il est obtenu en divisant le montant du stock considéré par le chiffre d'affaires moyen journalier, c'est-à-dire le montant des ventes annuelles divisé par 365. Le résultat est exprimé en nombre de jours. Il ne doit pas pour autant s'interpréter comme une mesure précise de la durée de stockage. En effet, même pour les produits finis, ce n'est pas le cas. Les produits en stocks sont valorisés en coût de revient, les produits vendus en prix de vente. Le numérateur et le dénominateur de la fraction n'étant pas homogènes, la durée n'est pas une durée réelle mais c'est un indicateur utile sur la période. S'il augmente, cela traduit une détérioration relative et vice versa.

S'il y a lieu, il convient de distinguer ces stocks par catégorie et de procéder au calcul des ratios de rotation. Dans le cas de RENAULT, nous avons l'évolution suivante :

1. Produits finis

La gestion des stocks de produits finis n'a pas connu d'évolution favorable au cours de ces dernières années. Au contraire, les statistiques sont moins favorables en fin de période en comparaison de celles de début de période.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.FinishedGoods	3 892	4 390	3 853	3 620	3 550	3 491
WS.Sales en N+1		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
Rotation par rapport aux ventes/jour		39	34	32	35	35
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.FinishedGoods	4 032	3 375	2 772	2 544	2 318	2 016
WS.Sales en N+1	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
Rotation par rapport aux ventes/jour	40	31	27	25	27	26

2. Produits en cours

La gestion des stocks de produits en cours a évolué favorablement au cours de ces dernières années. Le ratio traduit un raccourcissement des processus de production.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.WorkInProgressExclProgPmts	370	420	332	401	442	437
WS.Sales en N+1		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
Rotation par rapport aux ventes/jour		4	3	4	4	4
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.WorkInProgressExclProgPmts	701	573	512	496	418	447
WS.Sales en N+1	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
Rotation par rapport aux ventes/jour	7	5	5	5	5	6

3. Matières Premières

Les stocks de matières premières restent limités en importance et il est difficile de dégager la moindre tendance sur la période concernée au niveau de la rotation.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.RawMaterials	1 052	1 052	957	851	788	904
WS.Sales en N+1		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
Rotation par rapport aux ventes/jour		9	8	8	8	9
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.RawMaterials	1 263	921	738	673	566	606
WS.Sales en N+1	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
Rotation par rapport aux ventes/jour	13	8	7	7	7	8

4. Stocks totaux

Globalement, les stocks de produits finis pesant le plus lourdement, la rotation des stocks apparaît moins bonne en 2005 qu'en 1995.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.TotalInventories	5 314	5 862	5 142	4 872	4 780	4 832
WS.Sales en N+1		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
Rotation par rapport aux ventes/jour		52	45	44	46	49
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.TotalInventories	5 996	4 870	4 022	3 713	3 303	3 069
WS.Sales en N+1	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
Rotation par rapport aux ventes/jour	60	44	39	36	38	40

iii. Les créances clients

Les créances clients représentent un emploi de fonds important pour les entreprises. En effet, il est nécessaire la plupart du temps d'accorder des délais de règlement à ses clients. Ceci est d'autant plus vrai pour les entreprises industrielles qui vendent essentiellement à d'autres. Par exemple, pour RENAULT, les ventes d'automobiles se réalisent soit auprès de professionnels (loueurs) soit à travers des sociétés de concession.

Cependant, dans le cas de Renault, nous devons distinguer les créances clients liées à l'activité de crédit et celles liées à ses activités commerciales automobiles. Les créances clients provenant de l'activité financière sont en partie à plus d'un an et figurent en tant que telles au bilan. Elles sont aussi en partie à moins d'un an et doivent être distinguées du crédit client provenant de l'activité automobile.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Sales financing receivables	18 966	19 704	19 807	19 614	17 872	16 845
WS.LTRReceivables	9 431	9 798	10 692	9 874	8 417	7 765
ST Reveivables Financing Division	9 535	9 906	9 115	9 740	9 455	9 080
WS.TotalReceivables	14 658	14 991	13 417	13 468	13 100	13 115
ST Reveivables Financing Division	9 535	9 906	9 115	9 740	9 455	9 080
TotalReceivables Auto Trade	5 123	5 085	4 302	3 728	3 645	4 035
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Sales financing receivables	15 513	15 110	10 205	8 886	8 092	7 306
WS.LTRReceivables	7 690	7 746	5 075	4 419	4 024	3 633
ST Reveivables Financing Division	7 823	7 364	5 131	4 468	4 068	3 673
WS.TotalReceivables	13 763	12 497	10 040	8 702	8 309	8 484
ST Reveivables Financing Division	7 823	7 364	5 131	4 468	4 068	3 673
TotalReceivables Auto Trade	5 940	5 133	4 909	4 234	4 240	4 811

Pour apprécier l'évolution du poste crédits clients, on peut faire usage du ratio Créances Clients / Ventes moyennes par jour. Cette statistique ne doit pas être considérée comme une mesure du délai effectif de règlement. En effet, les ventes sont exprimées hors taxes alors que les créances sont TTC. Cependant, la tendance qui se dégage au niveau de ce ratio peut être significative. Elle indique l'intensité des contraintes qu'affronte l'entreprise. Si le ratio s'élève, ceci signifie que l'entreprise doit accorder en moyenne des délais plus longs ou qu'elle s'adresse de plus en plus à une clientèle plus exigeante dans le domaine.

En ce qui concerne RENAULT, la tendance est à l'amélioration, même si le dernier ratio est moins favorable.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
TotalReceivables Auto Trade	5 123	5 085	4 302	3 728	3 645	4 035
WS.Sales en N+1		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
Rotation par rapport aux ventes/jour		45	38	33	35	41
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
TotalReceivables Auto Trade	5 940	5 133	4 909	4 234	4 240	4 811
WS.Sales en N+1	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
Rotation par rapport aux ventes/jour	60	47	48	42	49	63

iv. Total des capitaux nécessaires à l'exploitation

Pour conclure cette partie consacrée aux capitaux nécessaires à l'exploitation, il convient d'en apprécier l'évolution globale. A cette fin, nous allons nous référer un concept primordial en analyse financière, celui de besoins en fonds de roulement.

Quand on considère le cycle d'exploitation d'une entreprise, il se traduit par une succession de processus : achat, stockage, production, stockage, vente. Chaque processus introduit des délais de réalisation. Ces délais peuvent être physiques : délais de stockage ou de production. Ces délais peuvent être financiers : délais de règlement des ventes par les clients mais aussi délais de règlement des achats aux fournisseurs. Chacun de ces délais influe sur les besoins en capitaux de l'entreprise. Il faut financer les biens en stocks, les créances clients ... D'un autre côté, le crédit fournisseur vient alléger les contraintes de trésorerie.

Aussi, a-t-on l'habitude de regrouper tous ces éléments en une seule mesure. Nous poserons l'égalité suivante : besoins en fonds de roulement = stocks + créances clients – dettes fournisseurs. Il s'agit d'une mesure réduite du besoin en fonds de roulement mais qui suffira à ce stade de l'analyse. Nous reviendrons sur ce concept dans les chapitres suivants. Nous allons de cette analyse considérer le crédit fournisseur non comme un élément du passif mais comme un élément négatif de l'actif ce qui ne change pas, bien évidemment, l'égalité algébrique du total de l'actif et du total du passif.

Dans le cas de RENAULT, nous avons l'estimation réduite suivante du Besoin en Fonds de Roulement (noté par la suite BFR limité) :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.TotalInventories	5 314	5 862	5 142	4 872	4 780	4 832
TotalReceivables Auto Trade	5 123	5 085	4 302	3 728	3 645	4 035
WS.AccountsPayable	7 384	7 788	7 234	7 197	6 933	7 246
Besoins en Fonds de roulement limité	3 053	3 159	2 210	1 403	1 492	1 621
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.TotalInventories	5 996	4 870	4 022	3 713	3 303	3 069
TotalReceivables Auto Trade	5 940	5 133	4 909	4 234	4 240	4 811
WS.AccountsPayable	7 853	7 402	6 307	5 473	4 555	4 447
Besoins en Fonds de roulement limité	4 083	2 601	2 625	2 473	2 987	3 433

On peut bien évidemment étudier l'évolution du BFR limité relativement à celle des ventes. Pour ce faire, on peut calculer un ratio de rotation par rapport au chiffre d'affaires moyen journalier à venir. Dans le cas de RENAULT, apparaît manifestement une certaine dégradation sur la période.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Besoins en Fonds de roulement limité	3 053	3 159	2 210	1 403	1 492	1 621
WS.Sales en N+1		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
Rotation par rapport aux ventes/jour		28	20	13	15	16
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Besoins en Fonds de roulement limité	4 083	2 601	2 625	2 473	2 987	3 433
WS.Sales en N+1	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
Rotation par rapport aux ventes/jour	41	24	25	24	34	45

Enfin, on peut regrouper l'ensemble de tous les actifs d'exploitation, c'est-à-dire les immobilisations et le BFR limité. C'est une mesure de l'outil industriel et commercial mobilisé par l'entreprise. Pour l'apprécier, nous proposons en premier lieu de procéder au calcul des taux de variation, de leur moyenne et de leur écart-type afin d'apprécier la dynamique des actifs d'exploitation. Dans le cas de RENAULT, on peut constater une hausse rapide des actifs d'exploitation en 2005 mais exceptionnelle. Par ailleurs, cette augmentation est loin d'être régulière. La variabilité est relativement élevée avec un écart-type de 4,61 % des ventes pour une moyenne de 1,86%.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Besoins en Fonds de roulement limité	3 053	3 159	2 210	1 403	1 492	1 621
Immobilisations d'exploitation	16 588	15 663	12 564	11 786	11 167	10 525
Total CNE	19 641	18 822	14 774	13 189	12 659	12 146
Variation des CNE normée	1,98%	9,94%	4,22%	1,46%	1,41%	-8,12%
Moyenne	1,86%			Ecart-type	4,61%	

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Besoins en Fonds de roulement limité	4 083	2 601	2 625	2 473	2 987	3 433
Immobilisations d'exploitation	11 326	10 030	9 135	9 326	8 729	8 376
Total CNE	15 409	12 631	11 760	11 799	11 717	11 809
Variation des CNE normée	7,39%	2,34%	-0,13%	0,30%	-0,33%	

En second lieu, il convient de comparer cette évolution à celle des ventes. Le deuxième ratio de rotation est celui des CNE :

$$\text{Rotation des capitaux nécessaires à l'exploitation} = \frac{\text{Ventes}}{\text{CNE}}$$

Dans le cas de RENAULT, on peut constater que la hausse plus rapide des actifs d'exploitation que celle des ventes aboutit une détérioration de l'intensité capitalistique. Il faut de plus en plus de capitaux pour générer un euro de chiffre d'affaires : entre 45 et 32 centimes entre 2000 et 2006 à comparer avec la fourchette 42 – 31 centimes entre 1999 et 1995. Ceci risque de handicaper les performances de l'entreprise.

Total CNE	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.Sales en N+1	19 641	18 822	14 774	13 189	12 659	12 146
Rotation des CNE		41 528	41 338	40 715	37 525	36 336
1 / Rotation		2,21	2,80	3,09	2,96	2,99
		0,45	0,36	0,32	0,34	0,33
Total CNE	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.Sales en N+1	15 409	12 631	11 760	11 799	11 717	11 809
Rotation des CNE	36 351	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063
1 / Rotation	2,36	3,18	3,20	3,15	2,71	2,38
	0,42	0,31	0,31	0,32	0,37	0,42

En troisième lieu, il est intéressant de regarder parmi tous les capitaux employés par l'entreprise la part de ceux consacrés directement à l'exploitation. Pour des soucis de cohérence, nous calculerons le ratio suivant :

$$\text{Part des capitaux nécessaires à l'exploitation} = \frac{\text{CNE}}{\text{CET}}$$

Dans le cas de RENAULT, si les capitaux nécessaires à l'exploitation ont crû sur la période, leur part relative a diminué. Ceci signifie que d'autres actifs sont devenus de sources récurrentes de profit sur la période et l'exploitation joue de ce fait un rôle moins marqué dans la détermination de la performance finale.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
CNE	19 641	18 822	14 774	13 189	12 659	12 146
CET	41 654	40 490	32 472	29 127	26 173	23 673
Proportion par rapport aux CET	47,2%	46,5%	45,5%	45,3%	48,4%	51,3%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
CNE	15 409	12 631	11 760	11 799	11 717	11 809
CET	26 104	21 780	19 904	18 331	19 426	20 582
Proportion par rapport aux CET	59,0%	58,0%	59,1%	64,4%	60,3%	57,4%

b. Les participations non intégrées dans la consolidation

Les titres non consolidés correspondent aux participations dans lesquelles l'entreprise n'exerce pas un contrôle total. Ces titres sont source de résultats mais ils affectent directement le compte de résultat de l'entreprise, en tant que tels. Aussi, même si ces participations entrent dans la stratégie industrielle ou commerciale de l'entreprise, elles ne peuvent pas être intégrées directement aux actifs d'exploitation puisqu'elles ne génèrent directement aucun produit ou charge d'exploitation. C'est pourquoi nous recommandons de les identifier en tant que telles et d'étudier par rapport aux autres actifs l'évolution de leur part relative.

Dans le cas de RENAULT, cette catégorie est particulièrement importante parce qu'elle recouvre la participation détenue dans NISSAN au sein d'une alliance particulièrement originale. Ces titres représentent en 2006 31% des actifs, soit plus de la moitié des actifs d'exploitation de RENAULT lui-même. Ils étaient inexistantes en 1995.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.InvestmentInUnconsolSubsidiaries	12 943	12 452	10 223	9 113	8 153	7 208
CET	41 654	40 490	32 472	29 127	26 173	23 673
Proportion par rapport aux CET	31,1%	30,8%	31,5%	31,3%	31,2%	30,4%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.InvestmentInUnconsolSubsidiaries	6 262	4 905	284	292	557	570
CET	26 104	21 780	19 904	18 331	19 426	20 582
Proportion par rapport aux CET	24,0%	22,5%	1,4%	1,6%	2,9%	2,8%

c. Les actifs générateurs de produits financiers

Une entreprise peut être conduite pour différentes raisons à détenir des actifs financiers. D'un côté, elle peut maintenir une trésorerie composée principalement de titres investis à court terme et très liquides et de disponibilités bancaires. KEYNES a proposé trois motifs de détention pour une telle trésorerie : motif de transaction (faire face aux inévitables décalages entre recettes et dépenses), motif de précaution (conserver un matelas de sécurité en cas de crise) et motif de spéculation (avoir à sa disposition un trésor de

guerre afin de saisir des opportunités). D'un autre côté, une entreprise peut avoir une activité financière et détenir à plus long terme des actifs financiers. Cette activité peut être occasionnelle (prêt à une filiale) ou régulière (détenion d'une filiale spécialisée dans le crédit). L'ensemble de ces actifs se caractérisent par le fait qu'ils ne contribuent pas directement au résultat d'exploitation mais qu'ils affectent le résultat net via les produits financiers.

v. Les placements de trésorerie

Dans cette catégorie d'actifs, on distingue les placements à court terme et l'encaisse. En termes de diagnostic, seul le montant cumulé des deux est significatif. Dans la mesure où les motifs peuvent être de transaction ou de précaution, il peut être intéressant de calculer le ratio :

$$\frac{\text{Placements de trésorerie}}{\text{Ventes} / 365}$$

Dans le cas de RENAULT, on peut observer que la trésorerie fluctue et qu'elle est à un niveau moyen au début 2005 représentant un peu plus de 60 jours de ventes à venir.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.STInvestments	2 497	4 680	1 709	2 351	1 776	1 800
WS.Cash	6 010	3 601	5 394	4 258	3 354	2 135
WS.CashAndSTInvestments	8 507	8 281	7 103	6 609	5 130	3 935
Proportion en jours de ventes à venir		73	63	59	50	40
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.STInvestments	2 233	2 678	6 236	4 093	5 436	5 917
WS.Cash	1 812	1 046	1 087	1 584	1 107	1 614
WS.CashAndSTInvestments	4 045	3 725	7 323	5 677	6 543	7 532
Proportion en jours de ventes à venir	41	34	71	56	75	98

vi. Autres créances génératrices de produits financiers

Cette catégorie comprend diverses créances à long terme.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.OtherInvestments	563	935	372	216	231	384
Total créances financières à LT	563	935	372	216	231	384
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.OtherInvestments	388	520	537	562	609	671
Total créances financières à LT	388	520	537	562	609	671

vii. Total des actifs générateurs de produits financiers

Il est utile de calculer le total des actifs financiers pour apprécier leur proportion dans l'actif total et l'évolution constatée sur la période.

Dans le cas de RENAULT, ces actifs financiers représentent plus de 20% des actifs. Même si leur poids a décliné, du fait de l'apparition de la participation dans NISSAN, ils restent considérables.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Total des actifs financiers	9 070	9 216	7 475	6 825	5 361	4 319
Proportion par rapport aux CET	21,8%	22,8%	23,0%	23,4%	20,5%	18,2%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Total des actifs financiers	4 433	4 245	7 860	6 240	7 152	8 203
Proportion par rapport aux CET	17,0%	19,5%	39,5%	34,0%	36,8%	39,9%

d. Les autres actifs

Au terme de l'étude des actifs, il reste quelques rubriques qui ne peuvent pas être rattachées facilement à l'une des trois catégories précédentes. Nous les regroupons en fin de tableau. Elles concernent principalement dans le cas de RENAULT des régularisations de charges et les montants restent modestes.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.OtherAssets	376	0	47	55	43	21
WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0	0
WS.PrepaidExpenseInclTaxes	148	120	422	449	422	394
Total autres actifs	524	120	469	504	465	415
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.OtherAssets	25	24	24	31	30	29
WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0	0
WS.PrepaidExpenseInclTaxes	559	400	430	1 408	458	428
Total autres actifs	584	424	454	1 439	488	457

2. L'analyse du passif

Une entreprise ne peut exister au plan financier que si elle bénéficie des apports de capitaux de bailleurs de fonds externes. Dans tous les cas, ces bailleurs de fonds comprennent les actionnaires qui contribuent aux fonds propres de l'entreprise. Elle peut faire appel éventuellement à des prêteurs : banques, investisseurs en emprunts obligataires ou en billets de trésorerie. L'entreprise recourt alors à l'endettement. D'autres formes plus élaborées de financement peuvent être utilisées. Elles s'apparentent plutôt à la dette

(opérations de crédit-bail), plutôt aux capitaux propres (actions de préférence) ou encore aux deux (obligations convertibles). L'analyse du passif vise à comprendre les apports des uns et des autres et à caractériser la politique financière suivie par l'entreprise. Il convient dans un premier temps de mesurer l'étendue de ces financements. Ils doivent être suffisants pour financer les actifs, une fois les crédits fournisseurs décomptés ainsi qu'un certain nombre d'autres ressources qui ne peuvent être considérées comme provenant des bailleurs de fonds. Nous commencerons par les recenser afin de disposer d'une évaluation globale des sommes revenant aux bailleurs de fonds.

a. Les divers passifs qui ne sont pas associés à des bailleurs de fonds particuliers et auxquels il est difficile de rattacher un élément de coût explicite au plan comptable

Il s'agit d'éléments de passif correspondant à des décalages de trésorerie particuliers, comme des impôts à payer, des dividendes à payer, des régularisations de charges à payer. Certains analystes les incorporent dans une définition élargie du besoin en fonds de roulement. Cependant, leur lien avec le cycle d'exploitation n'est pas toujours évident. C'est pourquoi nous préférons quant à nous les isoler au sein de cette rubrique. Nous trouverons aussi des produits encaissés par avance mais qu'il conviendra d'intégrer dans les comptes de résultat à venir. Enfin, figurent ici un certain nombre de provisions pour risques et charges qui se traduiront vraisemblablement à terme par des décaissements. Le dénominateur commun de tous ces postes est le fait qu'ils correspondent à des avantages de trésorerie (décaissements différés ou encaissements avancés) et qu'ils ne génèrent aucun coût financier explicite (pas d'intérêts à régler).

Dans le cas de RENAULT, nous avons identifié les éléments suivants :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.NonEquityReserves	0	0	0	0	0	0
WS.ProvisionForRisksAndCharges	1632	1 754	2 197	2 216	2 145	2 755
WS.UnappropriatedReserves	0	0	0	0	0	0
WS.DeferredIncome	0	0	680	685	718	837
WS.DeferredTaxesBalSht	13	-78	-231	-443	-648	-973
WS.OtherLiabilities	428	516	0	0	0	0
WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCurrentLiabilities	6896	6 940	5 653	5 240	5 157	3 803
WS.IncomeTaxesPayable	617	646	1 046	900	855	866
WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0	0
WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0	0
Total	9 586	9 778	9 345	8 598	8 227	7 288
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.NonEquityReserves	0	0	0	0	0	0
WS.ProvisionForRisksAndCharges	3 830	3 897	3 159	2 958	2 506	2 107
WS.UnappropriatedReserves	0	0	0	0	0	0
WS.DeferredIncome	573	474	571	483	623	463

WS.DeferredTaxesBalSht	-1 125	-1 482	-1 059	-735	-401	-227
WS.OtherLiabilities	0	0	0	0	0	0
WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCurrentLiabilities	4 791	4 480	2 509	2 227	2 216	2 137
WS.IncomeTaxesPayable	796	786	1 231	912	478	473
WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0	0
WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0	0
Total	8 865	8 155	6 411	5 846	5 421	4 952

Pour exploiter cette information, il convient d'en faire la différence avec les autres actifs.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Total autres passifs	9 586	9 778	9 345	8 598	8 227	7 288
Total autres actifs	524	120	469	504	465	415
Passifs nets non associés à un bailleur de fonds	9 062	9 658	8 876	8 094	7 762	6 873
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Total autres passifs	8 865	8 155	6 411	5 846	5 421	4 952
Total autres actifs	584	424	454	1 439	488	457
Passifs nets non associés à un bailleur de fonds	8 281	7 731	5 957	4 407	4 933	4 495

Une autre information à ce stade doit être mise en évidence, il s'agit du montant des capitaux apportés par les bailleurs de fonds. Il est obtenu par différence entre les capitaux employés totaux et ce dernier solde.

