

Introduction :

Aujourd'hui, les opportunités de croissances des entreprises établies à partir d'un diagnostic économique (étude du marché, veille concurrentielle, etc.) sont de deux natures. D'une part, la croissance externe lorsque l'entreprise développe sa propre production et son chiffre d'affaires en acquérant des usines ou des réseaux commerciaux existants et d'autre part, la croissance interne, en créant par elle-même de nouvelles usines ou de nouveaux réseaux commerciaux.

Le groupe PARTNER JOUET est co-leader sur le marché français de commerce de gros de jeux et de jouets. Son réseau de clientèle est constitué de trois segments : les grandes et moyennes surfaces, les comités d'entreprises et les détaillants. Actuellement, ce dernier segment (les détaillants) représente une faible part du chiffre d'affaires du groupe, notamment les magasins intégrés. Toutefois, si on se réfère à l'évolution prévisionnelle du chiffre d'affaires de ce segment à l'issue de l'ouverture d'un troisième magasin en 2006, ce montant pourrait atteindre une croissance de 120%. Il s'avère donc, que si le groupe PARTNER JOUET dispose des moyens financiers nécessaires, en parallèle d'une maîtrise irréprochable des autres critères d'investissement (choix d'implantation, le personnel...etc.), l'extension des magasins intégrés, serait une véritable aubaine de croissance en interne, d'où la problématique de ce mémoire.

L'objectif de ce mémoire est d'une part, de réaliser une analyse financière approfondie du groupe PARTNER JOUET afin d'identifier des difficultés financières éventuelles, et d'autre part d'évaluer la pertinence d'un investissement engageant durablement le groupe. Cet investissement consiste en l'ouverture de dix magasins intégrés ; il est donc important de mesurer les risques et l'impact financier de cette croissance en interne, sur la structure financière et la rentabilité du groupe.

La première partie de ce mémoire consiste à présenter l'aspect théorique de l'analyse financière. Ensuite, nous nous attarderons dans la deuxième et la troisième partie, plus pratiques, sur l'analyse financière approfondie et complète du groupe (analyse de l'exploitation et analyse financière), dans le but de porter un jugement sur la situation actuelle et potentielle du groupe.

Enfin, la dernière partie sera consacrée à l'étude de la rentabilité de l'investissement et ses impacts financiers sur la structure financière et la rentabilité du groupe.

Première partie : Aspects théoriques

1 / Qu'est ce que l'analyse financière :

« L'analyse financière constitue un ensemble de concept, de méthode et d'instruments qui permettent de formuler une appréciation relative à la situation financière d'une entreprise, aux risques qui l'affectent, au niveau et à la qualité de ses performances ». Elie COHEN¹. Principalement, le prêteur et l'actionnaire (actuel ou potentiel) sont les deux agents économiques qui font appel à l'analyse financière. Pour le premier, elle mesure la solvabilité et la liquidité de l'entreprise, autrement dit, sa capacité à faire face à ces engagements et à rembourser ses dettes en temps voulu. Pour le second, l'analyse financière, mesure comment l'entreprise est susceptible de créer de la valeur en débouchant sur une recommandation d'achat ou de vente de l'action. Pratiquement, même si la finalité est différente, les techniques employées sont les mêmes étant donné qu'une entreprise créatrice de valeur est solvable, et qu'une entreprise qui détruit de la valeur finira tôt ou tard à avoir des difficultés de solvabilités.

L'analyse financière est un outil plus qu'une théorie. Elle constitue un ensemble de méthodes de diagnostic. En effet, axée sur l'utilisation d'informations économiques et comptables, elle vise à sonder la réalité de l'entreprise à partir de données codées. Selon Pierre VERNIMMEN² « L'analyse financière doit être considérée comme une approche rigoureuse des problèmes de l'entreprise, permettant de rationaliser l'étude des données économiques et comptables ». Néanmoins, les impératifs d'une connaissance exacte de cette réalité, requièrent une série de redressement à cause de la divergence entre la logique financière et les pratiques comptables.

L'analyse financière est une vue globale de l'entreprise. Qu'elle soit menée par un analyste interne ou externe, elle doit avoir un objectif unique. Cet objectif consiste à définir l'entreprise globalement à partir de quelques points clés afin de porter un jugement général sur les données abstraites que constituent les politiques suivies et leurs résultats. Enfin, l'analyse financière est menée dans le cadre d'un system d'information. Il est impossible de l'appréhender convenablement sans comprendre que l'arrêté des comptes est un compromis entre différentes préoccupations.

¹ Auteur financier « Analyse financière »

² Auteur financier « FINANCE D'ENTREPRISE »

2 / L'analyse financière et les nouvelles réformes :

Les règlements 2002-1à du 12/11/2002 et 2003/07, ont procédé à la réforme des amortissements et dépréciation des actifs immobilisés en introduisant la notion de composant. Désormais, les immobilisations doivent être amorties en tenant compte de leur utilisation effective par l'entreprise (approche économique) et en procédant à leur décomposition dès lors qu'il est démonté qu'elles se constituent d'éléments différents ayant une durée d'utilisation réelle différente de celle de l'immobilisation à laquelle ils se rattachent et devant faire aussi l'objet d'un renouvellement au cours de la durée réelle d'utilisation.

La base amortissable : Elle est désormais composée du coût d'entrée minoré, le cas échéant de la valeur résiduelle. Cependant, il est indispensable d'après les normes françaises que celle-ci soit identifiable et mesurable pour être prise en compte.

L'amortissement : Il est déterminé à partir de la base amortissable et réparti sur la durée d'utilité. Le montant annuel de dotation aux amortissements doit être le reflet de l'utilisation de l'actif combiné de l'effet éventuel de l'obsolescence technique, des limites juridiques, de l'usure physique et d'autres paramètres pouvant apparaître.

Les écueils de la mise en place de cette réforme : L'adaptation des outils de gestion et de suivi des actifs pour permettre l'approche par composants, le suivi des éventuelles dépréciations complémentaires à l'amortissement, la détermination de l'amortissement. La reconnaissance, et donc l'évaluation, lors de la première application des normes IFRS des éléments non comptabilisés :

- Coût de remise en état des sites
- Coût des grosses réparations

La décomposition des éléments de certains actifs qui auraient été comptabilisés globalement. L'absence de seuil fixant une limite minimale à la notion de composant.

En fin, il est évident qu'avec la mise en l'application de ces nouvelles réformes, l'analyse financière gagnera plus de précision et de certitude dans sa démarche d'évaluation et d'appréciation des entreprises.

3 / Le développement des groupes et la nécessité des états consolidés :

Selon le plan comptable général, « consolider, c'est substituer au montant des titres de participations qui figure au bilan d'une entreprise, la part des capitaux propres éventuellement retraités de l'entreprise émettrice détenus par l'entreprise consolidante, y compris la quote-part du résultat de l'exercice qui correspond à ces titres »³.

Les outils et les méthodes de l'analyse financière ont été développés au départ pour s'appliquer principalement au diagnostic des comptes individuels (sociaux) des entreprises. Cependant, le développement de la structure des entreprises, passant d'une simple entité économique à une structure à plusieurs entités économiques (pour des raisons de croissance), impose incontestablement une analyse financière basée sur des états consolidés. Cette nouvelle approche se justifie par les relations financières et commerciales auxquelles sont soumises ces entités et qui les placent ainsi sous l'autorité d'une unité de direction commune, malgré leur indépendance juridique. L'objectif de la consolidation des états, est de permettre un diagnostic pertinent en présentant la situation économique et financière d'un ensemble d'entités liées les unes aux autres par différents liens, comme si elles formaient une seule entité.

L'affaire « Enron » nous a bien enseigné sur l'ampleur des risques découlant d'un jugement de la situation financière des groupes fondé, sur des comptes non consolidés ou précisément manipulés. Le scandale « Enron » et les affaires qui l'ont accompagnés, ont profondément atteint la confiance accordée à l'information comptable et financière. Cette crise de confiance a induit une large partie de l'opinion à croire à l'idée selon laquelle la production et l'utilisation de l'information comptable et financière peuvent être déformés ou manipulés par des praticiens incompetents, parfois malhonnête ou cupide. Néanmoins, des efforts continuels sont engagés pour rétablir la confiance aussi bien par les professions elles mêmes que par les instances de régulation et les pouvoirs publics. Dans la plupart des pays développés, au-delà des obligations juridiques et normatives régissant la production des comptes consolidés ; des dispositions législatives supplémentaires ont été adoptées pour améliorer la qualité, la fiabilité de l'information financière et comptable et pour renforcer la loyauté de ceux qui participent à sa production et sa diffusion.

4 / Le rachat d'entreprise par effet de levier (LBO) :

³ Plan comptable général, p.II. 141

Les LBO (Leverage Buy Out) et LBI (Leverage Buy-In) désignent les opérations de rachat d'une société avec effet de levier. Précisément, il prend la forme d'un achat du contrôle de la société par un ou plusieurs fonds d'investissements spécialisé, financés majoritairement par endettement. Le principal avantage de ces opérations est de permettre à des cadres dirigeants ou à des investisseurs de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum puisque l'acquisition est largement financée par un emprunt bancaire dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible. Le mécanisme simplifié est le suivant : des cadres ou investisseurs deviennent actionnaires de la société cible par l'intermédiaire d'une société holding leur permettant d'être majoritaire, et l'emprunt contracté pour l'acquisition de la cible sera financé par la remontée des cash-flows nets de la cible vers la holding. La technique du rachat avec effet de levier est particulièrement bien adaptée aux problèmes de transmission patrimoniale et aux problèmes de stabilité d'actionnariat. C'est pour ces raisons que ce type d'opérations est amené à fortement se développer :

- Avec l'arrivée du " papy-boom ", on estime que 450.000 entreprises vont être amenées à changer de main au cours des 10 prochaines années en France. Et les dirigeants arrivant à l'âge de la retraite ne trouvent plus forcément un repreneur au sein de leur famille. Le dirigeant se tourne alors plus facilement vers ses cadres que vers ses concurrents par exemple, pour transmettre et pérenniser son entreprise.

- La période de consolidation actuelle de certains secteurs et l'évolution des portefeuilles d'activité de grands groupes est également propice aux LBO avec ou sans les cadres dirigeants. Si une filiale rentable ne s'intègre pas à la stratégie d'évolution d'un groupe, les dirigeants peuvent être tout à fait intéressés par un LMBO qui leur permettra de pérenniser la filiale et de se constituer un patrimoine. A défaut, une cession en LBI à des investisseurs extérieurs peut-être aussi intéressante pour désendetter la maison mère par exemple ou ajuster l'actionnariat.

Deuxième partie : L'analyse des marges et de l'exploitation

-

I / Présentation du groupe PARTNER JOUET :

Créée par Mr LHOMET en 1967, PARTNER JOUET est une société par actions simplifiées « SAS » au capital social de 4.069.620 €. Comme son nom l'indique, cette société est spécialisée dans le commerce de gros de jouets et occupe actuellement, avec la société « Gueydon », le rang de co-leader sur le marché français des jouets. Son siège social est situé au niveau de la zone industrielle de Tauxigny en Indre et Loire, à une vingtaine kilomètres de Tours.

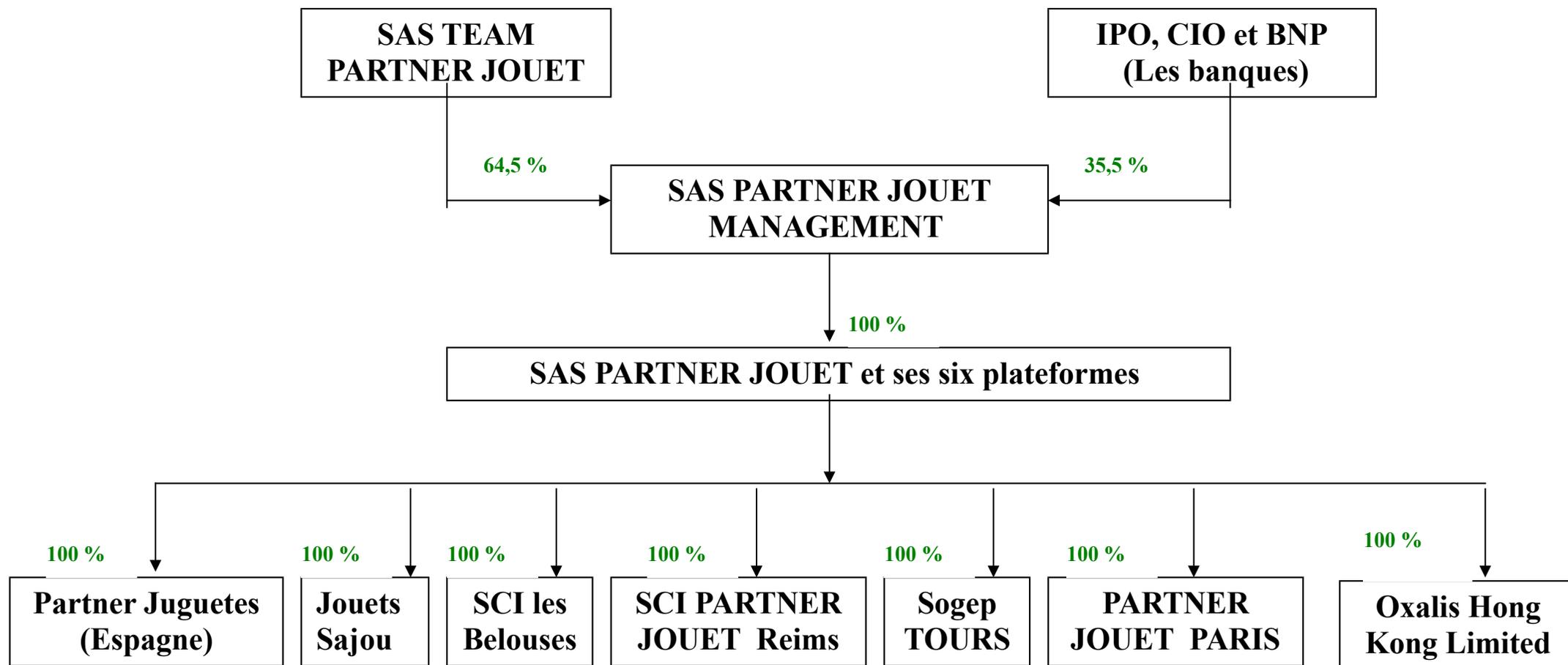
Le groupe est implanté dans 8 villes différentes : Avignon, Clermont-Ferrand, Bourg En Bresse, Reims, Tours, Méru, Paris, et Montauban, le tout s'étalant sur 45000 m² d'entrepôt pour plus de 40 chaînes de préparation de commandes avec un système informatique de pointe (Informatique embarqué). L'effectif moyen employé par le groupe est de 350 salariés dont 150 à Tours. Les commerciaux sont de l'ordre de 80. Ils proposent à leur clientèle une large gamme de jeux et de jouets comprenant plus de 18000 références émanant des plus grands producteurs dans ce domaine, tel que **Mattel, Hasbro, Playmobil...etc.**

La commercialisation des jouets de la société passe par trois canaux : Les grandes et moyennes surfaces (GMS), les comités d'entreprises (CE) et les détaillants. On trouve parmi ses clients, les plus grands noms des supers et hypers marchés ; **ATAC, Super U, Champion** ainsi qu'**Intermarché**. La GMS constitue à elle seule plus de **45 %** du Chiffre d'Affaires du groupe.

Quant à l'offre réservée aux Comités d'Entreprises (CE), elle se présente essentiellement, dans une large gamme de produits pouvant être offerts comme cadeaux de Noël. A cet effet, le groupe constitue chaque année, durant la période allant de septembre à décembre, une équipe spéciale pour s'occuper des commandes saisonnières.

Aussi, PARTNER JOUET a développé depuis 1998, une chaîne de magasins affiliés et intégrés, appelée « Le groupement SAJOU ». Cette chaîne renforce la position du groupe dans le domaine du commerce du détail.

Organigramme du groupe PARTNER JOUET après fusion :



II / Analyse des marges et de l'exploitation

NB : Nous signalons à notre lecteur que les chiffres donnés dans ce mémoire, sont en milliers d'euro (Kilo €)

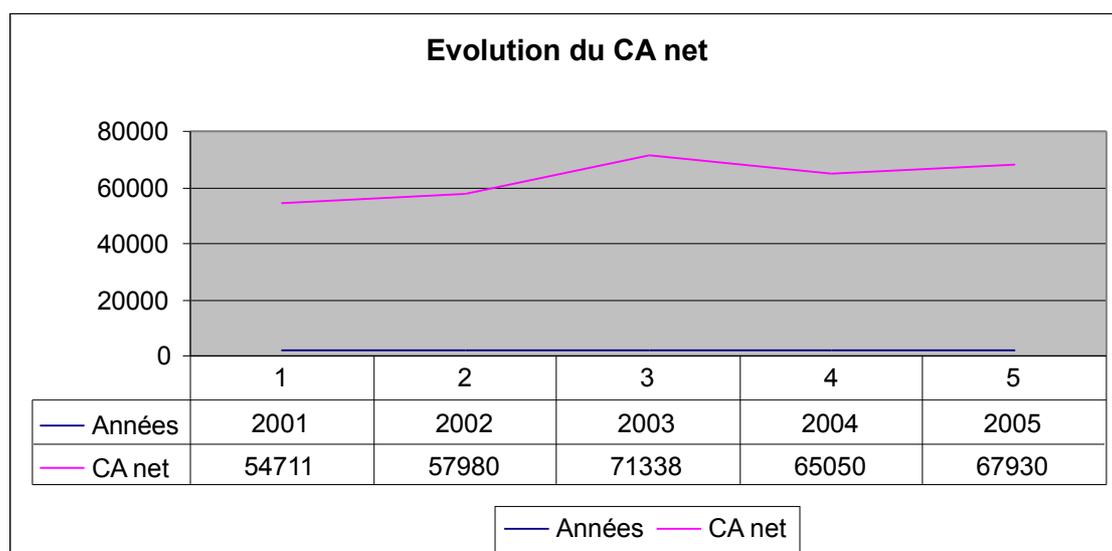
A / Analyse des marges :

Partant du fait que la réalisation de marge positive n'est pas toujours une condition suffisante pour créer de la valeur, une étude de l'exploitation à travers une analyse des marges s'avère incontournable. Cette démarche consiste à étudier la performance opérationnelle du groupe en analysant les différents éléments constitutifs du résultat d'exploitation : Chiffre d'affaires, marge commerciale, valeur ajoutée, rémunération du personnel, l'excédent brut d'exploitation ; ainsi que la position stratégique qui détermine directement le niveau des marges.