Capitaux investis par les bailleurs de fonds =

Capitaux Employés Totaux - Passifs nets non associés à un bailleur de fonds

Enfin, il est souvent utile de rapprocher les capitaux investis par les bailleurs de fonds générateurs de coûts et les mesures des emplois, sources de rentabilité : capitaux nécessaires à l'exploitation, participations non consolidées et actifs financiers. Leur rapport mesure ce que nous désignerons par le levier lié aux décalages comptables.

$$\text{Lever lié aux décalages comptables} = \frac{\text{Passifs nets non associés à un bailleur de fonds}}{\text{Capitaux investis par les Bailleurs de Fonds}}$$

Dans le cas de RENAULT, nous obtenons les valeurs qui suivent :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Passifs nets non associés à un bailleur de fonds	9 062	9 658	8 876	8 094	7 762	6 873
CET	41 654	40 490	32 472	29 127	26 173	23 673
Proportion par rapport aux CET	21,8%	23,9%	27,3%	27,8%	29,7%	29,0%
Montant des capitaux investis par les bailleurs de fonds	32 592	30 832	23 596	21 033	18 411	16 800
Lever lié aux décalages comptables	0,28	0,31	0,38	0,38	0,42	0,41

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Passifs nets non associés à un bailleur de fonds	8 281	7 731	5 957	4 407	4 933	4 495
CET	26 104	21 780	19 904	18 331	19 426	20 582
Proportion par rapport aux CET	31,7%	35,5%	29,9%	24,0%	25,4%	21,8%
Montant des capitaux investis par les bailleurs de fonds	17 823	14 049	13 946	13 924	14 493	16 086
Levier lié aux décalages comptables	0,46	0,55	0,43	0,32	0,34	0,28

En moyenne, la part de ces financements a peu évolué sur la période. Mais, leur variabilité peut influencer sur les taux de rentabilité comptables des capitaux investis par les bailleurs de fonds.

b. Les dettes financières ou financements équivalents

L'entreprise peut assurer son financement en partie par dettes. Ces dernières peuvent être à long terme ou à court terme. Il est intéressant de suivre leur répartition afin d'apprécier la politique de financement de l'entreprise. Les dettes à court terme peuvent présenter l'avantage d'être moins onéreuses (taux d'intérêt plus faible) mais exposent l'entreprise à des risques plus élevés : exigibilité plus grande et exposition aux fluctuations des taux d'intérêt. Enfin, l'entreprise peut compléter sa palette de financements en recourant au crédit-bail ou leasing. Ces contrats sont très voisins des contrats de dettes. En effet, ils exposent l'entreprise à des décaissements obligatoires : des loyers qui se comparent aux annuités d'emprunt.

i. Les dettes à LMT financières

Dans le cas de RENAULT, les dettes à long terme ont fortement augmenté entre 1995 et 2004. 2005 a été une année marquée par une forte diminution. Les dettes à long et moyen terme ne représentent plus que moins de 18 % des dettes totales.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.LTDebtExclCapitalizedLeases	5 430	5 901	16 115	15 158	11 557	8 621
Proportion par rapport aux dettes financières	17,9%	19,1%	58,7%	55,8%	47,2%	36,7%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.LTDebtExclCapitalizedLeases	8 655	6 930	5 083	4 689	3 950	3 985
Proportion par rapport aux dettes financières	37,2%	34,1%	32,5%	30,4%	23,9%	24,3%

ii. Les engagements de crédit bail

Les données disponibles ne fournissent aucune information concernant les engagements de crédit-bail. Le fait que les valeurs soient nulles ne signifie pas nécessairement que l'entreprise n'utilise pas ce mode de financement. Il est possible que la base de données financières ne soit pas assez précise et que ces engagements aient été regroupés avec les autres dettes financières ou pire ignorés (dans ce cas, les immobilisations correspondant à ces contrats manquent à l'actif).

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.DebtCapitalizedLeaseObligations	0	0	0	0	0	0
Proportion par rapport aux dettes financières	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.DebtCapitalizedLeaseObligations	0	0	0	0	0	0
Proportion par rapport aux dettes financières	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

iii. Les dettes financières à CT

Les dettes financières à court terme sont restées relativement stables de 1995 à 2004. Elles ont augmenté fortement en 2005. Ceci traduit un choix de la direction financière de RENAULT d'utiliser de manière plus agressive l'endettement à court terme et de bénéficier de taux très bas.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.STDebtAndCurPortLTDebt	24 927	24 974	11 353	12 024	12 928	14 870
Proportion par rapport aux dettes financières	82,1%	80,9%	41,3%	44,2%	52,8%	63,3%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.STDebtAndCurPortLTDebt	14 642	13 414	10 547	10 747	12 568	12 403
Proportion par rapport aux dettes financières	62,8%	65,9%	67,5%	69,6%	76,1%	75,7%

iv. Total des dettes financières

Au-delà des choix conjoncturels que peut faire l'entreprise entre dettes à court terme et dettes à long terme, l'information la plus importante est encore l'évolution du total des dettes. Pour mener à bien l'étude, nous devons tenir compte ici du fait qu'une partie des dettes financières concernent le refinancement des activités de crédit. Comme nous avons neutralisé cette activité à l'actif, en considérant que les créances étaient entièrement refinancées, nous devons également neutraliser le montant de ces dettes afin de faire apparaître celles liées aux activités traditionnelles de Renault.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Total des dettes financières	30357	30 875	27 468	27 182	24 485	23 491
Total des refinancements de crédit	18 966	19 704	19 807	19 614	17 872	16 845
Total net des dettes financières	11 391	11 171	7 661	7 568	6 613	6 646
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Total des dettes financières	23 297	20 344	15 630	15 437	16 518	16 388
Total des refinancements de crédit	15 513	15 110	10 206	8 887	8 092	7 306
Total net des dettes financières	7 784	5 234	5 424	6 550	8 426	9 081

Pour l'étude l'évolution de ces dettes, nous proposons les outils habituels. Le calcul d'un taux de croissance géométrique donne la tendance générale. L'écart-type des taux de variation annuelle souligne la régularité ou l'absence de régularité de cette évolution. Un écart-type élevé souligne le rôle d'ajustement que peut jouer l'endettement : périodes de vive croissance en cas de besoins de fonds, diminution lorsque la situation de trésorerie s'améliore.

Cette analyse doit être complétée par le calcul du ratio :

$$\frac{\text{Total des dettes financières}}{\text{Capitaux apportés par les bailleurs de fonds}}$$

Ce dernier permet d'apprécier pleinement l'importance des dettes dans le financement de l'entreprise. Des valeurs élevées signalent une fragilité financière.

Dans le cas de RENAULT, on peut observer que les dettes (hors refinancement des crédits) sont passées de 9 081 millions d'euros en 1995 à 11 391 en 2006, soit une croissance moyenne géométrique de 2,08 %. Cette augmentation a été loin d'être régulière. L'écart-type des variations annuelles normées par les ventes s'élève à 4,45 %. Les dettes augmentent par à-coups. Enfin, même si la situation s'est détériorée en 2005, les dettes sont modérées chez RENAULT. Elles représentent 34,9 % des capitaux externes apportés par les bailleurs de fonds. Cette constatation doit être relativisée par le fait que nous ne tenons pas compte de l'activité particulière de Renault comme établissement financier. Nous reviendrons sur ce point au chapitre 4.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Total net des dettes financières	11 391	11 171	7 661	7 568	6 613	6 646
Variation normée par les ventes	0,5%	8,6%	0,2%	2,6%	-0,1%	-2,8%
	Moyenne	0,25%		Ecart-type		4,45%
Part des dettes dans les capitaux apportés par les bailleurs de fonds	34,9%	36,2%	32,5%	36,0%	35,9%	39,6%

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Total net des dettes financières	7 784	5 234	5 424	6 550	8 426	9 081
Variation normée par les ventes	6,8%	-0,5%	-3,6%	-6,7%	-2,3%	
Part des dettes dans les capitaux apportés par les bailleurs de fonds	43,7%	37,3%	38,9%	47,0%	58,1%	56,5%

c. Les capitaux propres ou rattachés

L'entreprise obtient l'essentiel de ses fonds propres soit auprès des actionnaires du groupe, soit par autofinancement en affectant une partie de ses bénéfices en réserve. Il existe par ailleurs d'autres sources de fonds qui s'apparentent aux fonds propres. Par exemple, les actionnaires minoritaires de sociétés filiales consolidées au sein du groupe contribuent au financement stable de l'ensemble. Enfin, l'ingénierie financière apporte parfois des solutions de financement originales à l'aide d'instruments comme les actions de préférence ou d'autres que l'on peut qualifier de quasi fonds propres.

viii. Les fonds propres

Les capitaux propres de l'entreprise comprennent le capital social (Common Stock), les bénéfices mis en réserve, les primes d'émission et un certain nombre de constatations de variations de valeur enregistrées par la comptabilité. Par ailleurs, si l'entreprise détient certaines de ses actions, elles viennent en déduction des capitaux propres.

L'étude de l'évolution du capital social permet de mettre en évidence les augmentations de capital. Dans le cas de RENAULT, elles sont été très limitées. Par ailleurs, les capitaux propres ont fortement augmenté sur la décennie +10,84% de taux moyen géométrique annuel. Leur part est passée de 41,5% à 63,6 % par rapport au total des capitaux apportés par les bailleurs de fonds.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.CommonStock	1 086	1 086	1 086	1 086	1 086	923
WS.RetainedEarnings	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051
WS.OtherAppropriatedReserves	13 855	11 153	9 761	7 638	6 026	5 607
WS.EquityInUntaxedReserves	0	0	0	0	0	0
WS.CapitalSurplus	3 453	3 453	3 453	3 453	3 453	2 420
WS.RevaluationReserve	91	33	0	0	0	0
WS.TreasuryStock	-373	-456	-509	-521	-407	-282
WS.UnrealizedForeignExchgGnLs	-263	562	-1 791	-1 066	-693	50
WS.UnrealizedGnLsOnMarketSec	0	0	0	0	0	0
WS.TotalCommonEquity	20 718	19 198	15 551	13 070	11 421	9 769
Part des fonds propres dans les capitaux apportés par les bailleurs de fonds	63,6%	62,3%	65,9%	62,1%	62,0%	58,1%

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.CommonStock	914	914	914	914	914	911
WS.RetainedEarnings	5 820	534	1 349	827	-800	326
WS.OtherAppropriatedReserves	0	4 385	3 551	2 824	3 610	3 411
WS.EquityInUntaxedReserves	0	0	0	0	0	0
WS.CapitalSurplus	2 367	2 367	2 367	2 367	2 367	2 354
WS.RevaluationReserve	0	0	0	0	0	0
WS.TreasuryStock	-252	0	0	0	0	0
WS.UnrealizedForeignExchgGnLs	551	-15	-319	-236	-332	-326
WS.UnrealizedGnLsOnMarketSec	0	0	0	0	0	0
WS.TotalCommonEquity	9 400	8 185	7 861	6 695	5 758	6 677
Part des fonds propres dans les capitaux apportés par les bailleurs de fonds	52,7%	58,3%	56,4%	48,1%	39,7%	41,5%

Il est très intéressant d'étudier les variations successives des fonds propres. En effet, leur croissance est loin d'être régulière. Elle dépend des résultats dégagés et mis en réserve qui fluctuent avec la conjoncture et des opérations sur le capital. Dans le cas de RENAULT, l'écart-type des taux de variation annuelle normée par les ventes est de 2,87 %.

Variation des capitaux propres	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Variation normée par les ventes	1 520	3 647	2 481	1 649	1 652	369
	3,7%	8,8%	6,0%	4,0%	4,0%	0,9%
	Moyenne	3,09%		Ecart-type		2,87%
Variation des capitaux propres	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Variation normée par les ventes	1 215	324	1 165	937	-919	
	2,9%	0,8%	2,8%	2,3%	-2,2%	

Nous proposons enfin d'étudier les sources de variation des fonds propres. Il y a d'une part le résultat mis en réserve (résultat net diminué des dividendes), d'autre part les opérations sur le capital (en plus les augmentations et en moins les rachats). Ces éléments permettent d'estimer la variation des fonds propres. On la nomme aussi « clean surplus ». Dans la réalité, les fonds propres peuvent être affectés par des écritures comptables autres comme des constatations directes de modification de valeur ou par les changements du périmètre du groupe. L'écart entre le clean surplus et la variation observée des fonds propres constitue le « dirty surplus ».

WS.NetIncome	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.CommonDividendsCash	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	664	494	383	316	250	213
Other sale of stock	85	56	0	0	0	0
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0	0
Clean surplus	131	2	0	0	0	0
Moyenne clean surplus/variation des capitaux propres	2 159	2 927	3 168	2 164	1 706	838
	109,3%					

Dirty surplus	-639	720	-687	-515	-54	-469
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.NetIncome	1 080	534	1 349	827	-800	
WS.CommonDividendsCash	179	180	127	0	112	
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0	
Other sale of stock	0	0	0	0	0	
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0	
Clean surplus	901	354	1 221	827	-912	
Dirty surplus	314	-30	-56	110	-6	

Dans le cas de RENAULT, nous pouvons observer que l'essentiel du « Clean Surplus » provient des bénéfices mis en réserve. Par ailleurs, la relation entre la variation observée des fonds propres et le « Clean Surplus » est forte sur la période : il représente 109 % des variations observées. Ceci n'exclut pas des écarts annuels conséquents.

ix. Les intérêts minoritaires

En associant d'autres partenaires au capital de ses filiales, une entreprise peut se procurer d'autres fonds propres tout en conservant le contrôle du groupe. Ce mode de financement peut procurer un levier financier puisqu'il démultiplie dans ce cas les capacités de financement des actionnaires du groupe. Pour mettre en évidence un tel comportement, il peut être utile de calculer le ratio de levier des minoritaires :

$$\frac{\text{Intérêts minoritaires}}{\text{Capitaux propres du groupe}}$$

Dans le cas de RENAULT, nous pouvons observer que ce mode financement ne joue qu'un rôle très limité.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.MinorityInterestBalSht	483	463	384	395	377	385
Levier des minoritaires	2,3%	2,4%	2,5%	3,0%	3,3%	3,9%
Total capitaux propres (groupe+minoritaires)	21 201	19 661	15 935	13 465	11 798	10 154
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.MinorityInterestBalSht	639	630	662	679	309	328
Levier des minoritaires	6,8%	7,7%	8,4%	10,1%	5,4%	4,9%
Total capitaux propres (groupe+minoritaires)	10 039	8 815	8 522	7 374	6 067	7 005

x. Les actions de préférence et autres

Comme les intérêts minoritaires, certains financements s'apparentent par leur faible exigibilité (absence d'obligation de remboursement à terme) aux capitaux propres. Ils sont généralement considérés par les analystes de crédit comme équivalents. Aussi, ils peuvent procurer un véritable levier aux actionnaires du groupe afin d'étendre l'assise financière. C'est pourquoi nous proposons de calculer un ratio de levier des financements en quasi fonds propres :

$$\frac{\text{Financements en quasi fonds propres}}{\text{Capitaux propres du groupe + Intérêts Minoritaires}}$$

Dans le cas de RENAULT, ces financements sont absents.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.PreferredStock	0	0	0	0	0	0
Autres	0	0	0	0	0	0
Total apparentés fonds propres	0	0	0	0	0	0
Levier des financements en quasi fonds propres	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.PreferredStock	0	0	0	0	0	0
Autres	0	0	0	0	0	0
Total apparentés fonds propres	0	0	0	0	0	0
Levier des financements en quasi fonds propres	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

xi. Total capitaux propres et équivalents

Pour conclure cette étude du financement par les bailleurs de fonds, il est intéressant de comparer la part qui revient aux fonds propres et apparentés et celle des dettes. Un bon outil est le ratio comptable du levier financier:

$$\frac{\text{Dettes Financières}}{\text{Capitaux propres du groupe + Intérêts Minoritaires + Quasi Fonds Propres}}$$

Dans le cas de RENAULT, le ratio comptable du levier financier a considérablement diminué au cours des dernières années

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Capitaux propres et équivalents	21 201	19 661	15 935	13 465	11 798	10 154
Montant net des dettes financières	11 391	11 171	7 661	7 568	6 613	6 646
Levier comptable des dettes financières	0,54	0,57	0,48	0,56	0,56	0,65

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Capitaux propres et équivalents	10 039	10 154	10 039	8 815	8 522	7 374
Montant net des dettes financières	7 784	5 234	5 424	6 550	8 426	9 081
Levier comptable des dettes financières	0,78	0,59	0,64	0,89	1,39	1,30

3. Bilans simplifiés et synthèse

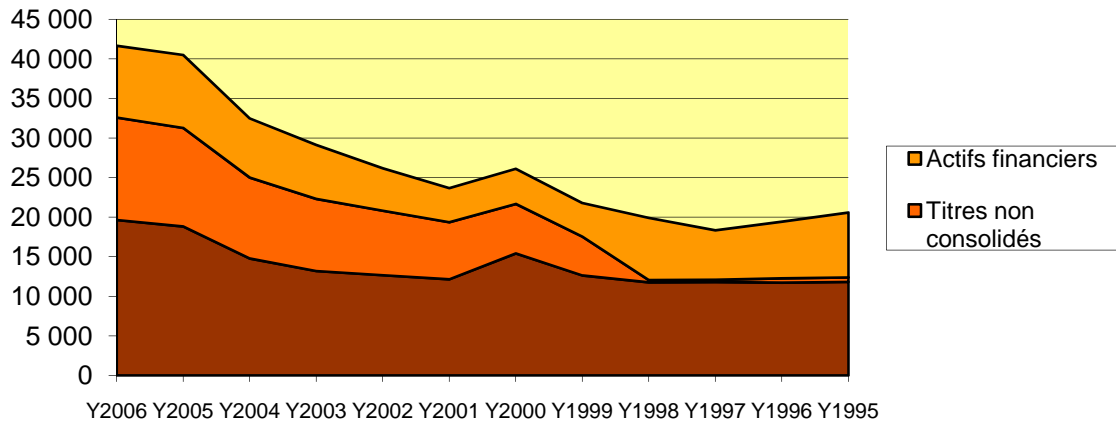
Afin de bénéficier d'une représentation synthétique où apparaissent les masses les plus significatives, nous proposons de construire les bilans suivants. A l'actif, on retrouve les 3 catégories principales : exploitation, participation chez NISSAN non consolidée et actifs financiers. Au passif, nous trouvons les deux catégories de bailleurs de fonds : capitaux propres et dettes. Enfin, nous regroupons en une seule catégorie les divers passifs qui ne sont pas associés à des bailleurs de fonds et qui sont diminués du montant des autres actifs.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Capitaux nécessaires à l'exploitation	19 641	18 822	14 774	13 189	12 659	12 146
Titres non consolidés	12 943	12 452	10 223	9 113	8 153	7 208
Actifs financiers	9 070	9 216	7 475	6 825	5 361	4 319
<i>Total</i>	<i>41 654</i>	<i>40 490</i>	<i>32 472</i>	<i>29 127</i>	<i>26 173</i>	<i>23 673</i>
Capitaux propres et apparentés	21 201	19 661	15 935	13 465	11 798	10 154
Dettes financières	11 391	11 171	7 661	7 568	6 613	6 646
Autres capitaux comptables	9 062	9 658	8 876	8 094	7 762	6 873
<i>Total</i>	<i>41 654</i>	<i>40 490</i>	<i>32 472</i>	<i>29 127</i>	<i>26 173</i>	<i>23 673</i>
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Capitaux nécessaires à l'exploitation	15 409	12 631	11 760	11 799	11 717	11 809
Titres non consolidés	6 262	4 905	284	292	557	570
Actifs financiers	4 433	4 245	7 860	6 240	7 152	8 203
<i>Total</i>	<i>26 104</i>	<i>21 780</i>	<i>19 904</i>	<i>18 331</i>	<i>19 426</i>	<i>20 582</i>
Capitaux propres et apparentés	10 039	8 815	8 522	7 374	6 067	7 005
Dettes financières	7 784	5 234	5 424	6 550	8 426	9 081
Autres capitaux comptables	8 281	7 731	5 957	4 407	4 933	4 495
<i>Total</i>	<i>26 104</i>	<i>21 780</i>	<i>19 904</i>	<i>18 331</i>	<i>19 426</i>	<i>20 582</i>

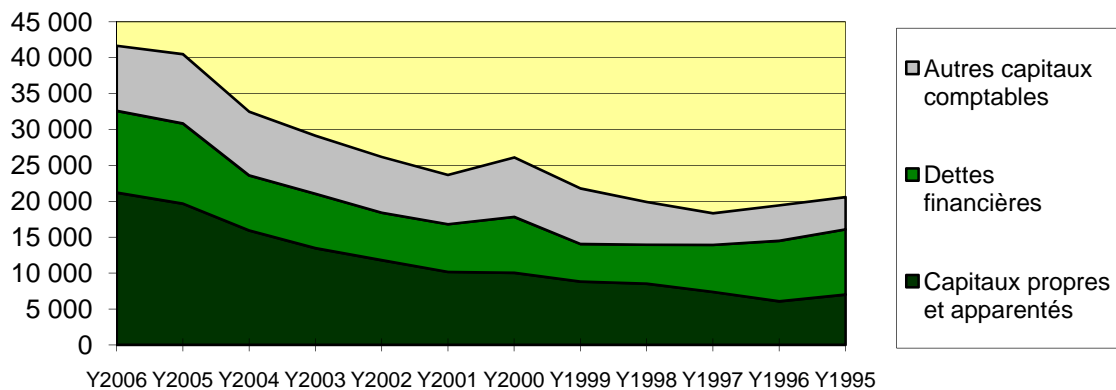
Chez RENAULT, la participation chez NISSAN tient une place non négligeable aux côtés d'actifs financiers toujours conséquents et de

l'exploitation. Il sera important de voir comment chacune de ces composantes contribue à la rentabilité du groupe. Au niveau du financement, la société apparaît moins endettée même si la situation s'est récemment détériorée. IL faudra en tirer les conséquences en termes de rentabilité et de risque.