Etant donné que cette analyse passe par le compte de résultat, nous signalons que le groupe opte pour la présentation par nature du compte de résultat; avec le respect des conventions générales comptables et conformément aux règles générales d'établissement et de présentation des comptes consolidés.

En outre l'analyse des marges se fondera sur une analyse en tendance afin d'appréhender l'évolution du résultat d'exploitation à partir de celle des charges et des produits.

1/ Le chiffres d'affaires :



Le graphique ci-dessous présente l'évolution du chiffre d'affaires sur les cinq dernières années à partir du compte de résultat consolidé. La tendance générale du chiffre d'affaires est à la hausse, si on excepte la baisse de 2004 par rapport à 2003.

Le chiffre d'affaires net a atteint un pic en 2003. En effet, cette année a été marquée par une effervescence de la demande pour les « **Toupiés BeyBlaidés** », un jouet très convoité par les enfants, dopant ainsi les ventes du groupe.

Au niveau macro économique, le marché du jouet croît de 6% par rapport à 2004. Pour sa part, le groupe PARTNER JOUET enregistre 4,07% d'augmentation.

Enfin, la croissance du chiffre d'affaires 2005, est due à la nouvelle tendance de la demande, qui est de plus en plus orientée vers les références de grande marque, à prix élevés, mais à faible marge.

2/ La marge commerciale :

La marge commerciale est un indicateur fondamental pour les sociétés de distribution. Elle est calculée ainsi :

$$\text{Ventes} - \text{Achats} + \text{Variation des stocks} = \text{Marge commerciale}$$

Voici le tableau montrant l'évolution de la marge commerciale du groupe et son taux (rapport de la marge commerciale au CA net) au cours des trois dernières années :

Années	2003	2004	2005
Marge commerciale	27138	26681	26838
Taux de la marge	38%	41%	40%

Le niveau du taux de marge est appréciable. Au demeurant, ses légères fluctuations s'expliquent quasi- exclusivement par le mix- produit entre les articles de marque et les articles d'import.

3/ La valeur ajoutée :

La valeur ajoutée, est également un indicateur essentiel puisqu'elle mesure la richesse créée. Elle permet au groupe, d'une part de renouveler ses immobilisations (éléments sujets à dépréciation), et d'autre part, de rémunérer les différents ayants droit concernés par son activité (les salariés, les créanciers, le fisc). Elle est calculée à partir de la formule suivante :

$$\text{Valeur ajoutée} = \text{Marge commerciale} + \text{Marge sur consommation de matières premières} - \text{Autres charges externes}$$

En ce qui concerne les autres charges externes, les retraitements tels que ceux relatifs aux loyers de crédit bail, ont été effectués. C'est-à-dire qu'ils ont été soustraits et répartis entre le coût du financement et l'amortissement théorique. Quant aux charges imputables au personnel intérimaire, elles n'ont pas été déduites des charges externes.

Selon **Pierre VERNIMMEN**⁴, « La valeur ajoutée n'a de sens que s'il y a des relations de marchés entre l'entreprise et ses fournisseurs au sens large : fournisseurs de matières premières, fournisseurs de capitaux, fournisseur de travail... ».

Pour le groupe PARTNER JOUET, le montant de ses achats externes s'élève à 8718 K€. Il s'agit notamment des postes « Transports des biens et du personnel »; « Publicité, relations extérieures », « Déplacement, missions et réceptions », etc.

Le tableau ci-dessous présente la valeur ajoutée créée par le groupe au cours des trois dernières années :

Années	2003	2004	2005
Valeur ajoutée	18601	18301	17711

4/ La rémunération du personnel :

La rémunération du personnel est un poste très important pour le groupe PARTNER JOUET en raison d'un montant relativement élevé : 12914 K€ soit 20 % des charges d'exploitation.

L'analyse de ce dernier, s'intéresse aux effets volumes et prix, ainsi qu'à la productivité du personnel. Le tableau ci-dessous nous indique l'évolution de ces ratios au cours des trois dernières années :

⁴ Auteur financier : FINANCE D'ENTREPRISE.

Années	2003	2004	2005
Chiffre d'affaires	71338	65050	67930
Charges du personnel*	13217	13079	12914
Effectif moyen	351	348	343
CA net / effectifs moyens (productivité)	203	187	198
Charges du personnel / effectifs moyens (effets prix)	38	37,5	38

* Y compris les participations salariés et les charges sociales

L'effectif moyen du groupe est quasi stable malgré les oscillations du CA, notamment en 2003. Cette situation s'avère défavorable si le chiffre d'affaires diminue, d'où la baisse de la productivité du personnel en 2004 par rapport à 2003.

En outre, le ratio : **charges du personnel / effectifs moyens**, demeure aussi, quasiment figé malgré les fluctuations du chiffre d'affaires, laissant entrevoir ainsi, un risque de sureffectif en cas de baisse du chiffre d'affaires. En revanche, le niveau de ce ratio est acceptable eu regard de la composition de l'effectif (bilan social) du groupe.

5/ L'analyse de la marge d'Excédent Brut d'exploitation (EBE):

L'EBE, est l'indicateur d'efficacité du groupe dans le cadre de son activité courante.

A partir de l'ensemble des données précédentes, nous allons analyser les éléments provoquant ces oscillations et donner une explication, le cas échéant, à ses fluctuations.

Pour le calcul de l'EBE, nous optons pour la confrontation entre :

- Les produits d'exploitation susceptibles de donner lieu à un encaissement immédiat ou différé.

ET

- Les charges d'exploitation susceptibles de donner lieu à un décaissement immédiat ou décalé : impôts, taxes, versements assimilés et charges de personnel.

En effet, certains auteurs financiers incluent dans le calcul de l'EBE les dotations aux provisions **nettes** pour dépréciation d'actif circulant et pour risques et charges d'exploitation.

L'activité purement commerciale du groupe PARTNER JOUET avec sa stratégie de disposer d'une immense palette de références (18000 au total), et l'effet de mode qui caractérise le marché du jouet, impliquent un recours intense aux provisions, induisant en parallèle des produits non encaissables sous forme de reprise de provisions. Dans ce cas, la logique financière, conduit à neutraliser l'impact d'une telle politique, afin de déterminer un résultat économique (EBE) parfaitement lié à l'activité opérationnelle du groupe et exempt de toute probabilité ou calcul anticipé.

Voici le tableau présentant l'évolution de l'EBE et du rapport **EBE / CA**, généralement appelé **marge d'EBE** au sein du groupe PARTNER JOUET sur les trois dernières années :

Années	2003	2004	2005
EBE	5384	4487	3961
EBE / CA	8%	7%	6%

Au regard de ce tableau, l'EBE est toujours en baisse malgré l'augmentation du chiffre d'affaires net en 2005. Cela s'explique par la baisse de la marge commerciale induite par l'étirement des ventes de références à faible marge (article de marque) au détriment de références à forte marge. D'autre part, la marge de l'EBE (EBE / CA), s'avère relativement faible, notamment à partir de 2004.

En effet, si on se réfère aux statistiques du secteur de la **distribution spécialisée** montrant l'évolution de la marge d'EBE de 1997 à 2004 et les prévisions pour 2005 et 2006 des principaux groupes côtés européens ; le groupe PARTNER JOUET est en dessous de la moyenne. Voici le tableau des statistiques :

Années	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EBE/CA	7%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	13%	13%

Source : Exane BNP Paribas

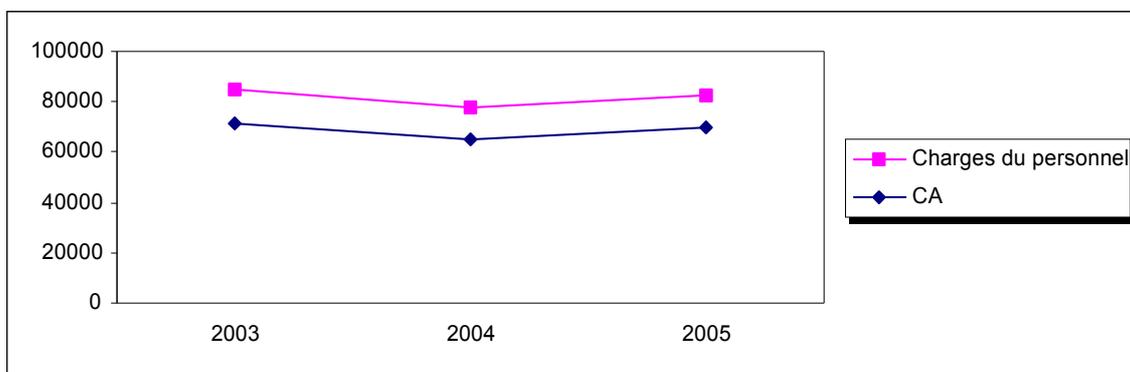
Il est évident que le groupe PARTNER JOUET, n'est pas actuellement en mesure d'atteindre le même niveau que les plus grands groupes cotés étant donné sa taille structurelle.

Néanmoins, d'après l'analyse des éléments précédents (chiffre d'affaires, marge commerciale, valeur ajoutée, etc.), le niveau de l'EBE du groupe PARTNER JOUET serait affecté, certes par le rétrécissement de la marge commerciale, mais aussi par le niveau trop important des charges de personnel. En effet, il existe une certaine sensibilité à la hausse des charges du personnel au moindre accroissement du chiffre d'affaires net.

Il s'avère donc, suite à cette analyse, que l'accroissement de l'EBE du groupe (toute chose égale par ailleurs), dépend certes, de la marge commerciale, mais pourrait aussi, passer

par une révision de la politique salariale du groupe ; une démarche qui s'imposera, si la marge commerciale continue à se resserrer par l'exacerbation de la concurrence et de la nouvelle orientation de la demande vers les produits à faible marge.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du chiffre d'affaires net et les charges du personnel :



Le graphique montre une évolution parallèle des deux paramètres. Nous essaierons d'expliquer davantage ce constat dans la deuxième partie de cette analyse afin de la confirmer ou de l'infirmier.

6/ Le résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation est égal à l'EBE, plus les charges d'exploitation calculées.

Voici son mode de calcul :

Résultat d'exploitation= EBE + [Reprises sur amortissement et provisions, transfert de charges + Autres produits d'exploitation] - [Dotations aux amortissements et provisions - Autres charges d'exploitation]

L'analyse du résultat d'exploitation consiste à examiner de près, ce qu'il contient et ce qu'il ne contient pas. Autrement dit, vérifier si les charges et les produits, sont logiquement rattachables au résultat d'exploitation. Une telle démarche, relève des missions des commissaires aux comptes. Il s'agit de vérifier si les factures, lors de leur enregistrement, sont affectées aux comptes adéquats. La lecture du rapport de ces derniers ne signale aucune anomalie en ce sens, d'où une certification sans réserve des comptes.

Le tableau d'évolution du résultat d'exploitation et le rapport **Résultat d'exploitation / chiffre d'affaires net** au cours des trois dernières années est ainsi :

Années	2003	2004	2005
Résultat d'exploitation	3778	3767	3155

Résultat d'exploitation / CA net	5,3%	5,8%	4,5%
---	-------------	-------------	-------------

En revanche, voici les statistiques montrant l'évolution du résultat d'exploitation en pourcentage du chiffre d'affaires net du secteur de la **distribution spécialisée** sur la période 1997/2004, ainsi que les anticipations sur les exercices 2005 et 2006 pour les principaux groupes européens cotés :

Années	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Résultat d'exploitation / CA net	6%	7%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	11%

Source : Exane BNP Paribas

En comparant les données du groupe PARTNER JOUET avec les données du tableau ci-dessus, nous constatons que PARTNER JOUET n'arrive pas à atteindre le niveau moyen de l'EBE du secteur, ce qui impose des mesures de rationalisation de certaines charges d'exploitation.

7/ Tableau des soldes intermédiaires de gestion :

Produits (Colonne 1)		Charges (Colonne 2)		Soldes intermédiaires des exercices (Colonne 1 – Colonne 2)	2004	2005
Ventes de marchandises (CA net)	67930	Coût d'achat des marchandises vendues	41092	Marge commerciale	26681	26838
Marge commerciale	26839	Consommation de l'exercice en provenance des tiers.....	9127	Valeur ajoutée	18301	17711
Valeur ajoutée	17711	Impôts, taxes et versements assimilés	836	Excédent brut (ou insuffisance brute) d'exploitation.....	4487	3961
Subvention d'exploitation	-	Charges de personnel	12914			
Total	17711	Total	13750			
Excédent brut d'exploitation	3961	Ou insuffisance brute d'exploitation ...	-	Résultat d'exploitation (bénéfice ou perte)	3767	3155
Reprise sur amortissement et provisions, transfert de charges	1019	Dotations aux amortissements et aux provisions	1847			
Autres produits	145	Autres charges	123			
Total	5125	Total	1970			
Résultat d'exploitation	3155	Ou résultat d'exploitation	-	Résultat courant avant impôts (bénéfice ou perte)	3335	2787
Produits financiers	281	Charges financières	649			
Total	3436	Total	649			
Produits exceptionnels	218	Charges exceptionnelles	456	Résultat exceptionnel	(235)	(238)
Résultat courant avant impôts	2787	Ou résultat courant avant impôts	-	Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)	2070	1639
Résultat exceptionnel	-	Ou résultat exceptionnel	238			
Total	2787	Impôts sur les bénéfices	910			
		Total	1148			

B/ Analyse de l'exploitation :

L'objectif de cette partie, est d'essayer d'appréhender le risque d'exploitation en étudiant la structure des charges du groupe. Pour cela, nous utiliserons les outils du contrôle de gestion et de mesure des résultats, en l'occurrence, le seuil de rentabilité et sa date d'obtention ainsi que le levier d'exploitation et autres indicateurs de performance (indice de sécurité, l'indice de prélèvement).

1/ Classement des charges d'exploitation en charges fixes et variables :

Dans le cadre de cette démarche, nous tenterons de formuler une représentation simplifiée du comportement des charges d'exploitation. Cette représentation doit permettre d'émettre une explication sur l'étude de la situation réelle et complexe du groupe. Pour ce faire, nous classerons en charges variables, celles dont le montant varie de façon proportionnelle par rapport à l'activité mesurée, en l'occurrence par rapport au chiffre d'affaires. Celles dont le montant est indépendant de l'activité seront classées en charges fixes.

1- 1 Explication des retraitements :

(a) : **Retraitement des charges de personnel :** Le classement des charges salaires et traitements en frais variable ou frais fixes, est un véritable sujet à polémique. Certains auteurs financiers, tel Pierre VERNIMMEN, les considère comme étant par excellence, des frais variables, mais en fait de véritables frais fixes à court terme. Néanmoins, la pratique, fait le plus souvent, qu'elles varient par palier sur le long terme induisant ainsi un ajustement différé. Vu la saisonnalité qui caractérise l'activité du groupe, ainsi que sa stratégie par rapport à ces frais; nous avons tenté de déterminer leur fraction fixe en déterminant leur partie variable en fonction des :

- Effectifs salariés en CDD (contrat à durée déterminée), et en intérim. Soit, 180 CDD (en 2005) ayant une durée moyenne de 4 mois. Etant donné que le coût du personnel temporaire (CDD ou intérim) est de 1,8 K€ par mois (y compris les charges sociales, congés payés); la partie variable est égale à $(180 \times 4 \times 1,8) = 1296$ K€ (par an)
- Commerciaux employés par le groupe (90 commerciaux) qui sillonnent la France. Au moins 80% du salaire d'un commercial est considéré comme variable. Si nous estimons leur salaire mensuel moyen à 2,7 K€, la partie variable de ces salaires est donc égale à $2,7 \times 12 \times 90 \times 80\% \approx 2333$ K€ (par an).

- En ce qui concerne la part variable du montant de la participation légale des salariés aux fruits de l'expansion ; elle sera déterminée en proportion de la part des charges salariales variables par rapport à la totalité des charges de personnel : $(1296 + 2333) / (12914 - 256) = 28,67\%$ => La fraction variable de la participation des salariés = $28,67\% * 256 = 73 \text{ K€}$ (en 2005).

Après la prise en compte de ces retraitements, nous allons pouvoir déterminer la partie variable et fixe de l'ensemble des charges de personnel. Le montant total de ces charges (salaires et traitements) s'élève à 12914 K€ (voir le compte de résultat). La part variable de ces charges est égale à $1296 + 2333 + 73 = 3702 \text{ K€}$. Logiquement, le reste, est classé en charges fixes ; soit $12914 - 3702 = 9212 \text{ K€}$.

Enfin, les charges et les produits exceptionnels, vu leur caractère non récurrent, ils ne sont pas pris en compte ainsi que les produits et les charges financières qui relève du cycle de financement. Voici le tableau présentant les charges variables et fixes du groupe PARTNER JOUET :

1- 2 Tableau des charges variables et fixes d'exploitation :

Charges variables d'exploitation			Charges fixes d'exploitation		
Compte	Libellé du compte	Montant	Compte	Libellé du compte	Montant
607 à 609	Coût d'achat des MV	41092	606102	Fuel et gaz	58
602	Coût d'achats des MP	409	606100	Eau	9
606400	Fournitures de bureau	102	606120	Electricité	99
606410	Imprimés CDE visites	19	606300	Petit outillage	66
606420	Listing informatique	13	612	Redevance crédit bail	15
606430	Consommable info.	45	613200	Locations immobilières	371
606600	Carburant de voiture	319,3	613520	Location informatique	85
622200	Commission ventes	1	613590	Autres location	121
622800	Frais divers sur achats	2	614	Charges locatives	0,4
623	Pub, relations extérieures	1208	615	Entretien et réparation	504
624	Transport	2150,3	616	Prime d'assurance	327
625	Déplacements, missions	1172	617	Etudes et recherches	14
626	Frais postaux	492,4	618	Divers, documentation	8
627	Commissions bancaires	88	622610	Honoraires CAC	65
640	Salaires et traitement (a)	3702	628	Divers	29
65	Charges divers de gestion	123	633	Impôts et taxes	280
613210	Location temporaire	180	635	Autres impôts et taxes	556
622620	Honoraires juridiques	26	64	Salaires et traitements	9212
622700	Frais contentieux	15	681	Dota. aux amortissements	738
621	Travail intérimaire	334	622602	Frais création design	4
604	Etudes & prestation serv.	283	622600	Honoraires	122
681	Provisions / actif circulant	1109	613500	Location véhicule	370
Total des charges variables		52885	Total des charges fixes		13054

2 / Le seuil de rentabilité et sa date d'obtention :

2-1 / le seuil de rentabilité :