Evolution de l'actif



Evolution du passif



Chapitre 3 : Analyse et décomposition des rentabilités

La variable comptable la mieux associée aux performances boursières reste le résultat net. Pour un analyste financier, il est donc important de bien comprendre l'évolution de la rentabilité comptable des capitaux propres. Pour ce faire, nous allons proposer une décomposition de cette rentabilité à partir des contributions de l'exploitation, des actifs financiers et des autres actifs. Nous veillerons ensuite à expliciter le partage de ces performances entre les différents apporteurs de capitaux pour préciser ce qui revient aux actionnaires.

1. Rentabilité de l'exploitation

L'exploitation courante est la source principale de rentabilité pour une entreprise. La performance dépend de deux facteurs : la marge que l'entreprise a pu dégager sur ses ventes et la rotation des capitaux nécessaires à l'exploitation

MEX : Marge d'exploitation

$$MEX = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Ventes}}$$

RCE : Rotation des Capitaux Nécessaires à l'Exploitation

$$RCE = \frac{\text{Ventes}}{\text{Capitaux Nécessaires à l'Exploitation}}$$

REX : Rentabilité des Canitaux Nécessaires à l'Exploitation

$$REX = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Capitaux Nécessaires à l'Exploitation}}$$

a. Marge d'exploitation

La marge d'exploitation est égale au ratio : résultat d'exploitation (Operating Income After Depreciation) divisé par les ventes. Elle mesure le gain par euro ou dollar de chiffre d'affaires.

Dans le cas de RENAULT, les années 1995, 1996, 1997 et 2001 semblent particulièrement défavorables.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.OperatingIncomeAfterDepr	1 063	1 323	2 396	1 380	1 466	464
WS.Sales	41 528	41 338	40 715	37 525	36 336	36 351
Ratio de marge d'exploitation	2,56%	3,20%	5,88%	3,68%	4,03%	1,28%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.OperatingIncomeAfterDepr	2 006	2 205	1 920	329	-870	
WS.Sales	40 175	37 592	37 187	31 696	28 063	
Ratio de marge d'exploitation	4,99%	5,87%	5,16%	1,04%	-3,10%	
Moyenne	3,14%					
Ecart-type	2,66%					

Après une année exceptionnelle (2004), l'année 2006 apparaît médiocre (la marge est inférieure à la moyenne sur la dernière décennie).

b. Rotation des capitaux nécessaires à l'exploitation

La performance comptable dépend tout autant de la rotation des capitaux investis que de la marge. Plus le chiffre d'affaires est élevé pour chaque euro investi en immobilisations ou en besoins en fonds de roulement, plus la rentabilité est grande.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
CNE au départ	18 822	14 774	13 189	12 659	12 146	15 409
Rotation par rapport aux ventes	2,21	2,80	3,09	2,96	2,99	2,36
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
CNE	12 631	11 760	11 799	11 717	11 809	
Rotation	3,18	3,20	3,15	2,71	2,38	
Moyenne	2,82					

Principalement du fait de l'augmentation des immobilisations incorporelles, la rotation est plus faible dans la seconde partie de la période que durant la première.

c. Rentabilité des capitaux nécessaires à l'exploitation avant impôts

Au total, la rentabilité dégagée par l'exploitation en 2006 (5,65%) s'avère médiocre et inférieure à la moyenne de la période (9,55%). La performance est loin de celles des bonnes années (2004, 1999, 1998) aux alentours de 16-18% mais supérieure à celles des années noires (2001, 1996 et 1997).

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Ratio de rentabilité d'exploitation	5,65%	8,95%	18,17%	10,90%	12,07%	3,01%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Ratio de rentabilité d'exploitation	15,88%	18,75%	16,27%	2,81%	-7,37%	
Moyenne	9,55%					
Ecart-type	8,01%					

Le fléchissement a été brutal entre 2004 et 2006. Il tient tout autant à la baisse de la marge (2,56% contre 5,88%) qu'à la baisse de la rotation (2,21 contre 3,09). On peut, par ailleurs, décomposer cette chute de la rentabilité de 18,17% à 5,65% de la manière suivante :

Effet de la baisse de la marge : $2,21 * [5,88\% - 2,56\%] =$ 7,34 %	Effet double : $[5,88\% - 2,56\%]$ $* [3,09 - 2,21] =$ 2,93 %
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;"> 5,65 % </div>	Effet de la baisse de la rotation : $3,20\% * [3,09 - 2,21] =$ 2,25%

L'effet principal est cependant celui de la baisse de la marge.

d. Synthèse

La rentabilité des capitaux nécessaires à l'exploitation de RENAULT est très instable. Elle dépend principalement de la marge d'exploitation que l'entreprise arrive à dégager. Pour atteindre un bon résultat, il faut bénéficier d'une bonne maîtrise des coûts et très certainement, il ne faut pas pâtir d'une concurrence acharnée sur les prix de vente. Le fait d'être très largement implanté sur des marchés matures n'est pas favorable à ce constructeur automobile. L'année 2006 est comparativement aux 10 dernières une année inférieure à la moyenne.

2. Contribution des autres actifs à la rentabilité comptable

RENAULT dispose de deux autres sources de profit. D'une part, sa participation au capital de NISSAN contribue au résultat dans la mesure bien évidemment où cette dernière société dégage des bénéfices. D'autre part, ses activités financières (accords de crédits) peuvent dégager de leur côté des marges bénéficiaires. Cette seconde section est consacrée à l'étude de ces contributions.

a. Contribution des sociétés non consolidées

La mesure comptable que nous allons utiliser est le ratio suivant :

$$RNC = \frac{PEE}{VPNC}$$

RNC : Rentabilité des participations non consolidées

PEE : Pretax Equity in Earnings

VPNC : Valeur comptable des participations non consolidées

Depuis 2002, la performance comptable dégagée par la participation dans NISSAN est particulièrement élevée. En 2006, elle excède encore 18%.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.PretaxEquityInEarnings	2 260	2 597	2 452	1 860	1 331	380
Titres non consolidés au départ	12 452	10 223	9 113	8 153	7 208	6 262
Ratio de rentabilité comptable	18,15%	25,40%	26,91%	22,81%	18,47%	6,07%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.PretaxEquityInEarnings	89	-356	-13	7	3	
Titres non consolidés au départ	4 905	284	292	557	570	
Ratio de rentabilité comptable	1,81%	-125,21%	-4,59%	1,29%	0,48%	

b. Contribution des actifs financiers

La mesure comptable que nous allons utiliser est le ratio suivant :

$$RAF = \frac{II}{VAF}$$

RNC : Rentabilité des participations non consolidées

II : Interest Income

VAF : Valeur comptable des actifs financiers

L'estimation comptable de la rentabilité des actifs financiers pose ici problème. Le fait que cette rentabilité baisse tout au long de la période n'a rien de surprenant, vu la baisse des taux d'intérêt.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.InterestIncome	223	153	496	187	147	258
Actifs financiers	9 216	7 475	6 825	5 361	4 319	4 433
Ratio de rentabilité comptable	2,42%	2,05%	7,27%	3,49%	3,40%	5,82%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.InterestIncome	321	300	364	440	443	
Actifs financiers	4 245	7 860	6 240	7 152	8 203	
Ratio de rentabilité comptable	7,56%	3,81%	5,84%	6,15%	5,40%	

Au total, on peut conclure à une faible contribution des actifs financiers à la rentabilité de l'entreprise en 2006.

c. Rentabilité moyenne des actifs

Afin de disposer d'une mesure synthétique de la contribution globale de tous les actifs détenus par l'entreprise à sa rentabilité, nous allons calculer la moyenne pondérée des différents ratios de rentabilité.

La mesure comptable que nous allons utiliser est le ratio suivant :

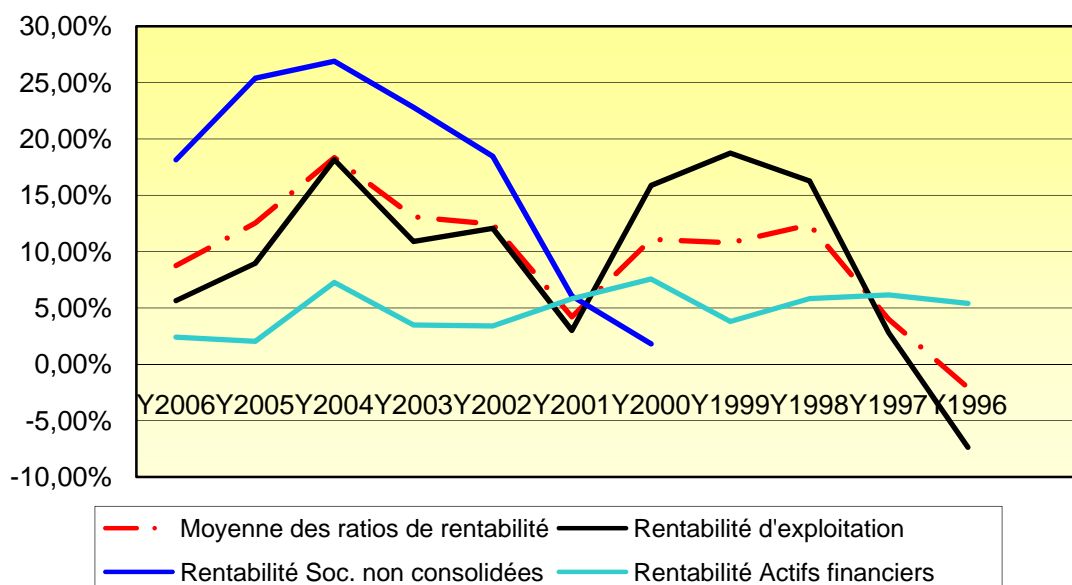
$$RMA = \left[REX \cdot \frac{CNE}{CNE+PNC+AF} \right] + \left[RNC \cdot \frac{PNC}{CNE+PNC+AF} \right] \left[RAF \cdot \frac{AF}{CNE+PNC+AF} \right]$$

RMA : rentabilité comptable moyenne des actifs

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Moyenne des ratios de rentabilité	8,76%	12,54%	18,35%	13,09%	12,44%	4,22%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Moyenne des ratios de rentabilité	11,09%	10,80%	12,39%	4,00%	-2,06%	
Moyenne	9,60%					
Ecart-type	5,60%					

On peut observer que l'amélioration de la rentabilité au cours des dernières années provient essentiellement de NISSAN. Mais en 2006, elle permet à RENAULT d'atteindre une performance tout juste moyenne (9,60%). Plus généralement, l'apport de NISSAN a eu pour effet de réduire la volatilité des mesures de rentabilité. L'écart-type n'est que de 5,60 % contre 8,01% pour la seule rentabilité d'exploitation.

Rentabilités des actifs



d. Synthèse

Trois conclusions peuvent être retirées de cette analyse. La rentabilité de l'exploitation propre à RENAULT est fortement instable et s'est dégradée considérablement en 2005, suite à une baisse des marges. La rentabilité des activités financières a également chuté en 2005. Ceci ne provient d'une baisse des encours mais doit être la conséquence de la chute des taux d'intérêt. RENAULT est donc exposé à cet aléa. Enfin, NISSAN assure une contribution importante à la rentabilité de RENAULT depuis 2002. EN 2006, la performance de NISSAN a été moins flatteuse. Une chute aurait des conséquences très fortes sur celle de RENAULT. En achetant des titres RENAULT, un investisseur achète en réalité une participation indirecte aux résultats de NISSAN.

3. Rentabilité comptable avant impôts pour les bailleurs de fonds

Dans le cadre d'une analyse financière, il est important de pouvoir apprécier comment la rentabilité générée par les différents actifs détenus se partage en rémunération des apporteurs de capitaux. D'un point de vue théorique, on devrait avoir une égalité parfaite entre la rentabilité dégagée sur les actifs et la rentabilité procurée aux apporteurs de capitaux. En pratique, les choses sont quelque peu plus compliquées. En effet, la somme des valeurs comptables des actifs ne correspond pas au bilan à la somme des valeurs comptables des capitaux apportés par les actionnaires ou les prêteurs. La raison vient du fait que sont présents surtout au passif mais aussi à l'actif des éléments qui ne sont pas rattachables aux catégories précédemment envisagées. Afin de pouvoir mener une

décomposition rigoureuse de la rentabilité, il est indispensable de prendre en compte les effets de ces postes comptables.

a. Levier lié aux décalages comptables

Nous regroupons dans cette catégorie « Autres actifs et passifs » tous les éléments qui ne peuvent pas être affectés aux capitaux nécessaires à l'exploitation, aux participations non consolidées, aux actifs financiers, aux dettes financières ou encore aux capitaux propres. A titre d'exemple, on peut y trouver des postes comme ceux de provisions au passif. Ces provisions correspondent à une partie de l'autofinancement mais leur destination n'est pas toujours évidente. Si elles ont été effectuées dans la perspective d'anticiper des risques ou des pertes à venir, ces sommes ne sont présentes que de manière transitoire dans l'entreprise et seront décaissées dès que le risque sera matérialisé. Il s'agit d'une ressource transitoire ; En revanche, si la provision n'a été réalisée que pour diminuer le résultat comptable publié, il s'agit pratiquement de l'équivalent de fonds propres mis en réserve. La ressource est dans ce cas là stable et mériterait de figurer parmi les fonds propres.

Comme l'analyste est le plus souvent incapable de faire le partage entre ces destinations, il nous semble préférable de se limiter à constater la présence d'emplois ou de ressources dans le bilan de l'entreprise dont on ne précisera pas la nature. Bien évidemment, ces éléments doivent être pris en compte dans la décomposition de la performance. Prenons un exemple simplifié. Supposons qu'une entreprise ne détienne que des actifs d'exploitation pour un montant de 100 au bilan. La valeur comptable de ses capitaux propres est de 55 et celle de ses dettes financières de 25. Les autres passifs s'élèvent à 20. Supposons que la rentabilité de l'exploitation soit de 10%, soit un résultat de 10. Il est clair que les capitaux investis (55 de capitaux propres et 25 de dettes) vont bénéficier de l'intégralité de ce résultat de 10 puisque les autres capitaux ne génèrent aucune charge ou aucun produit. La rentabilité des capitaux investis est dès lors de 12,5% (10 rapportés à 80). Pour prendre en compte cet effet mécanique de la présence de capitaux autres, nous allons introduire la notion de levier des autres actifs et passifs.

Le levier des autres actifs et passifs est égal à :

$$LAP = \frac{AAP}{CI}$$

AAP : Autres passifs - Autres Actifs

CI : Capitaux investis (capitaux Propres et Dettes Financières)

Il est clair que nous aurons alors la relation suivante :

$$RCI = RMA \cdot (1 + LAP)$$

RCI : Rentabilité sur capitaux investis

RMA : Rentabilité moyenne sur les actifs

Dans l'exemple précédent, l'effet de levier lié aux décalages comptables était égal à 1,25 (1+20/80). C'est pourquoi la rentabilité passait de 10% à 12,5%.

Dans le cas de RENAULT, ce levier comptable est compris entre 0,20 et 0,50 le plus souvent au cours des dernières années.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Capitaux propres et apparentés	19 661	15 935	13 465	11 798	10 154	10 039
Dettes financières	11 171	7 661	7 568	6 613	6 646	7 784
Autres capitaux comptables	9 658	8 876	8 094	7 762	6 873	8 281
Levier des autres capitaux	0,31	0,38	0,38	0,42	0,41	0,46
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Capitaux propres et apparentés	8 815	8 522	7 374	6 067	7 005	
Dettes financières	5 234	5 424	6 550	8 426	9 081	
Autres capitaux comptables	7 731	5 957	4 407	4 933	4 495	
Levier des autres capitaux	0,55	0,43	0,32	0,34	0,28	

b. Rentabilité avant éléments exceptionnels et impôts pour les bailleurs de fonds

L'impact du levier des autres actifs et passifs pour RENAULT est de procurer en 2006 une rentabilité de 11,50 % au lieu des 8,76% qui correspondaient à la moyenne des rentabilités des actifs. Cette augmentation est systématique au cours de la période dans la mesure où ce levier est resté élevé. Mais, les deux mesures RCI et RMA sont restées fortement corrélées (0,996). Ceci n'est qu'une conséquence mécanique de la relative stabilité du levier des autres actifs et passifs.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Moyenne des ratios de rentabilité 1 + Levier des autres capitaux	8,76% 1,31	12,54% 1,38	18,35% 1,38	13,09% 1,42	12,44% 1,41	4,22% 1,46
Rentabilité av. impôts et exception.	11,50%	17,26%	25,41%	18,61%	17,52%	6,18%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Moyenne des ratios de rentabilité 1 + Levier des autres capitaux	11,09% 1,55	10,80% 1,43	12,39% 1,32	4,00% 1,34	-2,06% 1,28	
Rentabilité av. impôts et exception. Moyenne	17,20% 13,47%	15,41%	16,31%	5,36%	-2,64%	
Ecart-type	7,80%					
Coefficient de corrélation avec RMA	99,60%					

c. Impact des éléments exceptionnels

En matière d'analyse financière, il est très important de distinguer les éléments exceptionnels des éléments récurrents. En effet, ce qui importe le plus est ce qui de nature à perdurer. Les éléments exceptionnels n'affectent les résultats que ponctuellement et doivent être isolés.

D'un point de vue pratique, nous proposons de mesurer leur impact sur la rentabilité à travers le ratio suivant :

$$IER = \frac{PCE}{CI}$$

IER : ratio d'impact des éléments exceptionnels sur la mesure comptable de la rentabilité

PCE : Produits exceptionnels - Charges exceptionnelles

CI : Capitaux investis (Capitaux propres + Dettes Financières)

Dans le cas de RENAULT, l'impact des éléments exceptionnels est négligeable en 2006. Il reste modéré au cours des années précédentes.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.OtherIncomeExpenseNet	252	35	-319	188	156	652
WS.ExtraordinaryChargePretax	272	109	255	276	315	368
WS.ExtraordinaryCreditPretax	5	33	0	0	0	0
WS.EquityInEarnings	0	0	0	0	0	0
WS.ExtraltemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	0
Montants nets	-15	-41	-574	-88	-159	284
Capitaux investis par les bailleurs de fonds	30 832	23 596	21 033	18 411	16 800	17 823
Impact sur la rentabilité	-0,05%	-0,17%	-2,73%	-0,48%	-0,95%	1,59%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.OtherIncomeExpenseNet	-22	-8	-29	253	6	
WS.ExtraordinaryChargePretax	303	682	244	0	0	
WS.ExtraordinaryCreditPretax	0	0	16	0	0	
WS.EquityInEarnings	0	0	0	0	0	
WS.ExtraltemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	
Montants nets	-325	-690	-257	253	6	
Capitaux investis par les bailleurs de fonds	14 049	13 946	13 924	14 493	16 086	
Impact sur la rentabilité	-2,31%	-4,95%	-1,85%	1,75%	0,04%	

d. Rentabilité après éléments exceptionnels et avant impôts pour les bailleurs de fonds

La rentabilité des capitaux investis après éléments exceptionnels est juste la somme de la rentabilité avant éléments exceptionnels et de l'impact de ces éléments. C'est aussi le ratio de l'EBIT sur les capitaux investis par les bailleurs de fonds. Dans le cas de RENAULT, comme les éléments exceptionnels sont d'amplitude modeste, les deux mesures de rentabilité sont fortement corrélées (0,973).

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Méthode 1						
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	3 531	4 032	4 770	4 032	4 770	3 339
Capitaux investis par les bailleurs de fonds	30 832	23 596	21 033	18 411	16 800	17 823
Rentabilité avant impôts et après exceptionnels	11,45%	17,09%	22,68%	18,14%	16,58%	7,78%
Méthode 2						
Rentabilité avant impôts et except.	11,50%	17,26%	25,41%	18,61%	17,52%	6,18%
Impact des except. sur la rentabilité	-0,05%	-0,17%	-2,73%	-0,48%	-0,95%	1,59%
Rentabilité avant impôts et après exceptionnels	11,45%	17,09%	22,68%	18,14%	16,58%	7,78%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Méthode 1						
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	2 091	1 459	2 014	1 029	-418	
Capitaux investis par les bailleurs de fonds	14 049	13 946	13 924	14 493	16 086	
Rentabilité avant impôts et après exceptionnels	14,88%	10,46%	14,46%	7,10%	-2,60%	
Méthode 2						
Rentabilité avant impôts et except.	17,20%	15,41%	16,31%	5,36%	-2,64%	
Impact des except. sur la rentabilité	-2,31%	-4,95%	-1,85%	1,75%	0,04%	
Rentabilité avant impôts et après exceptionnels	14,88%	10,46%	14,46%	7,10%	-2,60%	
Moyenne	12,55%					
Ecart-type	6,84%					
Coef. de corrél. avec Rent. Avt Exc.	97,29%					

e. Synthèse

La rentabilité comptable des capitaux investis par les bailleurs de fonds s'élève en 2006 à environ 11,5%. Cette performance est proche de la moyenne de la période considérée. Elle est surtout le fruit de la contribution importante de la participation détenue chez NISSAN. Pour le reste, elle a été peu affectée par des éléments exceptionnels et l'effet du levier des autres actifs et passifs a été à peu près constant sur la période. On peut donc considérer que seules les variations de la marge d'exploitation, les variations de la marge sur activités financières et l'apport de NISSAN expliquent les fluctuations de la rentabilité sur capitaux investis.

4. Rentabilité comptable des capitaux propres et leviers financiers

La dernière partie de l'analyse de la performance consiste à mettre en évidence le partage de la rentabilité des capitaux investis entre les différents apporteurs de capitaux externes. Dans un premier temps, est mise en évidence la rémunération des dettes et la rentabilité avant impôts des capitaux propres et assimilés. Ensuite, est estimée la pression fiscale. Enfin, sont détaillées les performances après impôts des actions de préférence, des intérêts minoritaires et des capitaux propres ordinaires.

a. Coût apparent des dettes

Le coût apparent des dettes est égal au ratio des intérêts versés sur le montant comptable des dettes financières.

Dans le cas de RENAULT, le coût apparent n'est que de 2,98 %. Plusieurs raisons peuvent être invoquées pour expliquer ce résultat. Il y a d'abord le niveau bas des taux d'intérêt mais ceci n'est pas suffisant. Il est possible aussi que les dettes ne soient mobilisées par l'entreprise que sur quelques mois dans l'année, du fait d'une forte saisonnalité des besoins de trésorerie. Il est probable que le changement de nature des dettes du long vers le court terme ait eu un effet favorable.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.InterestCapitalized	0	0	0	0	0	0
WS.InterestExpenseOnDebt	333	248	518	316	328	366
Dettes financières	11 171	7 661	7 568	6 613	6 646	7 784
Coût apparent	2,98%	3,24%	6,84%	4,78%	4,94%	4,70%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.InterestCapitalized	0	0	0	0	0	
WS.InterestExpenseOnDebt	368	298	315	405	443	
Dettes financières	5 234	5 424	6 550	8 426	9 081	
Coût apparent	7,03%	5,50%	4,81%	4,81%	4,87%	

b. Rentabilité des capitaux propres et assimilés avant éléments exceptionnels et impôts

L'utilisation de l'endettement affecte la rentabilité des fonds propres. Son effet est double. D'une part, à travers les charges financières, elle réduit le résultat qui reste à la disposition des apporteurs de capitaux propres. D'autre part, en procurant un financement partiel des actifs, elle réduit le besoin en capitaux propres. Comme la

rentabilité des capitaux propres est estimée à travers un ratio où se trouve au numérateur un résultat et au dénominateur une masse de capitaux, l'utilisation de la dette affecte doublement ce ratio. Elle diminue le numérateur mais aussi le dénominateur. Son effet net n'est donc pas évident de prime abord.

Pour l'expliciter, nous allons avoir recours à la notion d'effet de levier. Supposons qu'une entreprise dégage un résultat de 80 pour rémunérer des capitaux investis de 1.000 (8%). L'entreprise utilise un montant de dettes financières égal à 600. Les charges d'intérêt sont de 18 (3%). Il reste donc pour rémunérer les capitaux propres (400) un résultat après charges financières de $80 - 18 = 62$. Le taux de rentabilité pour les capitaux propres est de 15,5% ($62/400$). Nous pouvons aussi décomposer ce taux de 15,5% de la manière suivante :

$$\begin{aligned} 15,5\% &= \frac{62}{400} = \frac{80-18}{400} = \frac{80}{1000} \cdot \frac{1000}{400} - \frac{18}{600} \cdot \frac{600}{400} \\ &= 8\% \cdot \left[1 + \frac{600}{400} \right] - 3\% \cdot \frac{600}{400} \\ &= 8\% + [8\% - 3\%] \cdot 1,5 \end{aligned}$$

Cette décomposition permet de mettre en évidence que la rentabilité sur les capitaux propres est égale à la rentabilité des capitaux investis augmentée de l'effet de levier, ce dernier égal à la différence entre la rentabilité des capitaux investis et le coût apparent de la dette multipliée par le levier de la dette (ou diminuée si l'effet de levier est négatif).

Pour mettre en évidence l'effet net des dettes financières sur la rentabilité des fonds propres, nous utiliserons systématiquement la formule de l'effet levier comme il suit :

$$RCP = RCI + [RCI - CAD] \cdot LCD$$

RCP : Rentabilité comptable des capitaux propres

RCI : Rentabilité comptable des capitaux investis

CAD : coût apparent des dettes financières

$$LCD = \frac{\text{Dettes Financières}}{\text{Capitaux Propres}} : \text{Lever comptable des dettes financières}$$

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Levier des dettes	0,57	0,48	0,56	0,56	0,65	0,78
Rentabilité des capitaux investis par les bailleurs de fonds	11,50%	17,26%	25,41%	18,61%	17,52%	6,18%
Ecart de rentabilité	8,52%	14,02%	18,56%	13,84%	12,59%	1,48%
Effet de levier	4,84%	6,74%	10,43%	7,76%	8,24%	1,15%
Rentabilité des capitaux propres	16,34%	24,00%	35,84%	26,37%	25,76%	7,33%

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
Levier des dettes	0,59	0,64	0,89	1,39	1,30
Rentabilité des capitaux investis par les bailleurs de fonds	17,20%	15,41%	16,31%	5,36%	-2,64%
Ecart de rentabilité	10,17%	9,91%	11,50%	0,55%	-7,51%
Effet de levier	6,04%	6,30%	10,21%	0,76%	-9,74%
Rentabilité des capitaux propres	23,23%	21,71%	26,52%	6,12%	-12,37%
Moyenne	18,26%				
Ecart-type	13,33%				

Dans le cas de RENAULT, la dette, vu son coût apparent faible, est à la source d'un effet de levier positif (sauf en 1996) et agit favorablement sur la rentabilité des capitaux propres.

c. Rentabilité des capitaux propres et assimilés après éléments exceptionnels et avant impôts

La même analyse peut être réalisée en tenant compte dans la rentabilité des capitaux investis par les bailleurs de fonds des éléments exceptionnels. Comme ces derniers sont chez RENAULT d'une importance limitée, les conclusions sont identiques aux précédentes.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Levier des dettes	0,57	0,48	0,56	0,56	0,65	0,78
Rentabilité des capitaux investis par les bailleurs de fonds	11,45%	17,09%	22,68%	18,14%	16,58%	7,78%
Ecart de rentabilité	8,47%	13,85%	15,83%	13,36%	11,64%	3,07%
Effet de levier	4,81%	6,66%	8,90%	7,49%	7,62%	2,38%
Rentabilité des capitaux propres	16,27%	23,75%	31,58%	25,62%	24,20%	10,16%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Levier des dettes	0,59	0,64	0,89	1,39	1,30	
Rentabilité des capitaux investis par les bailleurs de fonds	14,88%	10,46%	14,46%	7,10%	-2,60%	
Ecart de rentabilité	7,85%	4,96%	9,65%	2,30%	-7,47%	
Effet de levier	4,66%	3,16%	8,57%	3,19%	-9,69%	
Rentabilité des capitaux propres	19,55%	13,62%	23,04%	10,29%	-12,29%	
Moyenne	16,89%					
Ecart-type	11,78%					

d. Impacts des prélèvements fiscaux

Si on se place du point de vue des apporteurs de capitaux propres, l'intégralité des bénéfices ne leur revient pas. En effet, l'entreprise doit acquitter, là où elle dégage des profits, des impôts. Nous avons donc la relation suivante :

$$\frac{\text{Résultat après Im pôts}}{\text{Capitaux Pr opres}} = \frac{\text{Résultat avant Im pôts} - \text{Im pôts}}{\text{Capitaux Pr opres}}$$

$$= \frac{\text{Résultat avant Im pôts}}{\text{Capitaux Pr opres}} - \frac{\text{Im pôts}}{\text{Capitaux Pr opres}}$$

Nous mesurerons l'impact de la fiscalité à travers le ratio Impôts sur Capitaux Propres que nous retrancherons de la rentabilité avant impôts.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.IncomeTaxes	255	331	634	510	447	67
Poids de la fiscalité / cap. Propres	1,30%	2,08%	4,71%	4,32%	4,40%	0,67%
Rentabilité après impôts avant exceptionnels	15,05%	21,93%	31,13%	22,05%	21,36%	6,66%
Rentabilité après impôts après exceptionnels	14,97%	21,67%	26,87%	21,30%	19,80%	9,49%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.IncomeTaxes	649	620	362	-205	-58	
Poids de la fiscalité / cap. Propres	7,36%	7,28%	4,91%	-3,37%	-0,82%	
Rentabilité après impôts avant exceptionnels	15,87%	14,44%	21,61%	9,50%	-11,55%	
Rentabilité après impôts après exceptionnels	12,18%	6,34%	18,13%	13,67%	-11,46%	

Dans le cas de RENAULT, le poids des fiscalités (française mais aussi étrangères puisque RENAULT opère dans de nombreux pays) apparaît très limité. En 2006, il représente 1,30% des capitaux propres pour une rentabilité avant impôts de 16,34%, soit environ 8 % (1,30/16,34).

e. Impacts des actions de préférence

Les capitaux propres et assimilés sont composés des actions de préférence, des intérêts minoritaires et des capitaux propres ordinaires (les deux derniers formant les capitaux propres du groupe).

La rémunération des actions de préférence se fait sous la forme de dividendes prioritaires. Nous pouvons comme dans le cas de la dette financière calculer pour ce genre de financement un coût apparent à travers le ratio Preferred Dividends / Preferred Stock.

Comme pour les dettes financières, nous pouvons faire usage de la notion d'effet de levier pour voir comment ce financement affecte la rentabilité des capitaux propres du groupe. Nous utiliserons la décomposition suivante :

$$RCG = RCP + [RCP - CAP].LAP$$

RCG : Rentabilité comptable des capitaux propres du groupe

RCP : Rentabilité comptable des capitaux propres et assimilés

CAP : coût apparent des actions de préférence

$$LAP = \frac{\text{Actions de Pr éférence}}{\text{Capitaux Pr opres Groupe}} : \text{Levier comptable des actions de préférence}$$

Comme RENAULT n'utilise pas ce financement, l'effet du levier des actions de préférence est nul.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0	0
WS.PreferredStock	0	0	0	0	0	0
coût apparent	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Levier des actions de préférence avant exceptionnels	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Effet de levier des A P	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rentabilité des capitaux groupe après exceptionnels	15,05%	21,93%	31,13%	22,05%	21,36%	6,66%
Effet de levier des A P	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rentabilité des capitaux groupe	14,97%	21,67%	26,87%	21,30%	19,80%	9,49%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0	
WS.PreferredStock	0	0	0	0	0	
coût apparent	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Levier des actions de préférence avant exceptionnels	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Effet de levier des A P	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Rentabilité des capitaux groupe après exceptionnels	15,87%	14,44%	21,61%	9,50%	-11,55%	
Effet de levier des A P	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Rentabilité des capitaux groupe	12,18%	6,34%	18,13%	13,67%	-11,46%	

f. Impacts des intérêts minoritaires

A travers leurs participations dans le capital des filiales, les intérêts minoritaires apportent des capitaux propres au groupe et permettent d'utiliser moins de capitaux propres ordinaires. Ce financement est lui aussi à la base d'un effet de levier spécifique.

Pour le mettre en évidence, nous utiliserons les notions de coût apparent pour ces capitaux et de levier des capitaux minoritaires. Le coût apparent est ici estimé à travers le ratio Résultat-Part des Minoritaires / Intérêts Minoritaires.

La décomposition suggérée est :

$$ROE = RCG + [RCG - CAM] \cdot LIM$$

ROE : Rentabilité comptable des capitaux propres ordinaires

RCG : Rentabilité comptable des capitaux propres du groupe

CAM : coût apparent des intérêts minoritaires

$$LIM = \frac{\text{Intérêts Minoritaires}}{\text{Capitaux Propres Ordinaires}} : \text{Lever comptable des intérêts minoritaires}$$

Dans le cas de RENAULT, nous pouvons constater que les intérêts minoritaires jouent un rôle très réduit et n'affectent pratiquement pas le ROE de l'entreprise.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.MinorityInterestIncomeStmt	74	86	67	33	54	-98
WS.MinorityInterestBalSht	463	384	395	377	385	639
Rentabilité apparente	15,98%	22,40%	16,96%	8,75%	14,03%	-15,34%
Lever des capitaux minoritaires avant exceptionnels	0,024	0,025	0,030	0,033	0,039	0,068
Effet de levier des C M	-0,02%	-0,01%	0,43%	0,44%	0,29%	1,50%
R O E	15,02%	21,91%	31,56%	22,48%	21,65%	8,16%
après exceptionnels						
Effet de levier des C M	-0,02%	-0,02%	0,30%	0,41%	0,23%	1,69%
R O E	14,94%	21,65%	27,17%	21,71%	20,02%	11,18%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.MinorityInterestIncomeStmt	-6	5	-12	2	-3	
WS.MinorityInterestBalSht	630	662	679	309	328	
Rentabilité apparente	-0,95%	0,83%	-1,73%	0,54%	-0,84%	
Lever des capitaux minoritaires avant exceptionnels	0,077	0,084	0,101	0,054	0,049	
Effet de levier des C M	1,30%	1,15%	2,37%	0,48%	-0,53%	
R O E	17,17%	15,58%	23,98%	9,98%	-12,08%	
après exceptionnels						
Effet de levier des C M	1,01%	0,46%	2,01%	0,70%	-0,52%	
R O E	13,20%	6,80%	20,14%	14,37%	-11,99%	

g. Synthèse

D'abord d'un point de vue technique, il est facile de constater que la décomposition de la performance du point de vue des actionnaires que nous avons détaillée précédemment, est complète. Nous avons obtenu le même résultat que celui procuré par un calcul direct et simple : Résultat Net / Capitaux Propres Ordinaires.

Ensuite, nous pouvons constater que si la performance de RENAULT mesurée à travers son ROE, est particulièrement flatteuse entre 2002 et 2006, elle n'en demeure pas moins très aléatoire. Elle est tributaire d'un effet de levier dû à la dette. Une baisse des performances de RENAULT (chute de la marge d'exploitation) et

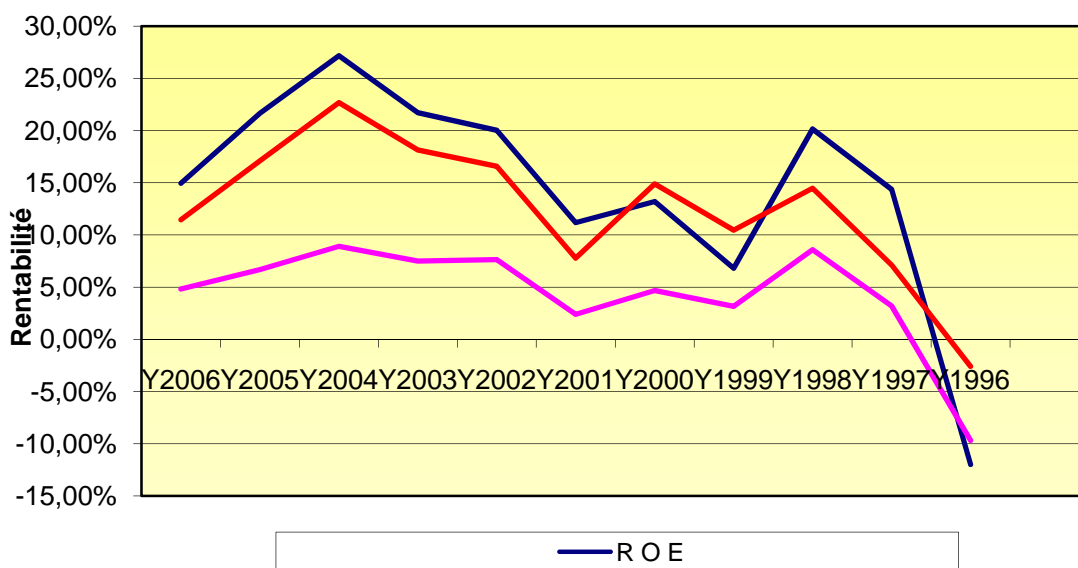
surtout une moins bonne contribution de NISSAN à la rentabilité du constructeur français pourraient laisser la place comme en 1996 à un effet de massue et à un ROE fortement négatif.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.NetIncome	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051
WS.TotalCommonEquity	19 198	15 551	13 070	11 421	9 769	9 400
ROE	14,94%	21,65%	27,17%	21,71%	20,02%	11,18%

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
WS.NetIncome	1 080	534	1 349	827	-800
WS.TotalCommonEquity	8 185	7 861	6 695	5 758	6 677
ROE	13,20%	6,80%	20,14%	14,37%	-11,99%

Le graphe ci-dessous permet de constater que l'effet de levier accroît le ROE dans les années favorables mais joue l'effet de massue en période de mauvaise conjoncture (1996).

Impact du levier financier



Chapitre 4 : Analyse de l'équilibre financier

L'analyse financière a connu une première phase de développement à la suite de la grande crise des années 30 aux USA. Les nombreuses faillites se révélèrent coûteuses pour les banques qui manifestèrent le souci de mieux se prémunir contre les risques de défaillance. L'étude de la solvabilité d'une entreprise à partir de ses états financiers a commencé à être systématisée et les premiers outils de l'analyse crédit ont été développés. En France, c'est surtout à partir des années 60 que se développe une école originale de l'analyse financière. Les banques sont de plus en plus conduites à l'époque à fournir aux entreprises les crédits nécessaires au financement de la croissance. Les ingénieurs financiers des banques françaises (en particulier, ceux de la BNP) vont développer une méthode d'analyse des bilans autour de trois concepts clés : le fonds de roulement, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie. Tout au long de ce chapitre, nous allons viser 2 objectifs : élaborer un état simplifié qui fournit au lecteur une estimation de ces 3 grandes masses financières et de l'évolution de l'équilibre financier, présenter les outils utiles au diagnostic des risques de crédit et de la solvabilité.

1. Analyse de l'équilibre financier

L'analyse de l'équilibre financier à travers le triptyque : Fond de Roulement ou FDR, Besoins en Fonds de Roulement ou BFR et Trésorerie ou TRE, trouve son origine dans l'analyse crédit développée par les banques. En effet, le rôle d'une banque est soit de fournir des crédits à une entreprise quand elle manque de liquidités, soit de lui proposer des placements lorsqu'elle a des excédents. Nous pouvons dire que les dettes à court terme financières, les placements à court terme et l'encaisse représentent la « place » de la banque au sein de l'entreprise. Pour synthétiser cette information, les ingénieurs financiers ont proposé le concept de trésorerie, différence entre les placements de trésorerie et l'encaisse d'une part, les crédits à court terme d'autre part. Pour expliquer l'importance et l'évolution de cette trésorerie, ils ont reclassé les différents éléments du bilan selon leur lien avec le cycle d'exploitation de l'entreprise. Tous les actifs et passifs liés aux opérations courantes d'achat, de stockage, de production et de vente ont été regroupés au sein d'une catégorie les besoins en fonds de roulement. Enfin, tous les passifs et actifs qui ont la caractéristique d'être stables dans l'entreprise, comme les immobilisations ou les fonds propres ou encore les dettes à long terme forment la catégorie du fonds de roulement.

a. Etude du Fonds de Roulement

Nous allons détailler dans un premier temps chacune des catégories d'actifs et de passifs constituant le Fonds de Roulement. Nous proposerons ensuite un cadre d'analyse de l'évolution du FDR.

i. Mesure

Le Fonds de Roulement est avant tout une mesure de ressources stables au sein de l'entreprise. Parmi toutes les ressources stables, on compte d'abord les capitaux propres, puis les dettes à long et moyen terme. Aucune de ces ressources n'a pour vocation à être remboursée à court terme. L'entreprise devrait en disposer au moins pour plus d'une année. On les désigne encore sous le terme de capitaux permanents. Ces capitaux peu exigibles vont constituer une solide base financière. L'entreprise doit engager sur la durée une partie de ces capitaux. En détenant des immobilisations, elle en fait un usage à long terme. Le fonds de Roulement est la différence entre ces capitaux stables et ces emplois de long terme. C'est ce qui reste des capitaux permanents, une fois les immobilisations financées.

1. Capitaux permanents

Les bilans nous permettent d'identifier trois catégories de capitaux permanents : les capitaux propres ou équivalents, les dettes à long et moyen terme et enfin des capitaux que nous rapprocherons des capitaux propres car ils représentent souvent une part de l'autofinancement dégagé par l'entreprise, non enregistrée parmi les profits mais toujours présente dans l'entreprise, pour l'essentiel des provisions pour risques et charges.