« Le seuil de rentabilité d'une entreprise est le CHIFFRE D'AFFAIRES pour lequel l'entreprise couvre la totalité de ses charges (CV + CF) et donc dégage un résultat nul. »

Calcul algébrique :

CA net = 67930 K€

CF = 13054 K€, CV= 52885 K€

Et soit X_0 le CA critique (ou le seuil de rentabilité)

$$\Rightarrow \text{Marge} / \text{CV} = 67930 - 52885 = 15045 \text{ K€}$$

$$\Rightarrow \text{Le pourcentage de la } M/\text{CV} = 15045 / 67930 = 22\%$$

Au seuil de rentabilité, on a $\text{CF} = 0,22 X_0$

$$X_0 = \text{CF} / 0,22 = 13054 / 0,22 = 59336 \text{ K€ est le seuil de rentabilité (CA critique)}$$

\Rightarrow L'équation de la droite : $\text{Résultat} = 0 = 0,22X_0 - 13,054$ Graphique n° 1 en M d'€

Ou avec la relation Seuil de rentabilité = MCV= CF :

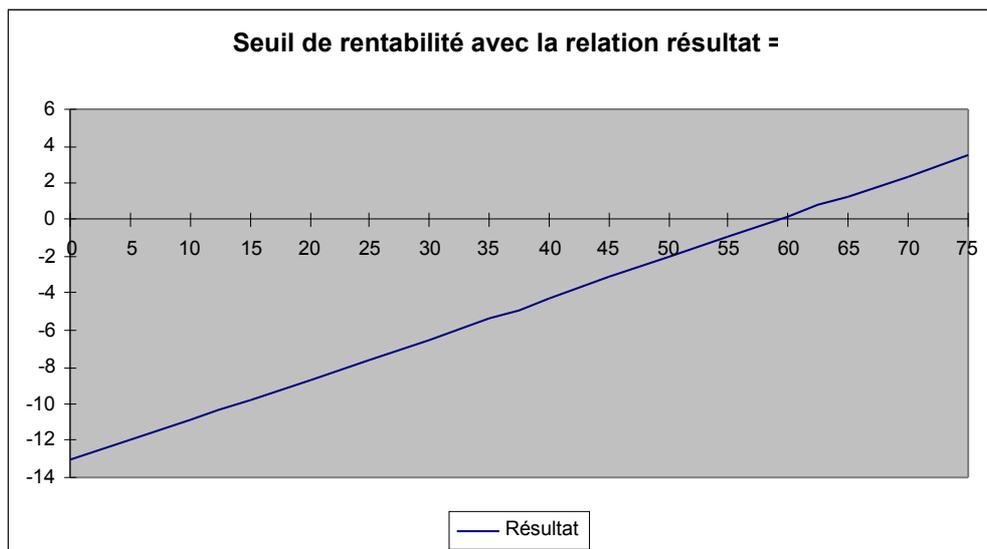
Les équations de droites seront :

$$\text{CF} = 13,054 \text{ millions d'€}$$

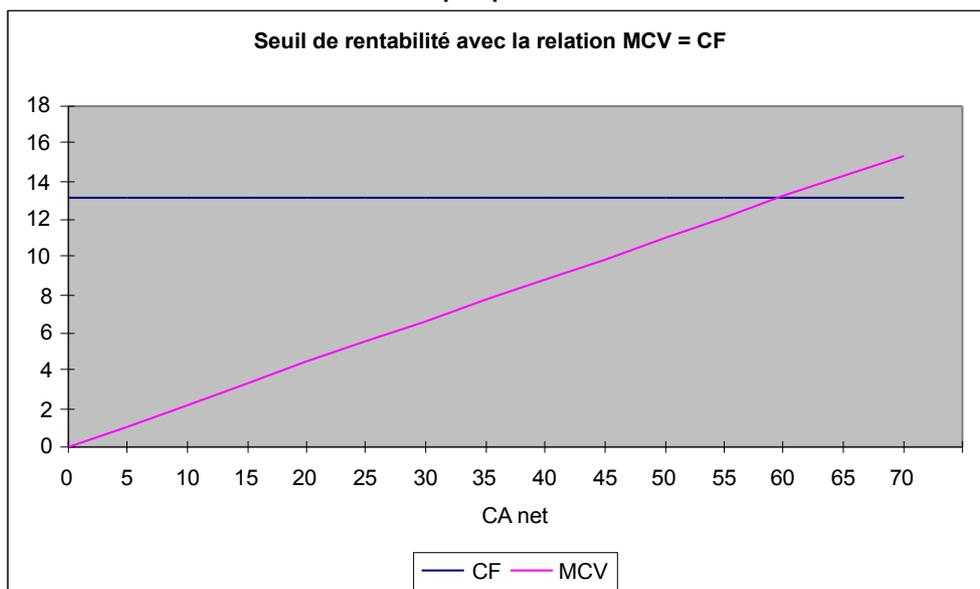
$$\text{MCV} = 0,22 \text{ CA net (donné en millions d'€)}$$

Voici les représentations graphique des deux méthodes (En millions d'€) :

Graphique n° 1



Graphique n ° 2



2-2 / La date d'obtention du seuil de rentabilité :

Le groupe PARTNER JOUET connaît une activité fortement saisonnière. Cette saisonnalité modifie la date à laquelle, le seuil rentabilité sera atteint. Pour calculer la date d'obtention du chiffre d'affaires critique, il faut décomposer période par période, le chiffre d'affaires du groupe. Sachant que le chiffre d'affaires net consolidé en 2005 est de **67930 K€**, voici le tableau montrant l'évolution du chiffre d'affaires période par période :

Mois	Pourcentage du CA consolidé / mois	CA consolidé mensuel	CA consolidé en cumul
Janvier	4%	2717	2717
Février	4%	2717	5434
Mars	5%	3397	8831
Avril	6%	4076	12907
Mai	6%	4076	16983
Juin	6%	4076	21059
Juillet	6%	4076	25135
Août	8%	5434	30569
Septembre	17%	11548	42117
Octobre	18%	12227	54344
Novembre	14%	9510	63854
Décembre	6%	4076	67930
Total	100%	67930	67930

Sachant que le seuil de rentabilité = **59336 K€**. D'après le tableau ci dessus il sera atteint dans le courant du mois de novembre. Au début du mois d'octobre, le chiffre d'affaires net consolidé est égal à 54344 K€. En novembre, il a fallu 30 jours pour réaliser un CA de 9510 K€. Pour atteindre le seuil de rentabilité, il fallait réalisé un chiffre d'affaires de : $59336 - 54344 = 4992$ K€

$$\Rightarrow (4992 / 9510) * 30 \approx \mathbf{16 \text{ jours.}}$$

Donc, le seuil de rentabilité du groupe est atteint le **16 novembre**. Résultat logique vu la saisonnalité qui caractérise l'activité du groupe atteignant son optimum au dernier trimestre de l'année.

2-3 / L'indice de sécurité :

Pour calculer l'indice de sécurité, il faut d'abord calculer la marge de sécurité (MS). Elle représente la part du chiffre d'affaires net qui peut être supprimé par une conjoncture défavorable sans entraîner de perte pour le groupe. Son mode de calcul est :

$$MS = CA \text{ net} - CAC \text{ (chiffre d'affaires critique ou le seuil de rentabilité)}$$

$$MS = 67930 - 59336 = \mathbf{8594 \text{ K€}}$$

En rapportant la MS au CA net, nous déterminons l'indice de sécurité (IS)

$$\Rightarrow IS = MS / CA \text{ net} = 8594/67930 \approx \mathbf{13 \% \text{ du CA net.}}$$
 Il est relativement faible, or acceptable.

2-4/ L'indice de prélèvement :

L'indice de prélèvement (IP), consiste à rapporter le montant des coûts fixes au CA net. Plus il est faible, plus le groupe peut facilement atteindre son seuil de rentabilité.

$$\Rightarrow IP = CF / CA \text{ net} = 13054 / 67930 = 19\% \text{ (Appréciable).}$$

2-5/ Le levier opérationnel (d'exploitation):

Appelé aussi le coefficient de volatilité, il exprime le pourcentage de variation du résultat qui sera obtenu par une variation quelconque du chiffre d'affaires (en%). Il représente donc l'élasticité du résultat (**eR**) par rapport au CA.

$$\Rightarrow eR / CA = (\Delta R/R) / (\Delta CA/CA)$$

Pour le calculer, on utilise une formule plus opérationnelle, détaillée ci-dessous. Soit t le taux de MCV :

$$eR = \Delta R / \Delta CA * CA / R$$

$$\text{Nous savons que } \Delta CA = CA' - CA$$

$$\Delta R = R' - R = [(CA' * t) - CF] - [(CA * t) - CF] = t (CA' - CA)$$

$$\text{D'où le rapport } \Delta R / \Delta CA = t (CA' - CA) / CA' - CA = t$$

Reporter dans l'expression de l'élasticité, on obtient : $eR / CA = (CA * t) / R = MCV / R$

Donc, le levier opérationnel (LO) = MCV / R

La MCV est connue, elle est = 15045 K€, ainsi que le CF = 13054 K€

Le résultat d'exploitation = $MCV + 1019^5 + 145^6 - CF = 3155 \text{ K€}$

Pour le groupe PARTNER JOUET $LO = 15046 / 3155 = 4,77$. Cela veut dire que, si le chiffre d'affaire augmente de 10% à titre d'exemple, le résultat d'exploitation du groupe avec la même structure des charges (CF et CV) augmentera de $4,77 * 10\%$, soit presque 48%.