Dans le cas de RENAULT, nous avons les éléments suivants :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.TotalCommonEquity	20 718	19 198	15 551	13 070	11 421	9 769
WS.MinorityInterestBalSht	483	463	384	395	377	385
WS.PreferredStock	0	0	0	0	0	0
Capitaux propres et équivalents	21 201	19 661	15 935	13 465	11 798	10 154
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.TotalCommonEquity	9 400	8 185	7 861	6 695	5 758	6 677
WS.MinorityInterestBalSht	639	630	662	679	309	328
WS.PreferredStock	0	0	0	0	0	0
Capitaux propres et équivalents	10 039	8 815	8 522	7 374	6 067	7 005

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.NonEquityReserves	0	0	0	0	0	0
WS.ProvisionForRisksAndCharges	1 632	1 754	2 197	2 216	2 145	2 755
WS.UnappropriatedReserves	0	0	0	0	0	0
WS.DeferredIncome	0	0	680	685	718	837
WS.DeferredTaxesBalSht	13	-78	-231	-443	-648	-973
WS.OtherLiabilities	428	516	0	0	0	0
Autres capitaux stables	2 073	2 192	2 646	2 458	2 215	2 619
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.NonEquityReserves	0	0	0	0	0	0
WS.ProvisionForRisksAndCharges	3 830	3 897	3 159	2 958	2 506	2 107
WS.UnappropriatedReserves	0	0	0	0	0	0
WS.DeferredIncome	573	474	571	483	623	463
WS.DeferredTaxesBalSht	-1 125	-1 482	-1 059	-735	-401	-227
WS.OtherLiabilities	0	0	0	0	0	0
Autres capitaux stables	3 278	2 889	2 671	2 707	2 727	2 342
	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.LTDebtExclCapitalizedLeases	5 430	5 901	16 115	15 158	11 557	8 621
WS.DebtCapitalizedLeaseObligations	0	0	0	0	0	0
Dettes à long et moyen terme	5 430	5 901	16 115	15 158	11 557	8 621
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.LTDebtExclCapitalizedLeases	8 655	6 930	5 083	4 689	3 950	3 985
WS.DebtCapitalizedLeaseObligations	0	0	0	0	0	0
Dettes à long et moyen terme	8 655	6 930	5 083	4 689	3 950	3 985

Au total, les capitaux permanents de RENAULT se sont élevés à près de 29 milliards d'euros fin 2006 et ont doublé sur la décennie mais ils ont fortement chuté en 2005 du fait des remboursements des dettes à long et moyen terme.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Capitaux propres et équivalents	21 201	19 661	15 935	13 465	11 798	10 154
Autres capitaux stables	2 073	2 192	2 646	2 458	2 215	2 619
Dettes à long et moyen terme	5 430	5 901	16 115	15 158	11 557	8 621
Capitaux permanents	28 704	27 754	34 696	31 081	25 570	21 394
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Capitaux propres et équivalents	10 039	8 815	8 522	7 374	6 067	7 005
Autres capitaux stables	3 278	2 889	2 671	2 707	2 727	2 342
Dettes à long et moyen terme	8 655	6 930	5 083	4 689	3 950	3 985
Capitaux permanents	21 972	18 634	16 276	14 770	12 744	13 332

2. Immobilisations totales

On regroupe ici l'ensemble des immobilisations, quelle que soit leur nature : immobilisations corporelles ou incorporelles,

titres de participation ou immobilisations financières. Dans tous les cas, elles figurent pour leur valeur nette comptable.

Dans le cas de RENAULT, on peut observer une augmentation très élevée de ces éléments depuis 1995, en particulier au niveau des crédits accordés (triplement sur la période) et bien évidemment de la participation chez NISSAN.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.TotalPropPlantEquipNet	13 166	12 691	10 595	10 392	10 262	10 222
WS.TotalOtherAssets	3 798	2 972	2 016	1 449	948	324
WS.LTReceivables	9 431	9 798	10 692	9 874	8 417	7 765
WS.OtherInvestments	563	935	372	216	231	384
WS.InvestmentInUnconsolSubsidiaries	12 943	12 452	10 223	9 113	8 153	7 208
Immobilisations totales	39 901	38 848	33 898	31 044	28 011	25 903
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.TotalPropPlantEquipNet	11 001	9 843	9 050	9 235	8 675	8 320
WS.TotalOtherAssets	350	211	109	122	84	85
WS.LTReceivables	7 690	7 746	5 075	4 419	4 024	3 633
WS.OtherInvestments	388	520	537	562	609	671
WS.InvestmentInUnconsolSubsidiaries	6 262	4 905	284	292	557	570
Immobilisations totales	25 691	23 225	15 055	14 630	13 949	13 279

3. Le Fonds de Roulement

Le Fonds de Roulement s'obtient par différence entre les capitaux permanents et les immobilisations totales. Dans le cas de RENAULT, il est frappant de constater sa faiblesse. Il est le plus souvent négatif, c'est-à-dire que l'entreprise ne dispose pas de suffisamment de ressources stables pour financer les emplois longs. Quand il est positif, son montant reste faible par rapport aux masses engagées. Enfin, il s'est fortement dégradé en 2005 avec la baisse des capitaux permanents. Du point de vue de l'équilibre financier, il ne s'agit certainement pas d'un bon point.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Capitaux permanents	28 704	27 754	34 696	31 081	25 570	21 394
Immobilisations totales	39 901	38 848	33 898	31 044	28 011	25 903
FDR	-11 197	-11 094	798	37	-2 441	-4 509
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Capitaux permanents	21 972	18 634	16 276	14 770	12 744	13 332
Immobilisations totales	25 691	23 225	15 055	14 630	13 949	13 279
FDR	-3 719	-4 591	1 222	140	-1 206	53

ii. Evolution

Il est intéressant de mettre en évidence les variations du Fonds de Roulement et d'isoler les années particulièrement difficiles. Pour faciliter la lecture des chiffres, il convient de calculer également les variations des capitaux propres et celles des immobilisations. On peut dès lors mieux comprendre les raisons de ces évolutions.

Dans le cas de RENAULT, les années 1996, 1999, 2001 et 2005 semblent particulièrement défavorables.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Δ Capitaux permanents	950	-6 942	3 615	5 511	4 176	-578
Δ Immobilisations totales	1 053	4 950	2 854	3 033	2 108	212
Δ FDR	-103	-11 892	761	2 478	2 068	-790
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Δ Capitaux permanents	3 338	2 358	1 506	2 027	-588	
Δ Immobilisations totales	2 466	8 170	424	681	670	
Δ FDR	872	-5 812	1 081	1 346	-1 258	

Les raisons en sont cependant différentes. En 1996, la diminution des capitaux permanents est la conséquence des pertes enregistrées et du maintien de la distribution de dividendes (voir au chapitre 2 le « clean surplus »). En 1999, c'est la prise de participation dans NISSAN qui fait bondir le poste Immobilisations. Cette acquisition de l'ordre de 5 milliards d'euros n'a été financée qu'à hauteur de moitié par des ressources stables et encore de l'endettement. Nous savons que 2001 est une année particulière marquée par la cession des activités poids lourds et qu'il est délicat de commenter les variations, le périmètre de l'entreprise ayant évolué. Tout juste, pouvons-nous noter la baisse conséquente des autres capitaux stables et plus particulièrement des provisions pour pertes et charges. Enfin, la baisse de 2005 du FDR est comme nous l'avons déjà mentionné la conséquence directe du désendettement à long et moyen terme de RENAULT.

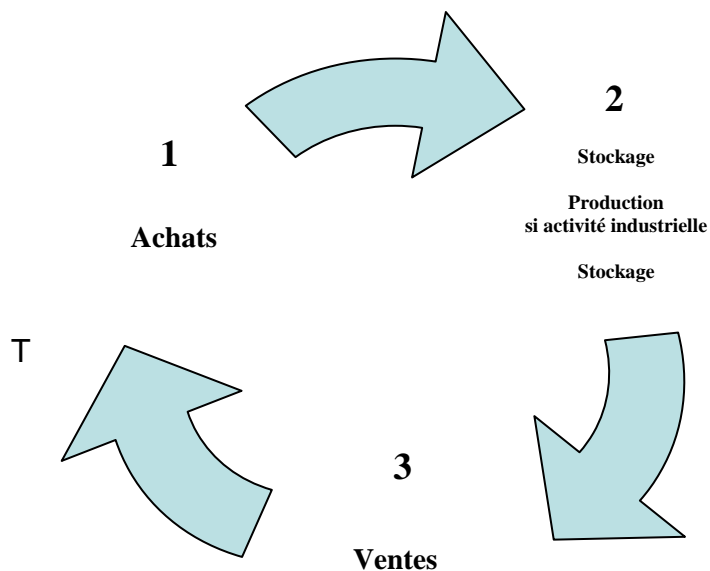
iii. Synthèse

Du point de vue du Fonds de Roulement, la situation financière de RENAULT semble manquer de solidité. A plusieurs reprises, ce dernier s'est fortement dégradé. L'entreprise ne dispose pas d'une base solide en fonds propres qui lui permette de faire face aux exigences de la croissance externe, aux aléas de la conjoncture ou aux exigences de désendettement. On peut relever que la

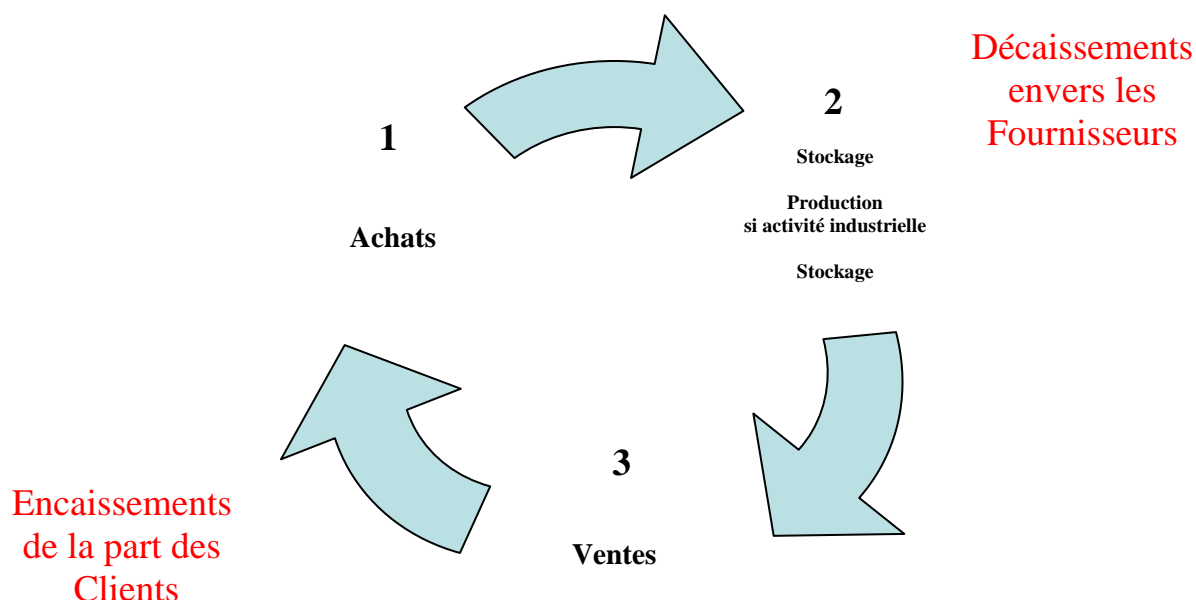
privatisation ne lui a permis d'augmenter ses fonds propres et d'acquiescer de ce point de vue une aisance plus grande.

b. Etude des Besoins en Fonds de Roulement

Le cycle d'exploitation d'une entreprise est représenté par la séquence suivante :



Les décaissements suivent nécessairement les achats et se produisent au terme du crédit accordé par les fournisseurs. Les



encaissements clients succèdent aux ventes à un rythme qui dépend des crédits accordés. Ce qui est important de constater, c'est que pour la plupart des entreprises (surtout industrielles), les décaissements liés à l'exploitation précèdent les encaissements. De là, apparaît un besoin de financement. Comme le cycle achats –

stockage – production- stockage – ventes se reproduit de manière permanente, le besoin de financement se renouvelle lui aussi de manière permanente.

Sa traduction au plan comptable apparaît au bilan à travers les comptes de stocks, de créances clients, de charges constatées d'avance, de dettes fournisseurs et de charges à payer.

i. Mesure

On distingue les actifs d'exploitation et les passifs d'exploitation. Nous verrons par ailleurs 2 mesures du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) : le BFR limité aux 3 rubriques Stocks, Clients et Fournisseurs et le BFR total comprenant l'ensemble des postes pouvant être considérés comme des charges, soit payées d'avance, soit à payer.

1. Les actifs d'exploitation

Les actifs d'exploitation comprennent tous les actifs courants qui ne sont pas des placements de trésorerie ou de l'encaisse. Ils ont tous la caractéristique d'être directement reliés au cycle d'exploitation. Les stocks sont constitués de marchandises ou de matières achetées avant d'être utilisées, de produits en attente d'être vendus. Les comptes clients correspondent à des ventes en attente d'être encaissées. Les charges payées d'avance correspondent à des charges d'exploitation dont le règlement précède la consommation effective.

Dans le cas de RENAULT, l'évolution des actifs d'exploitation a été la suivante :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.TotalInventories	5 314	5 862	5 142	4 872	4 780	4 832
WS.TotalReceivables	14 658	14 991	13 417	13 468	13 100	13 115
WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0	0
WS.PrepaidExpenseInclTaxes	148	120	422	449	422	394
Total des actifs de BFR	20 120	20 973	18 981	18 789	18 302	18 341
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.TotalInventories	5 996	4 870	4 022	3 713	3 303	3 069
WS.TotalReceivables	13 763	12 497	10 040	8 702	8 309	8 484
WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0	0
WS.PrepaidExpenseInclTaxes	559	400	430	1 408	458	428
Total des actifs de BFR	20 318	17 767	14 492	13 822	12 069	11 981

2. Les passifs d'exploitation

Les passifs d'exploitation comprennent tous les passifs à court terme qui ne sont pas des dettes de trésorerie (crédits bancaires ou billets de trésorerie). Ils ont tous la caractéristique d'être directement reliés au cycle d'exploitation. Les comptes fournisseurs correspondent aux achats non encore réglés. Les charges à payer sont constituées des charges d'exploitation dont le règlement n'a pas encore été effectué. En pratique, elles ne sont pas toujours faciles à identifier. En effet, on trouve parmi les dettes à court terme des charges à payer, des dettes bancaires mais aussi un certain nombre de paiements en attente qu'il est difficile de considérer comme réellement liés au cycle d'exploitation mais qui constituent bien des décalages de trésorerie. C'est le cas par exemple des sommes dues pour l'impôt sur les sociétés ou encore à des fournisseurs d'immobilisations. C'est pourquoi, la délimitation des passifs d'exploitation reste délicate.

Dans le cas de RENAULT, l'évolution des passifs d'exploitation a été la suivante :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.AccountsPayable	7 384	7 788	7 234	7 197	6 933	7 246
WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCurrentLiabilities	6 896	6 940	5 653	5 240	5 157	3 803
WS.IncomeTaxesPayable	617	646	1 046	900	855	866
WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0	0
WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0	0
Total des passifs de BFR	14 897	15 374	13 933	13 337	12 945	11 915
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.AccountsPayable	7 853	7 402	6 307	5 473	4 555	4 447
WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCurrentLiabilities	4 791	4 480	2 509	2 227	2 216	2 137
WS.IncomeTaxesPayable	796	786	1 231	912	478	473
WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0	0
WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0	0
Total des passifs de BFR	13 440	12 669	10 047	8 612	7 250	7 057

3. Le BFR limité

Parce que d'une part, la délimitation des charges à payer et des charges payées d'avance n'est pas facile à réaliser et que d'autre part en pratique les composantes les plus importantes du BFR sont les stocks, les clients et les fournisseurs, nous proposons de calculer en premier lieu le BFR limité pour lequel il n'y a aucun doute concernant les liens avec le cycle d'exploitation.

Dans le cas de RENAULT, nous disposons des estimations suivantes :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.TotalInventories	5 314	5 862	5 142	4 872	4 780	4 832
WS.TotalReceivables	14 658	14 991	13 417	13 468	13 100	13 115
WS.AccountsPayable	7 384	7 788	7 234	7 197	6 933	7 246
BFR limité	12 588	13 065	11 325	11 143	10 947	10 701
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.TotalInventories	5 996	4 870	4 022	3 713	3 303	3 069
WS.TotalReceivables	13 763	12 497	10 040	8 702	8 309	8 484
WS.AccountsPayable	7 853	7 402	6 307	5 473	4 555	4 447
BFR limité	11 906	9 965	7 756	6 941	7 056	7 106

4. Le BFR total

Le BFR total s'obtient en faisant la différence entre les actifs d'exploitation et les passifs d'exploitation. L'évaluation du BFR total pour RENAULT est donnée dans le tableau suivant :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Total des actifs de BFR	20 120	20 973	18 981	18 789	18 302	18 341
Total des passifs de BFR	14 897	15 374	13 933	13 337	12 945	11 915
BFR Total	5 223	5 599	5 048	5 452	5 357	6 426
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Total des actifs de BFR	20 318	17 767	14 492	13 822	12 069	11 981
Total des passifs de BFR	13 440	12 669	10 047	8 612	7 250	7 057
BFR Total	6 878	5 099	4 446	5 210	4 820	4 924

ii. Evolution

Il est important de mettre en évidence l'évolution du BFR et de la comparer à celle des ventes. Dans le cas de RENAULT, les deux mesures du BFR donnent des taux de croissance géométrique différents de celui des ventes entre 1995 et 2006. Pour le BFR limité, on obtient un taux de 5,34% à comparer au taux de croissance des ventes de 3,63%. Le phénomène est opposé si on se réfère au BFR total (0,54 %). Ceci ne traduit pas une amélioration de la gestion du cycle d'exploitation chez RENAULT.

Le deuxième aspect à prendre en compte dans l'évolution du BFR est la volatilité de ce dernier. L'outil utilisé ici est l'écart-

type du taux de variation annuelle normée par les ventes. Dans le cas de RENAULT, il est frappant de constater que quelle que soit la mesure (BFR limité ou BFR total), cette volatilité est élevée, de 2 à 3%. C'est un élément d'incertitude important concernant l'évolution de la trésorerie.

Variation BFR limité		Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
		-477	1 740	182	196	246	-1 205
	en %	-1,15%	4,21%	0,44%	0,47%	0,60%	-2,91%
	Moyenne		1,21%		Ecart-type		2,59%
Variation BFR total		-376	551	-404	95	-1 069	-452
	en %	-0,91%	1,33%	-0,98%	0,23%	-2,59%	-1,09%
	Moyenne		0,07%		Ecart-type		1,92%
Corrél. % var. BFR limité / % BFR total		0,642					
Variation BFR limité		Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
		941	2 209	815	-114	-50	
	en %	4,70%	5,34%	1,97%	-0,28%	-0,12%	
Variation BFR total		1 779	653	-765	390	-104	
	en %	4,30%	1,58%	-1,85%	0,94%	-0,25%	

On peut s'interroger sur le fait qu'une mesure du BFR est susceptible d'apporter plus d'information qu'une autre. Pour ce faire, nous proposons de calculer le coefficient de corrélation entre les variations du BFR limité et celles du BFR total. Dans le cas de RENAULT, la corrélation est moyenne : 0,642 ce qui indique que le BFR limité ne prend en compte qu'une partie des variations que subit la trésorerie.

La dernière interrogation qu'il convient de se poser concernant l'évolution des BFR est de savoir si la cause essentielle d'évolution est la variation des ventes ou si les modifications dans les délais ont plus d'importance. Pour obtenir une réponse, nous proposons de calculer le coefficient de corrélation entre les taux de variation des BFR et les taux de variation des ventes. Dans le cas de RENAULT, pour les 2 mesures, les coefficients sont faibles voire très faibles : 0,300 (BFR limité) et 0,095 (BFR total). Les variations du BFR ont donc dans le cas de RENAULT peu de chose à voir avec la croissance de l'activité.

iii. Synthèse

RENAULT a sans aucun doute amélioré la gestion de son cycle d'exploitation et les besoins de financement ont été très fortement contenus. Ceci a dû jouer un rôle positif sur l'évolution de la trésorerie. Cependant, autour de cette tendance générale, les variations de BFR ont pu, année après année, connaître de fortes amplitudes qui ne sont en rien expliquées par les fluctuations des ventes. Le phénomène ne se limite à l'apparition de décalages autour des comptes de

charges payées d'avance ou de charges à payer, ce qui serait peut-être la conséquence de manipulations comptables. On trouve une variabilité identique au niveau des comptes fondamentaux de stocks, clients et fournisseurs.

c. Etude de la Trésorerie

Le concept de trésorerie recouvre en analyse financière deux éléments : la trésorerie active et la trésorerie passive. La première comprend l'ensemble des placements financiers à court terme et l'encaisse. La seconde est composée des dettes bancaires à court terme et d'autres dettes financières à court terme, comme les billets de trésorerie par exemple. La trésorerie est égale à la différence entre la trésorerie active et la trésorerie passive.

Généralement, l'une des composantes est prédominante. Par exemple, si l'entreprise a recours abondamment aux emprunts à court terme, il y a peu de chance qu'elle maintienne simultanément des placements importants à court terme. En effet, leur taux de rentabilité ne peut qu'être inférieur au coût des dettes (sinon, il y aurait place pour des arbitrages rentables au détriment des banques, ce qui est peu probable !). De même, si l'entreprise dispose de liquidités abondantes et détient des valeurs de trésorerie, elle n'a aucun intérêt à contracter des emprunts à court terme.

i. Mesure

Il existe deux modes de calcul de la trésorerie. Le premier permet de décrire son origine. Le second fournit un éclairage sur sa composition.

La trésorerie est d'abord la différence entre le fonds de roulement et le besoin en fonds de roulement. Si elle est positive, elle correspond à l'excès de ressources permanentes non utilisées pour les besoins du cycle d'exploitation. Si elle est négative, elle indique un besoin de financement permanent qui doit être comblé à l'aide d'emprunts à court terme. Comme le besoin est structurel et la ressource à horizon limité, l'entreprise est d'une part exposée à un risque d'insolvabilité, d'autre part obligée de renouveler ces financements périodiquement. En cas de hausse des taux d'intérêts, elle n'échappera pas alors à une augmentation du coût de son endettement.