⁵ Représente le montant des reprises sur amortissement et provisions, transfert de charges

⁶ Représente le montant des autres produits d'exploitation.

3 / Conclusion sur l'analyse d'exploitation :

D'après cette analyse d'exploitation, première étape de toute analyse financière, nous pouvons dégager, les remarques et les recommandations suivantes relatives aux points les points névralgiques :

La marge commerciale : Elle se situe actuellement à un niveau appréciable. Toutefois, si l'accroissement des ventes des références à faibles marges se prolonge d'une façon continue, le groupe PARTNER JOUET risque de subir sur le long terme (toute chose égale par ailleurs) des pertes de marge. Pour contrer cette menace, le groupe peut élargir et développer des nouveaux canaux de distribution pour les magasins discounts. Il peut aussi, exercer son poids commercial, d'une part sur les fabricants asiatiques afin qu'ils relookent leurs produits, et d'autre part, renégocier les prix d'achat des fabricants de grandes marques.

Les charges de personnel : Elles constituent le poids le plus important dans l'ensemble des charges d'exploitation. Nous avons pu voir que leur variation ne suit pas tout à fait la variation du chiffre d'affaires net. En effet, entre 2003 et 2004, leur variation n'était que de -1% tandis que la variation du net, était presque de -10%. Sachant que 28% de ces charges sont variables, il s'avère qu'elles manquent d'une certaine flexibilité, notamment lorsque le chiffre d'affaires net baisse. Ce point constituera un facteur clé pour améliorer davantage la rentabilité du groupe.

Le levier opérationnel d'exploitation : Avec la structure actuelle de ses charges d'exploitation (CV et CF), le groupe PARTNER JOUET jouit d'un levier opérationnel assez élevé ; il est de 4,77. C'est-à-dire, si le CA du groupe augmente de 1%, son résultat d'exploitation augmentera de 4,77%. Cet indicateur permet d'entrevoir des bonnes perspectives pour le groupe s'il arrive bien évidemment à maintenir son CA net à la hausse. Pour cela, il est impératif au groupe d'assurer une gestion rigoureuse des stocks assortie d'une efficacité sans faute dans le traitement général des commandes (délai, acheminement...etc.)

Le résultat d'exploitation : Le ratio Résultat d'exploitation / CA net qui traduit l'efficacité globale du groupe, est acceptable malgré son écart par rapport au taux moyen de référence du secteur de la distribution spécialisée ; affichant 5,2% contre 9,3 % (moyenne sur les trois dernières années). Enfin, avec la rationalisation des éléments précédents (marge commerciale, frais de personnel, CA), et son potentiel logistique, le groupe PARTNER JOUET, est parfaitement en mesure de combler cet écart et devenir leader sur le marché national.

Troisième partie : L'analyse financière du groupe

I L'analyse financière statique du groupe :

1/ Les retraitements du bilan comptable :

Le retraitement des actifs fictifs : Le bilan consolidé du groupe affiche deux éléments en immobilisations incorporelles. Premièrement, nous avons le poste : « Concessions, brevets, droits similaire », qui correspond à des logiciels informatiques acquis par le groupe, comptablement valorisés. Leurs montants ne sont pas à déduire de l'actif. Deuxièmement, il s'agit de « Fond de commerce », constitué par l'affectation de « l'écart d'acquisition » (GOODWILL) constaté lors de l'établissement des premiers comptes consolidés de la société PARTNER JOUET MANAGEMENT. La valeur de ce poste a été totalement amortie et neutralisée dès le 31/12/2003.

Le résultat : Le retraitement du résultat de l'exercice 2005 s'impose du fait que nous disposons d'un bilan avant affectation définitive. Etant donné qu'une partie du résultat doit être distribué dans un délai de 9 mois, à compter de la clôture de l'exercice ; les capitaux propres (le résultat) seront diminués à la hauteur du montant des dividendes à distribuer (76 K€) pour être classés en dettes d'exploitation.

Les effets escomptés non échus : Pour l'analyste financier, s'il y avait eu des effets escomptés non échus au 31/12, cela aurait impliqué leur réintégration dans le compte clients et la diminution des disponibilités du groupe.

Les opérations de crédit bail : Puisque que nous disposons d'un bilan consolidé, les retraitements relatifs aux opérations de crédit de bail sont considérés comme étant déjà effectués. Les biens loués en crédit bail apparaissent à l'actif du bilan et les loyers futurs à payer sont enregistrés dans les dettes du groupe.

Réimputation des provisions pour risques et charges : La constitution de la provision pour risques et charges, est due à des litiges prud'homaux. Vu le facteur générateur de la provision, cette somme sera classée dans les dettes d'exploitation à court terme (265 K€).

Reclassement des emprunts et des dettes : Au vu du tableau de classement des dettes par échéance et leur nature, nous avons procédé au classement suivant : Les comptes courant d'associés sont bloqués pendant sept ans, car ils font l'objet d'une clause de subordination

par rapport au remboursement de la dette bancaire. Il s'agit dans ce cas bien précis de quasi-fonds propres (1740 K€). Les emprunts et dettes auprès des établissements de crédit bancaires sont considérés comme étant des fonds empruntés pour financer des immobilisations. En ôtant les concours bancaires courants de leur somme, en l'occurrence 6259 K€, leur montant s'élève à : $14836 - 6259 = 8577$ K€. Cette somme est considérée comme étant une dette à long terme.

Les autres éléments du bilan non cités sont classés systématiquement par leur nature fonctionnelle.

2/ L'analyse fonctionnelle du bilan :

« L'analyse fonctionnelle du bilan consiste à classer les éléments de l'actif et du passif selon les fonctions auxquelles on peut les rattacher ». Cette analyse s'effectuera à partir du bilan comptable consolidé du groupe PARTNER JOUET MANAGEMENT.

2-1 Elaboration du bilan fonctionnel :

Après avoir effectué l'ensemble des retraitements préalables des données comptables, on regroupe les comptes du bilan consolidé selon leur degré de stabilité à l'actif, et leur caractère de durabilité au passif. L'objectif est de dégager les grandes du bilan faisant apparaître ;

Au passif : - Les ressources durables du groupe (Ressources propres, Fonds empruntés)

⇔ **Fonction financement**

- Le passif circulant (Dettes d'exploitation, trésorerie passive)

⇔ **Fonction exploitation**

À l'actif : - Les emplois stables du groupe (Actif immobilisé)

⇔ **Fonction investissement**

- L'actif circulant du groupe (Stocks, Créances, Disponibilités)

⇔ **Fonction exploitation**

L'élaboration du bilan fonctionnel se fait à partir des valeurs d'origines brutes du bilan comptable consolidé. Les amortissements et provisions pour dépréciation (6896 KE) sont rajoutés aux capitaux propres. Le bilan fonctionnel détaillé se présente ainsi :

Actif	2005	2004	Variation	Passif	2005	2004	Variation
Actif stable:				Ressources durables			
Immobilisations incorporelles :				Capitaux propres :			
Concession, brevets, droit similaire	206	187	10%	Capital social	1900	1900	0%
Fond de commerce (Ecart d'acquisition)	554	554	0%	Réserves légales	47	5,8	88%
				Autres réserves	2831	1121	153%
Immobilisations corporelles :				Résultat de l'exercice (après l'IS)	1562	1995	-22%
Terrains	901	901	0%	Emprunts, dettes financières diverses (groupe et associés)	1740	1739	
Constructions	9749	9645	1%	Amortissements & provisions	6896	5979	15%
Installations techniques, matériel, outillage	378	343	10%				
Autres immobilisations corporelles	892	730	22%	Fonds empruntés :			
Immobilisation en cours	125	9	1291%	Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	8577	9728	-12%
Immobilisation financière :							
Autres titres immobilisés	0,5	0,5	0%				
Autres immobilisations financières	76	37	105%				
Total actif stable	12881	12406	4%	Total ressources durables	23553	22468	5%
Actif circulant :				Passif circulant :			
Marchandises	11149	10025	11%	Provision pour risques	265	349	-24%
Créances clients & comptes rattachés	26882,5	24801	8%	Avances et acomptes reçus	95	0	100%
Autres créances	4988	4465	12%	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	17677	16508	7%
Charges constatées d'avance	940	719	31%	Dettes fiscales et sociales	7802	8527	-8%
				Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	1	1	0%
				Autres dettes	3423	3215	6%
				Produits constatés d'avances	210	223	-6%
				Dividendes à distribuer	76	76	0%
Total actif circulant	43960	40010	10%	Total passif circulant	29549	28898	2%
Disponibilités	2520	3353	-25%	Concours bancaires courants	6259	4403	42%
Total actif	59361	55769	6%	Total passif	59361	55769	6%

2-2 Diagnostic du bilan fonctionnel :

Fond de roulement net global (FRNG) =

Ressources stables - Emplois stables = 23553 - 12881 = 10672 K€, il représente la partie de l'actif circulant financée par les ressources stables.

Besoin en fonds de roulement (BFR) =

Actif circulant - passif circulant = 43960 - 29549 = 14411 K€

Etant donné que le FRNG est inférieur au BFR, cela implique une trésorerie négative.

Trésorerie =

FRNG - BFR = 10672 - 14411 = - 3739 K€

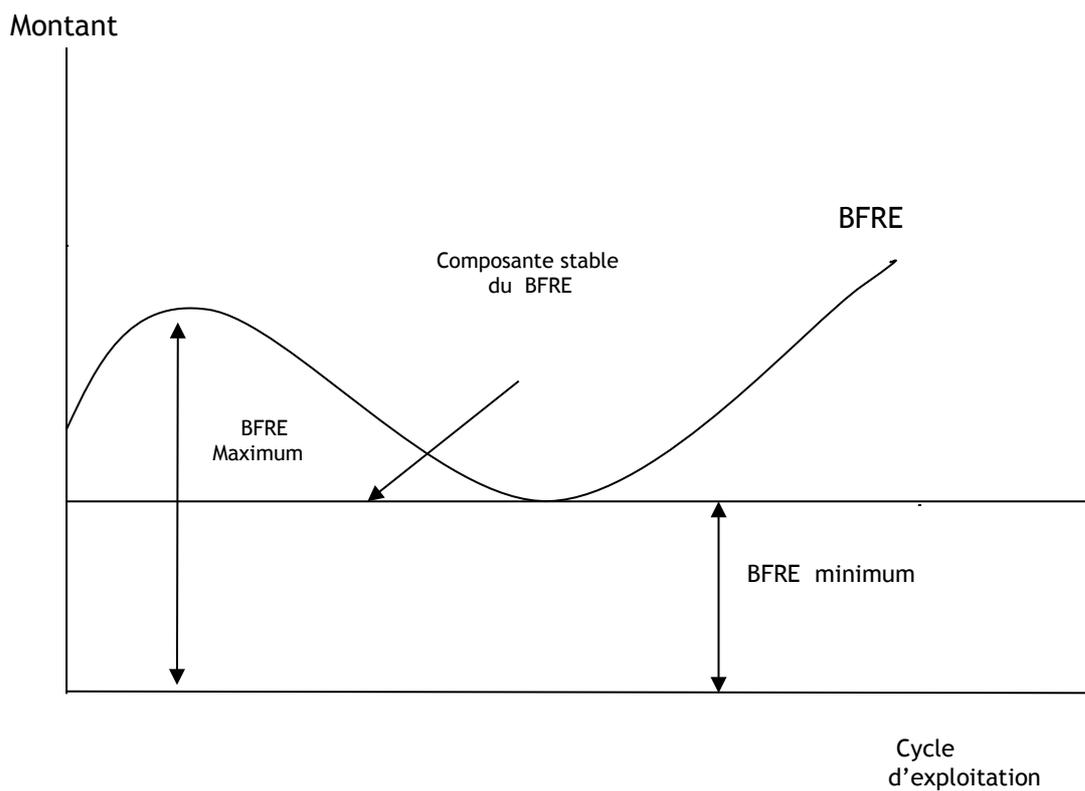
Trésorerie = 2520-6259 = - 3739 K€

FRNG= BFR + Trésorerie = 14411+ (-3739)= 10672 K€

➤ **Comparaison entre 2004 et 2005 (les montants sont en K€) :**

	2005	2004	Variation
Ressources durables	23553	22468	+5%
Actifs stables	12881	12406	+4%
FRNG	10672	10062	+6%
BFR	14411	11112	+30%
Trésorerie négative	-3739	-1050	-257%

Nous constatons que le FRNG augmente de 6% suite à une hausse quasi égale des ressources stables dans leur ensemble (5%) ; finançant ainsi l'augmentation de l'actif stable (+4%). En revanche, le BFR enregistre un accroissement important de 30%, tandis que l'actif circulant ne s'accroît que de 10%. Cela s'explique d'une part, par la constance du passif circulant, et d'autre part, par l'augmentation du CA en 2005 (effet prix). En ce qui concerne l'exercice 2005, il en résulte que les ressources stables couvrent largement les emplois stables. Néanmoins, le FRNG ne suffit pas pour couvrir le BFR, d'où une trésorerie négative. Cette situation pourrait être source d'un déséquilibre financier mettant le groupe dans une situation vulnérable. Or, pour une vision plus exacte sur l'existence d'un éventuel déséquilibre, il faut approfondir l'analyse en cherchant à savoir est-ce que le FRNG couvre la composante stable (fixe) du BFR ou pas ? Si ce n'est pas le cas, on parle d'une trésorerie structurellement négative, où des concours bancaires courants (CBC) financent des emplois stables. La règle d'équilibre fonctionnel suppose donc, que le FRNG doit couvrir le BFRE pour sa composante stable. Voici l'évolution théorique du BFRE au cours du cycle d'exploitation :



Voici maintenant l'évolution du BFRE du groupe PARTNER JOUET au cours des trois dernières années :

Evolution du BFR Montant exprimés en milliers d'euros

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
BFR 2003	15603	14415	12119	12622	13331	13186	12916	9851	9802	12385	15428	22390	
BFR 2004	18531	14670	14724	12882	13212	12909	10596	9615	8734	9929	16044	19946	
BFR 2005	18327	15830	14980	13745	14674	14764	12594	13937	10330	11197	14342	19724	

Le graphique ci-dessus laisse voir une composante stable (fixe) du BFRE située entre 9000 K€ et 10000 K€. Il s'avère que le FRNG (10672 K€) du groupe permet de couvrir la composante stable du BFRE. Donc, le groupe PARTNER JOUET est exempt de tout déséquilibre financier. Au demeurant, pour les activités gourmandes en BFR, tel le cas du groupe PARTNER JOUET, il est fort recommandable d'avoir un FRNG plus élevé que ce qu'il est actuellement afin de minimiser le risque en cas de fortes fluctuations de l'activité (augmentation des ventes), ainsi que le risque d'insolvabilité des clients. Enfin, l'explication de la dégradation de la trésorerie de l'exercice 2005 par rapport à 2004 ; est due en grande partie par l'acquittement de certaines dettes fournisseurs concernant l'exercice précédent. Ce report de paiement ne s'est pas reproduit en 2005. Le montant de ces dettes est de 2633 KE, soit 42% du montant total des CBC concernant l'année 2005.

3/ L'analyse financière du bilan :

3-1. Elaboration du bilan financier :

Le passage du bilan comptable au bilan financier implique deux ensembles de retraitements. Premièrement, ce passage requiert une identification aussi précise que possible des emplois et des ressources utilisées par le groupe. On cherche ainsi à obtenir une meilleure évaluation des emplois de fonds, soit dans une perspective de liquidation, soit dans une optique de valorisation de l'outil d'exploitation, effectivement mis en œuvre par le groupe. Deuxièmement, l'élaboration du bilan financier repose sur deux principes de reclassements, qui permettent ainsi d'appliquer les outils de l'analyse financière :

- Liquidité croissante de l'actif
- Exigibilité croissante du passif

Le passage du bilan comptable au bilan financier requiert quasiment les mêmes reclassements et retraitements effectués pour l'établissement du bilan fonctionnel. Néanmoins, la différence principale entre le bilan financier et le bilan économique réside dans le fait qu'on prend les valeurs nettes des éléments du bilan comptable.

En outre, le bilan financier ayant pour objectif de permettre de porter un jugement sur la solvabilité de l'entreprise étudiée et d'apprécier le risque de faillite à court terme. Les postes de ce document sont souvent réévalués et appréciés à leur valeur actuelle (valeur vénale). Vu la complexité d'une telle démarche et le temps qu'elle requiert, il nous est

impossible de la réaliser ; donc nous nous contenterons des règles d'évaluation employées pour l'élaboration du bilan comptable.

En revanche, il y a un retraitement supplémentaire que nous n'avons pas signalé auparavant. Il s'agit des retraitements relatifs aux écarts de conversion- actif / passif. L'écart de conversion actif (compte 476) constate une perte latente provenant soit de l'augmentation d'une dette soit de la diminution d'une créance induite par les fluctuations défavorables des taux de changes. Cet écart aura entraîné l'enregistrement d'une provision pour perte de change. L'analyse liquidité / exigibilité implique l'élimination de l'écart de conversion actif du bilan financier, sans modifier la valeur de la créance ou de la dette en considérant que la perte de change est effective. Pour maintenir l'équilibre, du bilan, le montant des provisions pour risques et charges sera diminué du montant de l'écart de conversion actif. En ce qui concerne l'écart de conversion passif (compte 477), qui représente un gain latent induit par les fluctuations favorables des taux de changes, il s'ajoute aux capitaux propres. Le bilan présenté étant un bilan consolidé, il intègre déjà l'ensemble de ces retraitements. Le bilan financier du groupe PARTNER JOUET se présente ainsi :