Dans le cas de RENAULT, on peut observer que la trésorerie est négative sur toute la période. Le FDR étant lui-même souvent négatif, n'apporte aucun moyen pour financer le BFR. La situation s'était détériorée jusqu'en 2001 puis elle avait connu une embellie relative. L'année 2005 marque un retournement et une aggravation de la situation de trésorerie.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
FDR	-11 197	-11 094	798	37	-2 441	-4 509
BFR Total	5 223	5 599	5 048	5 452	5 357	6 426
Trésorerie	-16 420	-16 693	-4 250	-5 415	-7 798	-10 935
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
FDR	-3 719	-4 591	1 222	140	-1 206	53
BFR Total	6 878	5 099	4 446	5 210	4 820	4 924
Trésorerie	-10 597	-9 689	-3 224	-5 070	-6 025	-4 871

La trésorerie est ensuite la différence entre la trésorerie active et la trésorerie passive. Dans le cas de RENAULT, on peut observer que la trésorerie passive est bien évidemment dominante. Cependant, la trésorerie active n'est pas négligeable. Ceci doit tenir au caractère international du groupe et à ses activités financières. RENAULT ne peut pas optimiser sa trésorerie au sens où une partie de l'endettement à court terme pourrait être remplacée par l'utilisation d'excédents de liquidités présents au sein du groupe. Notons enfin le doublement des dettes à court terme après une longue période de stabilité.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.CashAndSTInvestments	8 507	8 281	7 103	6 609	5 130	3 935
WS.STDebtAndCurPortLTDebt	24 927	24 974	11 353	12 024	12 928	14 870
Trésorerie	-16 420	-16 693	-4 250	-5 415	-7 798	-10 935
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.CashAndSTInvestments	4 045	3 725	7 323	5 677	6 543	7 532
WS.STDebtAndCurPortLTDebt	14 642	13 414	10 547	10 747	12 568	12 403
Trésorerie	-10 597	-9 689	-3 224	-5 070	-6 025	-4 871

ii. Evolution

L'évolution est mise en évidence à travers le calcul des variations annuelles. Dans la mesure où la trésorerie peut être positive ou négative, mieux vaut s'abstenir de calculer des taux de variation. La moyenne simple renseigne sur la tendance. L'écart-type comparé à la moyenne donne une indication sur la volatilité.

Dans le cas de RENAULT, la moyenne est négative et traduit la dégradation de la trésorerie sur la période. L'écart-type est 4 fois plus important que la valeur absolue de la moyenne et souligne la forte variabilité de la trésorerie : amélioration de 3 137 millions d'euros en 2002 et baisse de 12 443 en 2005 !

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Variation de la trésorerie	273	-12 443	1 165	2 383	3 137	-338
Moyenne	-1 050					
Ecart-type	4 561					
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Variation de la trésorerie	-908	-6 465	1 846	955	-1 154	

iii. Synthèse

RENAULT subit du fait de l'insuffisance de son FDR une trésorerie négative qui s'est fortement dégradée en 2005. De plus, les évolutions irrégulières du FDR et du BFR génèrent une forte volatilité des variations de la trésorerie. L'entreprise doit disposer en conséquence d'un accès important sécurisé à l'endettement à court terme.

2. Analyse de la solvabilité

Une entreprise ne peut espérer pouvoir s'endetter que si elle donne une idée suffisamment rassurante de sa capacité à faire face à ses obligations financières. L'analyse de cette capacité est généralement conduite dans deux directions : l'étude de la liquidité et celle de l'endettement. Le jugement d'organismes spécialisés et indépendants, les agences de notation, apporte une information supplémentaire précieuse en la matière.

a. Les ratios de liquidité

La liquidité est la capacité de l'entreprise à transformer rapidement certains de ses actifs en monnaie pour faire face à ses dettes les plus exigibles. La liquidité est le plus souvent mesurée sous la forme de ratios portant au numérateur le montant des actifs les plus faciles à liquider et au dénominateur les passifs dont le terme est particulièrement rapproché. On distingue habituellement 3 ratios de liquidité.

i. Liquidité générale

Le ratio de liquidité générale est égal au rapport des actifs courants (stocks, clients, placements de trésorerie, encaisse ...) et des passifs à moins d'un an :

$$\frac{\text{Actifs courants}}{\text{Dettes à court terme}}$$

D'une certaine manière, le ratio de liquidité générale est redondant avec la mesure du fonds de roulement. Par égalité de l'actif et du passif, il est facile de montrer que le FDR est aussi égal à la différence entre les actifs courants et les dettes à court terme. Aussi, un ratio de liquidité générale supérieur (inférieur) à 1 désigne une entreprise dont le FDR est positif (négatif).

Il est difficile de fixer une norme satisfaisante pour ce ratio. En effet, le niveau souhaitable du FDR dépend de l'importance du BFR. Il en découle que le niveau satisfaisant de ce ratio dépend de la nature du cycle d'exploitation de l'entreprise. Par exemple, un ratio de 1,2 sera très adapté pour une entreprise dont le BFR est nul alors qu'un ratio de 1,5 pourra être considéré comme insuffisant pour une entreprise dont le cycle d'exploitation est particulièrement long.

De manière générale, nous recommandons de s'abstenir de comparer ce ratio à une norme arbitraire. Seules des appréciations relatives peuvent être énoncées. En observant une évolution dans le temps, on peut mettre en évidence une amélioration ou une détérioration de la liquidité. En comparant la valeur obtenue pour une entreprise à celles de firmes appartenant au même secteur, on peut conclure sur sa force ou sa faiblesse relative.

Dans le cas de RENAULT, on peut observer que le ratio de liquidité générale est le plus souvent inférieur à 1. Par ailleurs, il a connu une forte détérioration en 2005. Tout ceci conforte l'analyse précédente du FDR.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.TotalInventories	5 314	5 862	5 142	4 872	4 780	4 832
WS.TotalReceivables	14 658	14 991	13 417	13 468	13 100	13 115
WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0	0
WS.PrepaidExpenseInclTaxes	148	120	422	449	422	394
WS.CashAndSTInvestments	8 507	8 281	7 103	6 609	5 130	3 935
Actifs courants	28 627	29 254	26 084	25 398	23 432	22 276
WS.AccountsPayable	7 384	7 788	7 234	7 197	6 933	7 246
WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCurrentLiabilities	6 896	6 940	5 653	5 240	5 157	3 803
WS.IncomeTaxesPayable	617	646	1 046	900	855	866
WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0	0
WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0	0
WS.STDebtAndCurPortLTDebt	24 927	24 974	11 353	12 024	12 928	14 870
Passifs à court terme exigibles	39 824	40 348	25 286	25 361	25 873	26 785
Ratio de liquidité générale	0,72	0,73	1,03	1,00	0,91	0,83

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.TotalInventories	5 996	4 870	4 022	3 713	3 303	3 069
WS.TotalReceivables	13 763	12 497	10 040	8 702	8 309	8 484
WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0	0
WS.PrepaidExpenseInclTaxes	559	400	430	1 408	458	428
WS.CashAndSTInvestments	4 045	3 725	7 323	5 677	6 543	7 532
Actifs courants	24 363	21 492	21 815	19 499	18 612	19 513
WS.AccountsPayable	7 853	7 402	6 307	5 473	4 555	4 447
WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCurrentLiabilities	4 791	4 480	2 509	2 227	2 216	2 137
WS.IncomeTaxesPayable	796	786	1 231	912	478	473
WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0	0
WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0	0
WS.STDebtAndCurPortLTDebt	14 642	13 414	10 547	10 747	12 568	12 403
Passifs à court terme exigibles	28 082	26 083	20 594	19 359	19 818	19 460
Ratio de liquidité générale	0,87	0,82	1,06	1,01	0,94	1,00

ii. Liquidité réduite

Le reproche adressé au ratio de liquidité générale est d'intégrer parmi les actifs des éléments relativement peu liquides : les stocks. En effet, on ne peut guère imaginer qu'une entreprise puisse continuer son exploitation en absence de stocks. Par ailleurs, certains stocks peuvent s'avérer difficiles à négocier dans un espace de temps limité. Pour contourner cette difficulté, il est possible de calculer le ratio de liquidité réduite. La différence avec le précédent est que les stocks sont exclus du numérateur :

$$\frac{\text{Actifs réalisables et disponibles}}{\text{Dettes à court terme}}$$

Plusieurs remarques peuvent être adressées pour son usage pratique. On ne doit, comme le ratio de liquidité générale, qu'en faire une référence relative (comparaison dans le temps ou au sein d'un échantillon sectoriel). Le plus souvent, ce ratio apporte une information très voisine de celle procurée par le ratio de liquidité générale : aussi le calcul de l'un d'eux suffit. Il est certainement mieux adapté à des entreprises de service pour qui les stocks sont négligeables et les variations non significatives.

Dans le cas de RENAULT, nous obtenons les valeurs suivantes :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Actifs courants moins les stocks	23 313	23 392	20 942	20 526	18 652	17 444
Passifs à court terme exigibles	39 824	40 348	25 286	25 361	25 873	26 785
Ratio de liquidité réduite	0,59	0,58	0,83	0,81	0,72	0,65

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Actifs courants moins les stocks	18 367	16 622	17 793	15 787	15 310	16 444
Passifs à court terme exigibles	28 082	26 083	20 594	19 359	19 818	19 460
Ratio de liquidité réduite	0,65	0,64	0,86	0,82	0,77	0,84

iii. Liquidité immédiate

Le ratio de liquidité immédiate ne retient que les actifs les plus liquides, susceptibles d'être immédiatement mobilisés pour le règlement de dettes :

$$\frac{\text{Actifs de trésorerie}}{\text{Dettes à court terme}}$$

Cependant, l'usage de ce ratio est le plus souvent problématique. Il n'a guère de sens quand la trésorerie est négative. En effet, l'augmentation des dettes à court terme pour financer des placements de trésorerie améliore mécaniquement le ratio alors que la situation financière de l'entreprise ne s'en trouve guère améliorée. Pire, elle peut se révéler onéreuse. L'usage de ce ratio doit être limité aux entreprises bénéficiant d'une trésorerie positive et faisant usage d'un abondant crédit fournisseur (entreprises de grande distribution, par exemple). C'est alors une bonne mesure du risque de trésorerie. Il faut toutefois conserver le principe de prudence précédemment énoncé : mieux vaut en faire une référence relative (comparaison dans le temps ou au sein d'un échantillon sectoriel).

Dans le cas de RENAULT, les valeurs suivantes sont de peu d'intérêt :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Actifs de trésorerie	8 507	8 281	7 103	6 609	5 130	3 935
Passifs à court terme exigibles	39 824	40 348	25 286	25 361	25 873	26 785
Ratio de liquidité immédiate	0,21	0,21	0,28	0,26	0,20	0,15
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Actifs de trésorerie	4 045	3 725	7 323	5 677	6 543	7 532
Passifs à court terme exigibles	28 082	26 083	20 594	19 359	19 818	19 460
Ratio de liquidité immédiate	0,14	0,14	0,36	0,29	0,33	0,39

iv. Synthèse

La liquidité générale de RENAULT est médiocre sur la période (ratio inférieur à 1). De plus, elle se dégrade fortement en 2005. La flexibilité financière apparaît faible et l'entreprise doit gérer les risques propres au renouvellement d'un fort encours de dettes à court terme.

b. Les ratios d'endettement

Les risques d'insolvabilité nés de l'endettement sont d'autant plus élevés que ce dernier occupe une place importante dans le financement de l'entreprise. Pour apprécier la situation, l'analyste dispose de 3 outils :

- le ratio d'endettement total
- le ratio d'indépendance financière
- et les ratios de couverture

i. Poids de la dette

Le ratio le plus commun est le ratio d'endettement total qui rapporte le montant de toutes les dettes au total de l'actif ou du passif, ce qui revient au même.

Dans le cas de RENAULT, ce ratio après avoir culminé en 1999 a connu une diminution régulière. L'entreprise a cherché à se désendetter et à réduire son risque de ce point de vue.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Total des dettes	45 254	46 249	41 401	40 519	37 430	35 406
Total du passif	68 045	67 639	59 598	56 047	51 066	47 794
dettes en % du passif	66,5%	68,4%	69,5%	72,3%	73,3%	74,1%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Total des dettes	36 737	33 013	25 677	24 048	23 768	23 445
Total du passif	49 415	44 086	36 209	33 450	32 253	32 463
dettes en % du passif	74,3%	74,9%	70,9%	71,9%	73,7%	72,2%

ii. Indépendance financière

Les capitaux permanents jouent un rôle crucial dans l'équilibre financier de l'entreprise. Ils fournissent les ressources nécessaires au FDR. Il peut être intéressant d'apprécier la part des dettes à long et moyen terme dans ces capitaux permanents. Plus elle est élevée, plus la dépendance de l'entreprise vis-à-vis de ses prêteurs est grande ; L'instrument d'analyse est le ratio d'indépendance (autonomie) financière :

$$1 - \frac{\text{Dettes à long et moyen terme}}{\text{Capitaux permanents}}$$

Sous cette forme, plus les dettes sont faibles, plus le ratio est élevé et l'indépendance forte. Dans le cas de RENAULT, on peut observer une amélioration significative de l'autonomie financière sur cette période.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Dettes à long terme	5 430	5 901	16 115	15 158	11 557	8 621
Capitaux permanents	28 704	27 754	34 696	31 081	25 570	21 394
Ratio d'indépendance financière	81,1%	78,7%	53,6%	51,2%	54,8%	59,7%
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
Dettes à long terme	8 655	6 930	5 083	4 689	3 950	3 985
Capitaux permanents	21 972	18 634	16 276	14 770	12 744	13 332
Ratio d'indépendance financière	60,6%	62,8%	68,8%	68,3%	69,0%	70,1%

iii. Couverture des intérêts liés aux dettes

Les dettes financières génèrent des charges obligatoires : les intérêts. Pour apprécier les risques pris par la firme, il peut être intéressant de rapprocher une mesure de sa capacité à faire face à ses engagements à partir des résultats qu'elle dégage. Les ratios dits de couverture répondent à cet objectif.

Le plus courant est celui de couverture des charges d'intérêts de la dette par l'EBIT. Plus il est élevé, plus l'entreprise a de chance de faire face à ses charges financières sans devoir dégager des pertes.

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Intérêts liés aux dettes}}$$

Comme pour les ratios de liquidité, l'analyste doit privilégier les études relatives : évolution des ratios dans le temps ou comparaison à l'intérieur d'un même secteur et se garder de rechercher des normes absolues. Par ailleurs, ces ratios de couverture font figurer une mesure de résultat au numérateur.

La direction financière de RENAULT a sensiblement réduit son risque sur la période.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.InterestExpenseOnDebt	333	248	518	316	328	366
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	3 531	4 032	4 770	3 339	2 785	1 386
Ratios de couverture						
EBIT/Intérêts liés aux dettes	10,60	16,26	9,21	10,57	8,49	3,79
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.InterestExpenseOnDebt	368	298	315	405	443	489
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	2 091	1 459	2 014	1 029	-418	790
Ratios de couverture						
EBIT/Intérêts liés aux dettes	5,68	4,89	6,39	2,54	-0,94	1,62

c. Notation

La notation par une agence procure une opinion sur la capacité de l'entreprise à faire face à ses obligations financières (paiement des intérêts, remboursement des dettes ...). Ces indications sont très utilisées par les établissements financiers et les investisseurs en général pour apprécier le risque de crédit qu'il supporterait, c'est-à-dire sur la probabilité de recouvrer les sommes qu'ils auraient éventuellement prêtées.

Les agences de notation les plus importantes dans le monde sont Standard & Poors, Moody's et Fitch. Elles fournissent des notes à la fois pour les crédits à long terme et pour les crédits à court terme.

Les échelles de notation utilisées par chacune d'entre elles sont relativement similaires, même si elles diffèrent quelque peu au niveau de la forme. Elles distinguent pour les créances à long terme 2 catégories : les « investment grades » qui signalent les cas les moins risqués que peuvent choisir les investisseurs les plus adverses au risque et les « speculative grades » qui regroupent les entreprises pour lesquelles le risque de défaillance pas négligeable.

Les notes se présentent sous la forme de suite de lettres accompagnées éventuellement d'un chiffre(1,2 3 pour Moody's) ou d'un signe (+ ou – pour Fitch par exemple).

	Fitch Standard & Poors	Moody's	
Investment grades			
	AAA	Aaa	La note la plus élevée : risque de défaillance négligeable
	AA	Aa	Très haute qualité : risque très faible
	A	A	Haute qualité : risque faible
	BBB	Baa	Bonne qualité : risque présent seulement en cas de conjoncture économique exceptionnellement défavorable
Speculative grades	BB	Ba	Spéculatif : possibilité de risque de défaillance en cas de conjoncture défavorable
	B	B	Très spéculatif : risque de défaillance présent mais avec une possibilité de l'éviter
	CCC	Caa	Réelle possibilité de défaillance : seule une conjoncture favorable peut permettre de l'éviter
	CC	Ca	Une forme de défaillance est probable
	C		La défaillance est imminente
	D	C	Société en défaillance

i. Notes de Renault

Fin 2006, les créances à long terme de RENAULT bénéficiaient d'une note BBB+ accordée par Fitch.

Renault SA

[initial press release >>](#)
[view research >>](#)

Issuer Summary

Market Sector(s): Auto & Related, Automotive Manufacturer, Corporates

Country: France

Analyst(s): Bulle, Emmanuel (Primary)
Leitner, Markus

Credit Ratings

Long Term Issuer Default Rating: BBB+ 16-OCT-2006 Affirmed **Outlook:** Stable

SENIOR UNSECURED

Emtn Programme

MATURITY DATE	CURRENCY	ORIGINAL AMOUNT	COUPON RATE	RATINGS		CUSIP	ISIN
				LONG TERM	SHORT TERM		
N/A	EUR	7,000,000,000	--	BBB+	--	--	--

Notes

MATURITY DATE	CURRENCY	ORIGINAL AMOUNT	COUPON RATE	RATINGS		CUSIP	ISIN
				LONG TERM	SHORT TERM		
26-JUN-2009	EUR	1,000,000,000	6.125%	BBB+	--	--	FR0000489767
24-MAY-2013	EUR	500,000,000	4.375%	BBB+	--	--	FR0010326942
19-OCT-2007	EUR	500,000,000	6.375%	BBB+	--	--	FR0000483083
27-OCT-2008	EUR	60,000,000	--	BBB+	--	--	XS0178289160
28-MAY-2010	EUR	750,000,000	4.625%	BBB+	--	--	FR0000474843
14-DEC-2012	JPY	10,000,000,000	1.48%	BBB+	--	--	JP525019B5C6
15-DEC-2009	JPY	25,000,000,000	.98%	BBB+	--	--	JP525019A4C0
15-DEC-2010	JPY	25,000,000,000	1.12%	BBB+	--	--	JP525019A5C7
02-DEC-2008	JPY	30,000,000,000	1.23%	BBB+	--	--	JP525019A3C2

Une notation identique est donnée par Standard & Poors. Moody's donne une note équivalente : Baa1. En conséquence, RENAULT figure parmi les « investment grades ». Son risque de crédit est de bonne qualité mais il appartient à l'une des catégories les plus basses des « investment grades ». Une détérioration de sa structure financière pourrait avoir des conséquences très graves car le taux d'intérêt pour les « speculative grades » est beaucoup plus élevé.

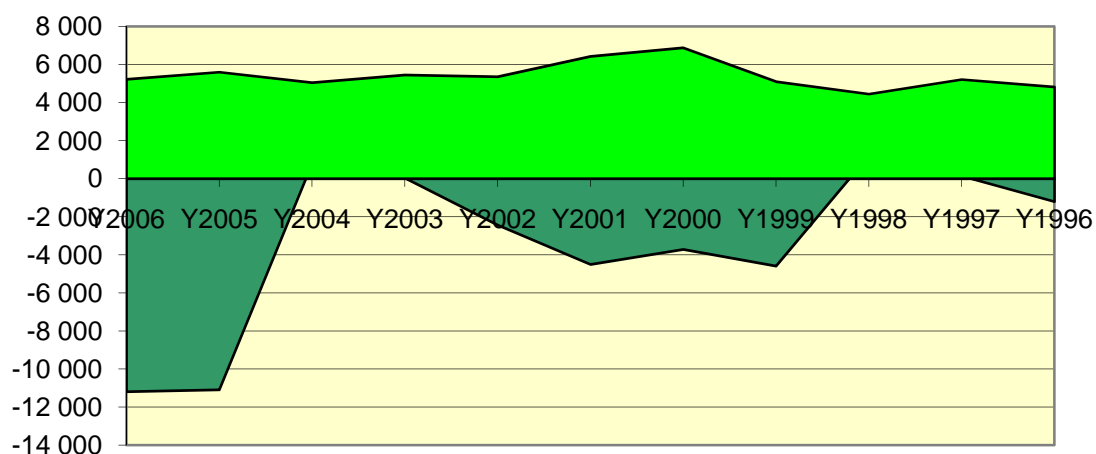
ii. Comparaison avec les concurrents

La situation de RENAULT par rapport à ses concurrents est médiane. Elle est loin d'être aussi brillante que celle de TOYOTA (AAA) mais bien meilleure que celles de ses concurrents américains qui figurent eux parmi les « speculative grades ».

		FITCH	MOODYS	STANDARD POORS
TOYOTA MOTOR CORPORATION	JPN	AAA	Aaa	AAA
BAYERISCHE MOTOREN WERKE	DEU		A1	A+
HONDA MOTOR CO., LTD.	JPN	A+	Baa1	A+
SUZUKI MOTOR CORPORATION	JPN			A-
VOLKSWAGEN AG	DEU	A-	A3	A-
NISSAN MOTOR CO LTD	JPN	A-	Baa1	BBB+
PEUGEOT S.A.	FRA	A-	A3	BBB+
RENAULT	FRA	BBB+	Baa1	BBB+
HYUNDAI MOTOR COMPANY LIMITED	KOR		Baa3	BBB-
KIA MOTORS CORPORATION	KOR		Baa3	BBB-
DAIMLERCHRYSLER AG	DEU	BBB+	Baa1	BBB
MAZDA MOTOR CORPORATION	JPN		Ba3	BB-
FIAT SPA	ITA	BB	Ba3	BB
FORD MOTOR COMPANY	USA	B	Caa1	B-
GENERAL MOTORS CORPORATION	USA	B	Caa1	B-
MITSUBISHI MOTORS CORPORATION	JPN		Ba3	B-

Pour conclure, l'équilibre financier de RENAULT n'est pas problématique mais l'entreprise ne connaît pas une situation de totale aisance financière.

Evolution du FDR et du BFR



Chapitre 5 : Analyse des emplois et ressources

L'analyse des emplois et des ressources permet de suivre tout au long d'une période la stratégie financière d'une entreprise. On a l'habitude de classer les flux de fonds en trois grandes catégories : les flux liés aux opérations courantes, les flux liés aux opérations d'investissement et enfin les flux liés aux financements. Le solde de ces flux correspond aux fluctuations de l'encaisse.

1. Flux liés aux opérations courantes

L'exploitation courante est à la source de flux d'encaissements (principalement en provenance des clients) et de décaissements (vis-à-vis des fournisseurs, prestataires de services, salariés, Etat et tiers divers). Si le solde est positif, l'exploitation est une source de fonds que l'entreprise peut utiliser pour autofinancer en partie voire en totalité ses investissements et rémunérer ses bailleurs de fonds. Si le solde est négatif, l'exploitation « brûle » des fonds soit du fait d'une croissance exceptionnelle, soit du fait d'une détérioration extrême de sa rentabilité. Dans les deux cas, l'entreprise est dépendante de sources de financement externe pour survivre. On comprend dès lors pourquoi la connaissance de l'évolution est importante pour décrire le développement financier de l'entreprise.

Nous allons proposer dans ce qui suit deux mesures de ces flux. La première a l'avantage d'exploiter au plus près les masses financières que nous avons précédemment étudiées : EBIT et variation des BFR en particulier. Elle n'est cependant précise que pour des entreprises peu affectées par le changement de leur périmètre et les effets des fluctuations des taux de change sur leur bilan. C'est le cas généralement d'entreprises petites ou moyennes opérant sur le seul territoire national. Pour les très grandes entreprises, la première mesure est insuffisante et l'estimation des flux d'exploitation est complexe. L'analyste doit avoir recours directement aux tableaux fournis soit directement par les entreprises, soit par des prestataires de services financiers. Nous proposerons ici le cas du tableau publié par Worldscope.

a. Mesure simplifiée du cash-flow d'exploitation

Nous allons détailler dans un premier temps une mesure simplifiée du cash-flow d'exploitation (ou encore operating free cash-flows, flux libres d'exploitation), obtenue à partir d'informations tirées des bilans et comptes de résultat. Cette estimation peut donc servir dans tous les cas où l'analyste ne dispose pas de plus d'information.

i. Principe général

Partons d'un exemple simple, celui d'une petite entreprise commerciale. Elle vient de réaliser un chiffre d'affaires de 100 000 € au cours de l'année passée. Elle accorde un délai de règlement d'un mois à ses clients. Son compte client qui correspond aux ventes de décembre s'élève à 13 000 €. Un an auparavant, il s'élevait à 10 000 €. Il est facile d'en déduire que cette entreprise a encaissé de ses clients 97 000 €. En effet, elle a reçu en janvier les 10 000 € correspondant aux ventes de décembre précédent puis elle a encaissé de janvier à décembre les ventes réalisées entre janvier et novembre, soit $100\,000\text{ €} - 13\,000\text{ €} = 87\,000\text{ €}$. Pour résumer, les encaissements sont égaux aux ventes diminuées de la variation des comptes clients : $100\,000\text{ €} - [13\,000\text{ €} - 10\,000\text{ €}]$.

Supposons que le coût d'achat des marchandises ait été de 60 000 € et que le stock de marchandises en fin d'année s'élève à 5 000 € alors qu'il n'était en début d'année que de 4 000 €. On peut facilement en déduire que les achats de l'année se sont élevés à 61 000 € (60 000 € pour faire face aux ventes et 1 000 € pour l'accroissement des stocks). Si les comptes fournisseurs étaient de 6 000 € en début d'année et 8 000 € en fin d'année, les décaissements vis-à-vis des fournisseurs se sont élevés à $6\,000\text{ €} + 61\,000\text{ €} - 8\,000\text{ €} = 59\,000\text{ €}$. Pour résumer, les décaissements sont égaux au coût d'achat des marchandises vendues 60 000 €, augmenté de la variation des stocks $[5\,000\text{ €} - 4\,000\text{ €}]$ et diminué de la variation des comptes fournisseurs $[8\,000\text{ €} - 6\,000\text{ €}]$.

Supposons enfin que les charges commerciales et d'administration générale (à l'exclusion des dotations aux amortissements et aux provisions) se soient montées à 18 000 €. Les comptes de charges payées d'avance et les comptes de charges à payer étaient respectivement de 800 € et 1 500 € en début d'exercice et de 1 000 € et 1 800 € en fin d'exercice. Il est facile de montrer que les décaissements vis-à-vis des autres tiers se sont élevés tout au long de l'année à $1\,500\text{ €} + 18\,000\text{ €} - 800\text{ €} - 1\,800\text{ €} + 1\,000\text{ €}$, soit 17 900 €. Pour résumer, les autres décaissements d'exploitation sont égaux aux autres charges 18 000 €, augmentées de la variation des charges payées d'avance $[1\,000\text{ €} - 800\text{ €}]$ et diminuées de la variation des charges à payer $[1\,800\text{ €} - 1\,500\text{ €}]$.

Pour finir, les flux d'exploitation sont égaux à 97 000 € d'encaissements clients, 59 000 € de décaissements fournisseurs et 17 900 € d'autres décaissements, soit 20 100 €. Mais, on peut aussi relever qu'on obtient ce montant en retranchant de l'EBITDA (Ventes – coût d'achat des marchandises vendues – autres charges d'exploitation : 100 000 € - 60 000 € - 18 000 € = 22 000 €) le montant de la variation des besoins en fonds de roulement (BFR en fin d'année : 5 000 € + 13 000 € + 1 000 € - 8 000 € - 1 800 € = 9 200 € diminué du BFR en début d'année : 4 000 € + 10 000 € + 800 € - 6 000 € - 1 500 € = 7 300 €, soit une variation de 1 900 €).

	Compte de résultat	Variation des clients	Variation des stocks	Variation des fournisseurs	Variation des charges payées d'avance	Variation des charges à payer	Flux de fonds d'exploitation	
Ventes	100 000	3 000					97 000	Encaissements clients
Coût d'achat des marchandises vendues	60 000		1 000	2 000			59 000	Décaissements fournisseurs
Autres Charges d'exploitation	18 000				200	300	17 900	Décaissements tiers d'exploitation
EBITDA	22 000			Variation des BFR	1 900		20 100	<i>Operating free cash-flow</i>

ii. Mise en œuvre

Nous proposons de mettre en œuvre le principe général précédemment exposé en partant d'une estimation de l'EBITDA. Ce dernier est la somme de l'EBIT et des dotations aux amortissements et aux provisions d'exploitation. Nous proposons ensuite de tenir compte des variations des BFR limités, pour une première approximation.

Dans le cas de RENAULT, les années 1996, 1999 et 2000 semblent particulièrement défavorables.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	3 531	4 032	4 770	3 339	2 785	1 386
WS.DepreciationDeplAmortExpense	2 835	2 705	2 266	2 223	2 066	1 786
EBITDA	6 366	6 737	7 036	5 562	4 851	3 172
variation des BFR limités	-477	1 740	182	196	246	-1 205
Cash-flow d'exploitation avant impôts	6 843	4 997	6 854	5 366	4 605	4 377
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	

WS.EarningsBeforeInterestAndTaxes	2 091	1 459	2 014	1 029	-418
WS.DepreciationDeplAmortExpense	1 915	1 837	1 803	1 677	1 620
EBITDA	4 006	3 295	3 817	2 706	1 202
variation des BFR limités	1 941	2 209	815	-114	-50
Cash-flow d'exploitation avant impôts	2 065	1 086	3 003	2 821	1 252

Les raisons en sont cependant différentes. En 1996, la raison principale est la perte d'exploitation. En 2000, l'accroissement du BFR a été particulièrement élevé.

b. Mesure proposée par Worldscope

Les normes comptables internationales (IAS 7) obligent les grandes entreprises à publier des tableaux de financement. Ces données sont compilées et agrégées par les grands diffuseurs d'informations financières. Nous proposons à titre d'exemple les données fournies par Worldscope (Thomson Financial).

i. Les flux liés aux opérations courantes selon un grand diffuseur

La première rubrique du tableau de financement vise à déterminer les flux de fonds pour les opérations courantes. Comme nous pouvons le constater, le point de départ de ce tableau n'est pas l'EBIT mais le résultat avant éléments exceptionnels. Il tient déjà compte par exemple des charges financières et des impôts. Les autres éléments intervenant dans l'estimation des flux de fonds sont, au-delà des ajustements pour les impôts effectivement payés, des lignes « autres » assez peu détaillées. Par exemple, les variations de BFR y sont comprises mais non explicitées.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.IncomeBefExtraltemsCFStmt	2 943	3 453	3 551	2 480	1 956	1 051
WS.DepreciationDeplAmortCFStmt	2 835	2 705	2 266	2 223	2 049	1 777
Other Depreciations	0	0	0	0	0	0
WS.DeferredIncomeTaxesAndITCCFStmt	-86	26	168	53	159	-286
Other deferred taxes	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCashFlowCFStmt	-1 379	-1 714	-1 177	-1 196	-586	-854
Other items	0	0	0	0	0	0
WS.OtherFundsFromOperCFStmt	-1 727	615	149	-17	493	1 409
WS.ExtraordinaryItemsCFStmt	0	0	0	0	0	0
Other extraordinary	0	0	0	0	0	0
WS.NetCashFlowOperatingCFStmt	2 586	5 085	4 957	3 543	4 071	3 097
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.IncomeBefExtraltemsCFStmt	1 080	534	1 349	827	-800	326

WS.DepreciationDeplAmortCFStmt	1 899	1 837	1 803	1 677	1 620	1 444
Other Depreciations	0	0	0	0	0	0
WS.DeferredIncomeTaxesAndITCCFStmt	363	-184	-315	-311	-170	-117
Other deferred taxes	0	0	0	0	0	0
WS.OtherCashFlowCFStmt	70	1 128	262	-89	404	126
Other items	0	0	0	-0	-0	0
WS.OtherFundsFromOperCFStmt	-1 639	-1 905	150	-330	230	-1 049
WS.ExtraordinaryItemsCFStmt	0	0	0	0	0	0
Other extraordinary	0	-0	0	0	-0	0
WS.NetCashFlowOperatingCFStmt	1 773	1 410	3 248	1 775	1 284	730

ii. Liens entre les mesures

D'un point de vue pratique, la question la plus importante qui se pose est de savoir si ces deux mesures autorisent des diagnostics concordants. Pour répondre à cette interrogation, nous proposons de recourir à 3 statistiques : la tendance ou taux de progression géométrique, la volatilité ou écart-type et la corrélation.

En ce qui concerne la tendance, les deux mesures affichent des taux moyens : 18,51% et 7,25%, c'est-à-dire une très forte amélioration sur la décennie (33% et 18% pour les moyennes des taux de variation annuelle). En matière de volatilité, le diagnostic est identique. Dans les deux cas, l'écart-type est très élevé : 60% et 47%. Ceci souligne le risque important propre à ces opérations.

Enfin, si on rapproche les taux de variation annuelle pour chacune des deux mesures, on obtient un coefficient de corrélation de 0,51. On voit donc que notre première mesure n'est que très approchée.

iii. Rapprochement des mesures

On peut se demander pourquoi ces deux mesures ne donnent pas des résultats identiques. La raison principale tient aux subtilités de la consolidation des comptabilités au sein d'un groupe. Par exemple, le bilan donne une idée du patrimoine financier d'un groupe à une date donnée avec le périmètre qui est le sien. Quand on calcule les variations de postes de bilan, on ne tient pas compte des variations de périmètres. Quand l'entreprise construit son tableau de financement, elle le fait à périmètre constant. Il y a bien d'autres raisons encore mais ce n'est pas l'objet ici de les détailler. Nous nous contenterons d'admettre que la première mesure ignore tous ces ajustements par ailleurs indispensables.

Ceci ne nous interdit pas cependant d'essayer à partir de l'information dont nous disposons de construire un tableau qui permet de passer d'une mesure à l'autre. A titre d'exemple, nous fournissons un tel document pour RENAULT à partir des données Worldscope. Nous allons procéder en plusieurs étapes, d'abord rapprocher la variation des capitaux propres, les flux de fonds propres et le résultat net. Nous obtiendrons une mesure de déviation de l'hypothèse de « clean surplus », c'est-à-dire d'une variation des capitaux propres complètement expliquées par les opérations en capital et les mises en réserve. Cette mesure sera désignée sous le terme de « Dirty surplus » ou ajustement 1. Puis, nous mettrons en évidence les autres sources d'écart et en particulier celles liées aux « accruals ».

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Var WS.TotalCommonEquity	1 520	3 647	2 481	1 649	1 652	369
WS.CommonDividendsCash	664	494	383	316	250	213
Var. WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0	0
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	85	56	0	0	0	0
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	131	2	0	0	0	0
	2 230	4 087	2 864	1 965	1 902	582
Dirty surplus : ajustement 1	639	-720	687	515	54	469
WS.NetIncome	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
Var WS.TotalCommonEquity	1 215	324	1 165	937	-919
WS.CommonDividendsCash	179	180	127	0	112
Var. WS.DividendsPayable	0	0	0	0	0
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0
	1 394	505	1 293	937	-806
Dirty surplus : ajustement 1	-314	30	56	-110	6
WS.NetIncome	1 080	534	1 349	827	-800

Nous passons désormais au rapprochement entre les mesures comptables des « accruals » et celles provenant des tableaux de flux de fonds. L'écart entre les deux mesures d'accruals sera désigné sous le terme de « Dirty accruals » par analogie avec le « Dirty surplus ». Il constitue l'ajustement 2.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.NetIncome	2 869	3 367	3 551	2 480	1 956	1 051
WS.ExtraltemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	0
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0	0
WS.MinorityInterestIncomeStmnt	74	86	67	33	54	-98
WS.EquityInEarnings	0	0	0	0	0	0
WS.IncomeTaxes	255	331	634	510	447	67
WS.InterestCapitalized	0	0	0	0	0	0
WS.InterestExpenseOnDebt	333	248	518	316	328	366
EBIT	3 531	4 032	4 770	3 339	2 785	1 386
WS.DepreciationDeplAmortExpense	2 835	2 705	2 266	2 223	2 066	1 786
EBITDA	6 366	6 737	7 036	5 562	4 851	3 172
Var. WS.NonEquityReserves	0	0	0	0	0	0
Var. WS.UnappropriatedReserves	0	0	0	0	0	0
Var. WS.DeferredIncome	0	-680	-5	-33	-119	264
Var. WS.OtherLiabilities	-88	516	0	0	0	0
Var. WS.ProvisionForRisksAndCharges	-122	-443	-19	71	-610	-1 075
EBITDA corrigé	6 156	6 130	7 012	5 600	4 122	2 361
Var. WS.TotalInventories	-548	720	270	92	-52	-1 164
Var. WS.LTReceivables	-367	-894	818	1 457	652	75
Var. WS.TotalReceivables	-333	1 574	-51	368	-15	-648
Var. WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0	0
Var. WS.PrepaidExpenseInclTaxes	28	-302	-27	27	28	-165
Var. WS.CashAndSTInvestments	226	1 178	494	1 479	1 195	-110
WS.CashAndCashEquipIncDecCFStmnt	-141	630	1 245	922	1 219	322
Autres variations d'actifs courants	367	548	-751	557	-24	-432
Var. WS.AccountsPayable	-404	554	37	264	-313	-607
Var. WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0	0
Var. WS.OtherCurrentLiabilities	-44	1 287	413	83	1 354	-988
Var. WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0	0
Variation étendue du BFR	-405	-195	-191	2 154	-452	-739
Cash-flow d'exploitation	6 442	3 533	5 937	2 501	3 782	2 724
WS.IncomeTaxes	255	331	634	510	447	67
Var. WS.IncomeTaxesPayable	-29	-400	146	45	-11	70
Var. WS.DeferredTaxesBalSht	91	153	212	205	325	152
Flux d'impôts estimés	193	578	276	260	133	-155
WS.InterestCapitalized	0	0	0	0	0	0
WS.InterestExpenseOnDebt	333	248	518	316	328	366
Flux estimés de charges financières	333	248	518	316	328	366
Cash-flow comptable des opérations courantes	5 916	2 707	5 143	1 925	3 321	2 513
WS.NetCashFlowOperatingCFStmnt	2 586	5 085	4 957	3 543	4 071	3 097
Dirty accruals : ajustement 2	-3 330	2 378	-186	1 618	750	584

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
WS.NetIncome	1 080	534	1 349	827	-800
WS.ExtraltemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0
WS.MinorityInterestIncomeStmnt	-6	5	-12	2	-3
WS.EquityInEarnings	0	0	0	0	0
WS.IncomeTaxes	649	620	362	-205	-58
WS.InterestCapitalized	0	0	0	0	0
WS.InterestExpenseOnDebt	368	298	315	405	443
EBIT	2 091	1 459	2 014	1 029	-418
WS.DepreciationDeplAmortExpense	1 915	1 837	1 803	1 677	1 620
EBITDA	4 006	3 295	3 817	2 706	1 202
Var. WS.NonEquityReserves	0	0	0	0	0
Var. WS.UnappropriatedReserves	0	0	0	0	0
Var. WS.DeferredIncome	99	-97	88	-139	160
Var. WS.OtherLiabilities	0	0	0	0	0
Var. WS.ProvisionForRisksAndCharges	-67	738	201	453	399
EBITDA corrigé	4 038	3 935	4 106	3 020	1 761
Var. WS.TotalInventories	1 126	847	310	410	234
Var. WS.LTReceivables	-56	2 671	656	395	391
Var. WS.TotalReceivables	1 266	2 457	1 339	393	-175
Var. WS.OtherCurrentAssets	0	0	0	0	0
Var. WS.PrepaidExpenseInclTaxes	159	-29	-978	950	30
<i>Var. WS.CashAndSTInvestments</i>	<i>320</i>	<i>-3 598</i>	<i>1 646</i>	<i>-866</i>	<i>-989</i>
<i>WS.CashAndCashEquipIncDecCFStmnt</i>	<i>766</i>	<i>-40</i>	<i>-493</i>	<i>477</i>	<i>-507</i>
Autres variations d'actifs courants	-446	-3 558	2 139	-1 343	-482
Var. WS.AccountsPayable	451	1 095	834	917	108
Var. WS.AccruedPayroll	0	0	0	0	0
Var. WS.OtherCurrentLiabilities	311	1 972	282	11	79
Var. WS.ESOPGuarantees	0	0	0	0	0
Variation étendue du BFR	1 287	-679	2 350	-123	-189
Cash-flow d'exploitation	2 794	4 987	1 796	3 183	2 010
WS.IncomeTaxes	649	620	362	-205	-58
Var. WS.IncomeTaxesPayable	10	-445	319	434	5
Var. WS.DeferredTaxesBalSht	357	-423	-324	-334	-174
Flux d'impôts estimés	282	1 488	367	-305	111
WS.InterestCapitalized	0	0	0	0	0
WS.InterestExpenseOnDebt	368	298	315	405	443
Flux estimés de charges financières	368	298	315	405	443
Cash-flow comptable des opérations courantes	2 143	3 201	1 113	3 083	1 456
WS.NetCashFlowOperatingCFStmnt	1 773	1 410	3 248	1 775	1 284
Dirty accruals : ajustement 2	-370	-1 790	2 134	-1 308	-172

Au final, les ajustements pour l'exploitation sont au nombre de 2 :

- l'existence d'un « dirty surplus »
- son équivalent pour les « accruals »

On peut mesurer la distorsion introduite par la comptabilité lorsqu'on se limite à la comparaison des capitaux propres et des résultats. Une partie de l'évolution des capitaux propres ne tire pas son origine de flux de fonds mais provient de constatations purement comptables. Par ailleurs, l'étude de deux bilans successifs et d'un compte de résultat ne permet pas de cerner précisément le montant des « accruals ». Les tableaux de financement apportent une information importante. Une des difficultés importantes rencontrées dans l'analyse des comptes RENAULT est que Worldscope ne distingue pas au bilan les créances clients correspondant au financement des ventes (activité d'établissement financier) et les dettes correspondant à leur refinancement. Les dirty accruals sont affectés par les variations de ces refinancements (avec contrepartie des « dirty » variations dans le financement). Par ailleurs, une part importante des dirty accruals de 2005 correspond aux effets du passage aux normes IFRS.

Nous avons dû recourir à 2 ajustements que nous résumons dans le tableau ci-dessous :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Ajustement 1 Dirty surplus	639	-720	687	515	54	469
Ajustement 2 Dirty accruals	-3 330	2 378	-186	1 618	750	584
Totaux	-2 691	1 658	501	2 133	804	1 053
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Ajustement 1 Dirty surplus	-314	30	56	-110	6	
Ajustement 2 Dirty accruals	-370	-1 790	2 134	-1 308	-172	
Totaux	-685	-1 760	2 190	-1 418	-166	

Nous pouvons apprécier l'évolution de ces montants en les rapportant au total des actifs pour corriger les effets dus au changement de taille :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Ajustement 1 / Total Assets	0,009	-0,011	0,011	0,009	0,001	0,010
Ajustement 2 / Total Assets	-0,049	0,035	-0,003	0,029	0,015	0,012
	Ratio 1	Ratio 2				
Moyenne des ratios	0,002	0,000				
Ecart-type des ratios	0,007	0,034				
Coefficient d'auto-corrélation d'ordre 1	-0,407	-0,557				

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
Ajustement 1 / Total Assets	-0,006	0,001	0,002	-0,003	0,000
Ajustement 2 / Total Assets	-0,007	-0,040	0,058	-0,038	-0,005

Les moyennes de ces deux ratios apparaissent non significativement différentes de zéro. L'auto-corrélation négative du dirty surplus suggère que son effet est essentiellement transitoire et ne devrait pas affecter l'évaluation de l'entreprise. L'écart-type plus élevé du dirty accruals suggère ici que la mesure des cash-flows à partir des comptes de résultat et des variations de bilan est sensiblement plus bruitée. L'analyse suggère ici que les accruals seraient mieux mesurés à partir des tableaux de financement.

2. Flux des opérations d'investissement

Les opérations d'investissement et désinvestissement concernent d'une part les acquisitions ou les cessions d'immobilisations nécessaires à l'exploitation, d'autre part les achats et les ventes de titres de participation. Le tableau de financement fournit les informations nécessaires pour suivre ces 4 types d'opérations.

a. Les estimations directes fournies par le tableau de financement

Le tableau fourni par Worldscope permet de constater que le flux des investissements industriels (capital expenditures) a connu deux grands paliers entre 2 200 et 2 500 millions d'euros de 1995 à 1999, puis entre 3 200 et 3 600 de 2001 à 2006. L'effort de RENAULT a donc été constant et important sur la période. Concernant les cessions d'actifs industriels, elles sont restées limitées autour de 400 – 500 millions d'euros, sauf en 2005 et 2006.

Le deuxième type d'investissement concerne les acquisitions externes. Selon cette source, les acquisitions auraient été très élevées en 1998 et 1999 (NISSAN) et en 2002. Du côté des cessions, elles sont importantes en 1997 et plus modestement en 2001 (cession de l'activité poids lourds).

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.CapitalExpendituresCFStmt	3 577	3 223	3 483	3 234	3 633	3 205
WS.DisposalOfFixedAssetsCFStmt	1 152	1 073	469	534	519	564
WS.IncreaseInInvestmentCFStmt	30	59	127	102	1 973	160
WS.SaleOfInvestmentsCFStmt	55	100	34	93	363	711

WS.OtherInvestingSourcesCFStmt	488	85	0	0	0	0
WS.OtherInvestingUsesCFStmt	0	0	0	0	0	0
Other items	1 132	880	0	0	0	0
WS.NetCashFlowInvestingCFStmt	3 044	2 904	3 107	2 709	4 724	2 090
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.CapitalExpendituresCFStmt	2 846	2 437	2 205	2 359	2 499	2 326
WS.DisposalOfFixedAssetsCFStmt	465	404	397	394	351	445
WS.IncreaseInInvestmentCFStmt	811	5 063	2 385	232	100	37
WS.SaleOfInvestmentsCFStmt	31	50	110	2 479	130	2 227
WS.OtherInvestingSourcesCFStmt	0	0	0	0	223	0
WS.OtherInvestingUsesCFStmt	0	0	0	0	0	200
Other items	0	0	0	0	0	-0
WS.NetCashFlowInvestingCFStmt	3 161	7 045	4 083	-283	1 894	-110

b. Le rapprochement avec les informations fournies par les bilans et comptes de résultat

Il est intéressant de comparer les informations fournies par les tableaux de flux de fonds et celles déjà étudiées en provenance des bilans et comptes de résultat. Nous proposons dans ce qui suit une analyse théorique des relations qui prévalent dans un cadre comptable simple. Nous envisagerons ensuite une étude plus technique adaptée au cas RENAULT.

i. Relations théoriques entre variations des postes de bilan et flux de fonds

Par définition, les flux de fonds correspondent à des opérations réelles qui n'ont pas pu échapper à la comptabilité et dont nous avons déjà trouvé les traces dans les bilans et les comptes de résultat.

Les opérations d'investissement se traduisent par une augmentation de la valeur des immobilisations. Cependant, la variation des immobilisations nettes ne correspond pas aux investissements. En effet, les immobilisations nettes diminuent aussi entre deux exercices du montant de la dotation aux amortissements. Enfin, il est possible que certaines immobilisations sortent, soit parce qu'elles ont été vendues, soit parce que, sans valeur, elles ont été éliminées. Nous avons en conséquence l'équation suivante :

Variation des Immobilisations nettes = Investissements – Dotations aux amortissements – Valeur nette comptable des actifs sortis ou cédés

Par ailleurs, les montants encaissés lors des cessions d'actif correspondent à la valeur comptable de ces actifs augmentée (diminuée) de la plus-value (moins-value) des cessions. On peut donc réécrire, en la réorganisant, l'équation précédente comme :

$$\text{Investissements} = \text{Variation des Immobilisations nettes} + \text{Dotations aux amortissements} + [\text{Cessions d'actifs} - \text{Plus (ou moins)-values de cessions}]$$

Cette égalité, un peu comme celle dite du « clean surplus » pour les capitaux propres, n'est cependant rarement valable pour les entreprises publiant des bilans consolidés. En effet, le périmètre du groupe peut évoluer d'une année à l'autre. Les règles d'évaluation, surtout quand il y a de nombreuses devises, sont complexes. Il peut dès lors être intéressant de mettre en évidence la part de ces phénomènes dans les variations de postes du bilan, ce que nous ne pouvons point faire sans la connaissance des tableaux de flux de fonds.

ii. Mise en œuvre

Afin de rapprocher les informations communiquées par les bilans et comptes du résultat d'une part et celles venant du tableau des emplois et ressources d'autre part, nous allons détailler l'équation précédente et mettre en évidence l'ajustement qu'il convient de mettre en œuvre pour retrouver le flux de fonds annoncé.

Le montant des ajustements à pratiquer afin de retrouver les sommes figurant sous la rubrique « Net Cash-Flow Investing » est relativement important. Certes, une partie de ces ajustements provient du fait qu'au lieu de prendre en compte les seules dotations aux amortissements, nous utilisons les dotations aux amortissements et aux provisions. Nous pouvons traiter de même les titres de participation et la part des placements de trésorerie traitée comme des emplois d'investissement (nous tenons compte du fait qu'une partie des valeurs de placement est considérée par Worldscope comme faisant partie de l'encaisse, voir la partie suivante qui y est consacrée).

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Var. WS.TotalPropPlantEquipNet	475	2 096	203	130	40	-779
WS.DepreciationDeplAmortExpense	2 835	2 705	2 266	2 223	2 066	1 786
WS.ExtraltmsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	0
Var. WS.TotalOtherAssets	826	956	567	501	624	-26
Var.						
WS.InvestmentInUnconsolSubsidiaries	0	0	0	0	0	566

Flux comptables d'investissement	4 136	5 757	3 036	2 854	2 730	1 547
Dirty variation in investments ajustement 3	-1 092	-2 853	71	-145	1 994	543
WS.NetCashFlowInvestingCFStmt	3 044	2 904	3 107	2 709	4 724	2 090
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Var. WS.TotalPropPlantEquipNet	1 158	794	-186	560	355	
WS.DepreciationDeplAmortExpense	1 915	1 837	1 803	1 677	1 620	
WS.ExtraItemsAndGnLsSaleOfAsset	0	0	0	0	0	
Var. WS.TotalOtherAssets	139	101	-13	37	-0	
Var. WS.InvestmentInUnconsolSubsidiaries	1 268	4 977	5	-272	-16	
Flux comptables d'investissement	4 480	7 708	1 610	2 003	1 959	
Dirty variation in investments ajustement 3	-1 319	-663	2 473	-2 286	-64	
WS.NetCashFlowInvestingCFStmt	3 161	7 045	4 083	-283	1 894	

c. Synthèse

L'analyse des flux liés aux opérations d'investissement démontre combien l'évolution des postes du haut de l'actif ne traduit pas seulement les investissements, les désinvestissements, les prises de participation ou leurs cessions. Ces valeurs comptables peuvent être très affectées par les règles d'évaluation retenues par la comptabilité. Un changement de périmètre, un changement de valeur retenue pour des titres ou des actifs détenus ont des conséquences sensibles sur l'actif immobilisé. De ce point de vue, on peut craindre qu'une certaine ingéniosité comptable vienne améliorer la présentation des comptes ...

Le tableau ci-dessous permet d'apprécier l'importance des ajustements que nous avons pratiqués pour retrouver les flux de fonds liés aux opérations d'investissement. Le ratio ajustement / Total actifs est négatif, mais surtout en valeur absolue bien supérieur aux ratios précédents pour le dirty surplus ou le dirty accruals. Son écart-type est plus élevé et le coefficient d'auto-corrélation proche de zéro. Ainsi, les variations des postes de l'actif, même corrigées des dotations aux amortissements, mesure avec beaucoup de bruit les emplois de fonds. Le diagnostic s'en trouve compliqué. L'utilisation des informations provenant du tableau de financement est renforcée.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Ajustement 3	-1 092	-2 853	71	-145	1 994	543
Ajustement 3 / Total Assets	-0,016	-0,042	0,001	-0,003	0,039	0,011
Moyenne des ratios	-0,005		-			
Ecart-type des ratios	0,036					
Coefficient d'auto-corrélation d'ordre 1	-0,339					

	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996
Ajustements 3	-1 319	-663	2 473	-2 286	-64
Ajustement 3 / Total Assets	-0,026	-0,015	0,067	-0,067	-0,002

3. Flux de financement

Cette partie de l'analyse permet de suivre les mouvements financiers générés par les financements externes : fonds versés aux actionnaires ou obtenus auprès d'eux, fonds échangés avec les porteurs d'actions de préférences et enfin fonds liés aux mouvements des dettes.

a. Les estimations directes fournies par le tableau de financement

Le tableau de financement proposé par Worldscope donne surtout une information sur les mouvements des dettes à long terme (émissions et remboursements) et les flux de fonds propres (principalement chez RENAULT les dividendes et accessoirement des émissions ou des rachats de titres). On peut s'interroger sur l'information très discontinuée concernant les variations des dettes à court terme financières. Cette information serait-elle contenue dans la ligne quelque peu obscure : NetFinancingActCF ? Rien ne l'indique précisément.

Sur le fond, on voit que RENAULT ne tire aucun financement de ses actionnaires. Au contraire, ces derniers sont source d'emplois de fonds du fait des dividendes. L'endettement constitue une ressource surtout en 1999, 2000 et 2003. Les années 2004 et 2005 se traduisent plutôt par un phénomène de désendettement.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.STBorrowingsIncDecCFStmt	0	0	0	0	0	0
WS.LTDebtIssuanceCFStmt	1 920	245	407	1 436	1 008	462
WS.LTDebtReductionCFStmt	928	1 255	1 272	229	992	1 216
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	85	56	0	0	0	0
Other sale of stock	0	0	0	0	0	0
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	131	2	0	0	0	0
WS.CommonDividendsCash	664	494	383	316	250	213
WS.PreferredDividendsCash	0	0	0	0	0	0
WS.NetFinancingActCFStmt	-22	-209	387	-776	2 225	552
Other items	0	0	0	0	0	0
WS.NetCashFlowFinancingCFStmt	260	-1 659	-861	115	1 991	-415
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.STBorrowingsIncDecCFStmt	0	3 831	0	0	0	0

WS.LTDebtIssuanceCFStmt	2 127	2 761	605	686	622	175
WS.LTDebtReductionCFStmt	0	795	79	2 348	336	581
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0	2
Other sale of stock	0	0	0	0	0	0
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0	0
WS.CommonDividendsCash	179	180	127	0	112	126
WS.PreferredDividendsCash	0	0	0	0	0	0
WS.NetFinancingActCFStmt	226	-1	-4	55	3	-3
Other items	0	0	0	-0	0	0
WS.NetCashFlowFinancingCFStmt	2 174	5 616	394	-1 607	176	-533

b. Le rapprochement avec les informations fournies par les bilans et comptes de résultat

Comme pour les autres flux de fonds, il peut être intéressant de rapprocher les informations fournies par le tableau de financement et celles que l'on peut déduire de l'étude des bilans. Une fois encore, nous pourrions mesurer indirectement les effets des modes de comptabilisation sur l'évolution des postes du bilan, indépendamment des flux monétaires réels

Pour réaliser cette étude, nous distinguerons d'abord les flux liés aux financements en fonds propres (au sens large, actions ordinaires et de préférence) puis nous aborderons ceux générés par l'endettement.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	85	56	0	0	0	0
Other sale of stock	0	0	0	0	0	0
WS.CommonDividendsCash	-664	-494	-383	-316	-250	-213
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	-131	-2	0	0	0	0
Financement en fonds propres	-710	-440	-383	-316	-250	-213
Var. WS.MinorityInterestBalSht	20	79	-11	18	-8	-254
WS.MinorityInterestIncomeStmt	-74	-86	-67	-33	-54	98
Var. WS.PreferredStock	0	0	0	0	0	0
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0	0
Var. WS.TotalLTDebt	-471	-10 214	957	3 601	2 936	-34
Var. WS.STDebtAndCurPortLTDebt	-47	13 621	-671	-904	-1 942	228
Mesure comptable des autres flux de financement	-572	3 400	208	2 682	932	38
Mesure comptable des flux de financement	-1 282	2 960	-175	2 366	682	-175
Dirty variations in financing ajustement 4	1 542	-4 619	-686	-2 251	1 309	-240
WS.NetCashFlowFinancingCFStmt	260	-1 659	-861	115	1 991	-415
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.SaleOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0	
Other sale of stock	0	0	0	0	0	
WS.CommonDividendsCash	-179	-180	-127	0	-112	
WS.PurchOfComAndPfdStkCFStmt	0	0	0	0	0	
Financement en fonds propres	-179	-180	-127	0	-112	

Var. WS.MinorityInterestBalSht	9	-31	-18	370	-20
WS.MinorityInterestIncomeStmt	6	-5	12	-2	3
Var. WS.PreferredStock	0	0	0	0	0
WS.PreferredDividends	0	0	0	0	0
Var. WS.TotalLTDebt	1 725	1 847	393	739	-35
Var. WS.STDebtAndCurPortLTDebt	1 228	2 867	-200	-1 821	165
Mesure comptable des autres flux de financement	2 967	4 677	187	-713	114
Mesure comptable des flux de financement	2 788	4 497	60	-713	2
Dirty variations in financing ajustement 4	-614	1 119	334	-894	175
WS.NetCashFlowFinancingCFStmt	2 174	5 616	394	-1 607	176

Comme pour les flux liés aux opérations d'investissement, nous pouvons constater l'importance des ajustements que nous proposons. Il faut bien comprendre qu'ils sont de simples indices nous permettant de mesurer les effets des méthodes comptables sur les fluctuations des postes du bilan. Notons que l'année 2005 apparaît bien particulière et que nous pouvons nous regretter le retraitement insuffisant par Worldscope des dettes de refinancement des crédits accordés aux ventes. Nous aurions pu mieux apprécier les effets du passage aux IFRS, cette année là.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Ajustement 4 / Total Assets	0,023	-0,068	-0,011	-0,040	0,025	-0,005
Moyenne des ratios	-0,007					
Ecart-type des ratios	0,029					
Coefficient d'auto-corrélation d'ordre 1	-0,328					
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Ajustement 4 / Total Assets	-0,012	0,025	0,009	-0,026	0,005	

L'intérêt de cet ajustement est cependant plus limité, dans la mesure où il dépend linéairement des précédents (à l'ajustement près pour le change que nous allons voir ci-après).

4. Evolution de l'encaisse

L'objectif du tableau de financement est de fournir une explication de l'évolution de l'encaisse. Nous montrerons dans un premier temps comment le tableau publié par Worldscope traite ce problème dans le cas de RENAULT. Nous conclurons ensuite par un dernier rapprochement avec les évolutions du poste du bilan.

a. L'évolution selon le tableau publié par Worldscope

Worldscope a retenu comme définition de l'encaisse une notion plus large que celle limitée aux soldes bancaires à l'actif. Il est clair que des excédents passagers de l'encaisse de transaction peuvent être judicieusement placés par l'entreprise. Ils continuent cependant à relever de l'encaisse, c'est-à-dire des liquidités détenues pour assurer la continuité des transactions à court terme.

i. La définition retenue de l'encaisse

Dans le cas de RENAULT, le tableau de financement publié par Worldscope précise l'évolution de l'encaisse et de « ses équivalents ». Nous pouvons constater qu'elle a régulièrement augmenté au cours des dernières années.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.CashAndCashEquivIncDecCFStmt	-141	630	1 245	922	1 219	322
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.CashAndCashEquivIncDecCFStmt	766	-40	-493	477	-507	321

ii. L'impact des fluctuations de change

Normalement, la variation de cette encaisse doit être la conséquence directe de l'ensemble des encaissements et des décaissements. La variation doit être égale aux flux provenant des opérations courantes diminués des flux des opérations d'investissement et augmentés des flux des opérations de financement.

Dans le cas de RENAULT, un élément supplémentaire a été isolé. Il s'agit de l'impact des fluctuations des taux de change sur ces différents flux. Ils ont été estimés à :

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
WS.ExchangeRateEffectCFStmt	57	108	256	-27	-119	-270
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
WS.ExchangeRateEffectCFStmt	-20	-21	-51	27	-73	

iii. L'équilibre constaté

Après prise en compte de ces fluctuations dues au change, nous avons bien dans le cas de RENAULT une explication complète des variations de l'encaisse.

Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
-------	-------	-------	-------	-------	-------

WS.NetCashFlowOperatingCFStmt	2 586	5 085	4 957	3 543	4 071	3 097
WS.NetCashFlowInvestingCFStmt	3 044	2 904	3 107	2 709	4 724	2 090
WS.NetCashFlowFinancingCFStmt	260	-1 659	-861	115	1 991	-415
WS.ExchangeRateEffectCFStmt	57	108	256	-27	-119	-270
WS.CashAndCashEquivIncDecCFStmt	-141	630	1 245	922	1 219	322
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	Y1995
WS.NetCashFlowOperatingCFStmt	1 773	1 410	3 248	1 775	1 284	730
WS.NetCashFlowInvestingCFStmt	3 161	7 045	4 083	-283	1 894	-110
WS.NetCashFlowFinancingCFStmt	2 174	5 616	394	-1 607	176	-533
WS.ExchangeRateEffectCFStmt	-20	-21	-51	27	-73	14
WS.CashAndCashEquivIncDecCFStmt	766	-40	-493	477	-507	321

b. Rapprochement avec les données de bilan

La lecture du bilan permet de connaître la variation de l'encaisse au sens strict (soldes bancaires et caisses). Le tableau de financement fait usage d'une définition plus large de l'encaisse. Notre premier objectif est de les réconcilier.

i. Recomposition de l'encaisse et ses équivalents

Pour ce faire, nous comparons les variations de la ligne Cash au bilan et les variations de l'encaisse au tableau de financement. Les différences, intitulées ici équivalents cash, correspondent aux achats à court terme de titres de placement (variations positives) ou aux ventes (variations négatives). Ces opérations ont été significatives en 2005.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Var. WS.Cash	2 409	-1 793	1 136	904	1 219	323
Equivalents cash	-2 550	2 423	109	18	0	-1
Variation de la position cash	-141	630	1 245	922	1 219	322
WS.CashAndCashEquivIncDecCFStmt	-141	630	1 245	922	1 219	322
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Var. WS.Cash	766	-40	-498	477	-507	
Equivalents cash	0	0	5	0	0	
Variation de la position cash	766	-40	-493	477	-507	
WS.CashAndCashEquivIncDecCFStmt	766	-40	-493	477	-507	

ii. Ajustements pour les fluctuations de change

Le tableau de financement nous donne une information que nous n'avons pas pu prendre en compte à la lecture seule des

bilans : l'effet des variations de change sur les flux de fonds. Nous devons les intégrer à travers l'ajustement 8 qui nous permet par construction d'avoir une mesure équivalente des variations de change.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Ajustement 5	57	108	256	-27	-119	-270
WS.ExchangeRateEffectCFStmt	57	108	256	-27	-119	-270
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Ajustement 5	-20	-21	-51	27	-73	
WS.ExchangeRateEffectCFStmt	-20	-21	-51	27	-73	

iii. Vérification de l'équilibre des ajustements pratiqués

A ce stade de l'étude, nous pouvons récapituler les 5 ajustements auxquels nous avons eu recours pour comparer l'information procurée par des tableaux de financement et celle en provenance des bilans et comptes de résultat.

Au sein du tableau ci-dessous, nous pouvons vérifier l'équilibre parfait de ces ajustements et surtout leur importance.

	Y2006	Y2005	Y2004	Y2003	Y2002	Y2001
Ajustements au niveau des opérations courantes (1,2)	-2 810	-788	-832	-826	-616	1 034
Ajustements au niveau des opérations d'investissement (3)	-1 211	-5 299	-1 262	-3 104	574	524
Ajustements au niveau des opérations de financement (4)	1 542	-4 619	-686	-2 251	1 309	-240
Ajustements au niveau de la variation de l'encaisse (5)	57	108	256	-27	-119	-270
soldes	0	0	0	0	0	0
	Y2000	Y1999	Y1998	Y1997	Y1996	
Ajustements au niveau des opérations courantes (1,2)	-140	-500	-566	-431	-16	
Ajustements au niveau des opérations d'investissement (3)	-775	597	-283	-1 299	86	
Ajustements au niveau des opérations de financement (4)	-614	1 119	334	-894	175	
Ajustements au niveau de la variation de l'encaisse (5)	-20	-21	-51	27	-73	
soldes	-0	0	-0	0	-0	

En 2005, elles affectent très fortement les flux d'investissement (et donc principalement les postes d'immobilisations) et les flux de financement (et donc principalement les capitaux propres et les dettes). En dehors de cette année, les postes de bilan sont affectés par des mouvements qui ne sont pas nécessairement des flux financiers mais des conséquences des politiques comptables en usage.

c. Evolution

Le graphe ci-dessous permet de constater que le cash-flow provenant des opérations courantes est plus important et plus régulier au cours des dernières années. Si les investissements sont restés soutenus, les financements externes (c'est-à-dire ici les dettes) ont joué un rôle modeste. Cela n'a pas été le cas à la fin des années 90. Les flux provenant des opérations courantes furent plus modestes et irréguliers. Les prises de participation ont généré en 1999 un accroissement de l'endettement.

Analyse des flux de fonds