Actif	2005	2004	Variation	Passif	2005	2004	Variation
Actif immobilisé (à plus d'un an)				Capitaux permanents :			
Immobilisations incorporelles :				Capitaux propres			
Concessions, brevets, droits similaires	45	65	-31%	Capital social	1900	1900	0%
Immobilisations corporelles :				Réserves légales	47	6	87%
Terrains	901	901	0%	Autres réserves	2831	1121	153%
Constructions	6067	6459	-6%	Résultat de l'exercice	1562	1995	-22%
Installations techniques, matériel, outillage	138	157	-12%	Comptes courants associés	1740	1739	0%
Autres immobilisations corporelles	375	353,5	6%	Total capitaux propres	8080	5022	26%
Immobilisation en cours	125	9	1289%	Dettes à plus d'un an :			
Immobilisations financières				Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	8577	9728	-12%
Autres titres immobilisés	0,5	0,5	0%	Total dettes à plus d'un an :	8577	11467	-10%
Autres immobilisations financières	76	37	105%				
Total actif immobilisé	7728	7982	-3%	Total des capitaux permanents	16657	16489	1%
Actif circulant (actif à moins d'un an)				Passif circulant (passif à moins d'un an)			
Stocks et en-cours				Provision pour risques	265	349	-24%
Marchandises	10060	9007	12%	Avances et acomptes reçus	95	0	100%
Créances				Dettes fournisseurs et comptes rattachés	17677	16509	7%
Créances clients & comptes rattachés	26277	24310,5	8%	Dettes fiscales et sociales	7802	8527	-8%
Autres créances	4940,5	4417,5	12%	Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	1	1	0%
Comptes de régularisation				Autres dettes	3423	3215	6%
Charges constatées d'avances	940	719	31%	Produits constatés d'avances	210	223	-6%
Disponibilités				Dividendes à distribuer	76	76	0%
Total actif circulant	42218	38454	10%	Total passif circulant	29549	28899	2%
Disponibilités	2520	3355	-25%	Concours bancaires courants	6259	4403	42%
Total actif	52465	49791	5%	Total passif	52465	49791	5%

3-2 Diagnostic du bilan financier :

Nous nous intéressons ici, à voir, comment est maintenu l'équilibre financier du groupe et la mesure de la liquidité du bilan financier. Il s'agit de l'équilibre entre Ressources durables (permanentes) et les Emplois stables avec la notion de fond de roulement net. La règle de l'équilibre financier est liée à la solvabilité du groupe. D'après cette règle, il doit exister un équilibre minimum entre la durée de vie d'un actif et la durée de la ressource de financement correspondant ; c'est-à-dire, l'actif à plus d'un an doit être financé par des ressources d'une échéance au moins équivalente (capitaux permanents). Et d'autre part, les dettes dont la date d'échéance est proche, doivent être réglées par la réalisation de l'actif à moins d'un an.

3-2-1 Fond de roulement net (FRN) et le besoin en fonds de roulement :

$$\text{FRN} = \Sigma \text{Capitaux permanents} - \Sigma \text{Actif immobilisé} = 16657 - 7728 = \mathbf{8929 \text{ K€}}.$$

$$\text{FRN} = \Sigma \text{Actif circulants} - \Sigma \text{Dettes à court terme} = 44738 - 35808 = \mathbf{8929 \text{ K€}}.$$

Le FRN permet de constater un excédent des liquidités potentielles à court terme sur les exigibilités potentielles à court terme. Cette situation est le reflet d'un signe d'ajustement favorable en termes de solvabilité. Toutefois, l'utilisation simple du fond de roulement net, n'aura tout son sens, que si elle est rapprochée aux délais de rotation des éléments de l'actif circulant (stocks, créances commerciales et dettes fournisseurs) ; soit de la notion de besoin en fonds de roulement.

Cette démarche consiste à calculer d'une part, le délai moyen de réalisation (rotation) relatif à l'ensemble des éléments de l'actif circulant, et d'autre part, le délai moyen de règlement (rotation) concernant l'ensemble des éléments du passif circulant (dettes d'exploitation). En fonction du montant de ces dettes et leur délai de règlement, on calcule le montant de l'actif circulant qui sera réalisé au moment du règlement de ces dettes.

Si par exemple, le délai moyen de règlement du passif circulant est de 3 mois, quel sera le montant réalisé par l'actif circulant au bout de ces trois mois ? Après on compare ces deux montants pour porter un jugement sur la solvabilité de l'entreprise. Dans le cas de PARTNER JOUET, une telle démarche ne peut aboutir sur un résultat fiable. En effet, la diversité des dettes d'exploitation et l'hétérogénéité des délais de règlement, induiront en erreur notre jugement.

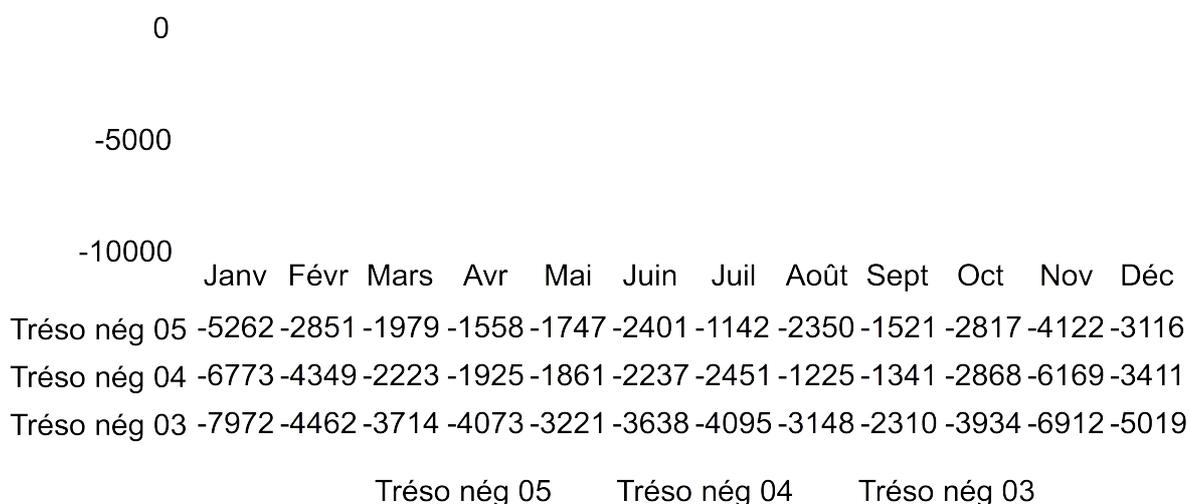
$$\text{BFR} = \text{Emplois cycliques} - \text{ressources cycliques}$$

BFR = Actif circulant - passif circulant = 42218 - 29549 = 12669 K€

Le ratio : BFR / CA net HT = 12669 / 67930 ≈ 19 % ; cela signifie que le groupe doit avoir en permanence à sa disposition des ressources à hauteur de presque 1/5 de son chiffre d'affaires (soit 67930 / 5 = 13586 K€) pour assurer le bon déroulement de son cycle d'exploitation. Ce ratio peut être exprimé en jour de chiffre d'affaires en le multipliant par 365 => 19% * 365 ≈ 70 jours. Selon la banque de France, Observatoire des entreprises pour les PME, ce ratio est de 79 jours (en 1992). En revanche, le BFR est supérieur au FRN d'où une trésorerie négative :

BFR - FRN = 12669 - 8929 = 3740 K€. Cependant, cela semble tout à fait naturel dans le cadre de l'activité du groupe PARTNER JOUET. En effet, le groupe subit une trésorerie négative tout au long de l'exercice. Cette insuffisance est liée à l'activité logistique et aux besoins de stock de l'activité de grossiste. Donc, la solvabilité du groupe ne semble pas devoir être mise en cause par une trésorerie négative. Voici le graphique illustrant l'évolution de la trésorerie sur les trois dernières années :

Evolution de la trésorerie sur trois ans



En revanche, la problématique suscitée par une trésorerie négative est la dépendance à l'égard des banques, fournisseurs principaux de ces ressources. Au niveau du groupe, il supporte sur ces ressources, un **risque de taux**, car leur reconduction (concours bancaires) systématique, s'accompagne toujours d'une actualisation des taux d'intérêts et des frais annexes dont ils sont assortis.

3-2-2 Calcul des ratios:

Enfin, nous complétons ce diagnostic en calculant les différents ratios classiques (ratio de liquidité, autonomie financière...etc.), afin de bien pouvoir appréhender la situation financière globale du groupe. Voici le tableau qui présente l'ensemble de ces ratios :

Ratio	Formule	2005	2004	Commentaire
Financement des immobilisations	Capitaux permanents / Actifs à + d'un an	2,16	2,07	Les immobilisations sont largement financées par des capitaux permanents. L'équilibre financier est assuré
Autonomie financière	Capitaux propres / Capitaux étrangers	0,94	0,70	La part des capitaux propres est presque égale aux capitaux étrangers. Le groupe est financièrement autonome
Indépendance financière (Capacité d'endettement)	Capitaux propres / Capitaux permanents	0,49	0,41	Mesure la marge d'endettement du groupe. La norme est d'être > ou = à 0.5 ; elle est faible à cause de LBO
Liquidité de l'actif	Actif à + d'un an / Actif total	0,15	0,16	Ce ratio doit être faible dans les entreprises commerciales
Trésorerie à terme	Actif à - d'un an sauf stocks / Dettes à - d'un an	0,97	0,98	Indique la capacité du groupe à honorer ses échéances sans réaliser des stocks. Légèrement faible, mais acceptable.
Trésorerie générale	Actif à - d'un an / Dettes à - d'un an	1,25	1,26	Avec un ratio de 1,25 le groupe est en capacité de paiement des dettes à court terme sans difficulté financière.
Trésorerie immédiate	Disponibilités / Dettes à - d'un an	0,07	0,10	Relativement acceptable, dans la mesure où il ne faut pas que le groupe ait trop d'argent dormant
Solvabilité	Actif total / total des dettes (à + et - d'un an)	1,18	1,16	Avec 1,18, le groupe affiche une très bonne solvabilité.
Rentabilité financière	Résultat / Capitaux propres	0,20	0,31	Très bonne rentabilité financière

3-3 Les délais de rotations observés sur l'exercice 2005 :

a- Délai de rotation des stocks :

$$= (\text{Stock moyen} / \text{Approvisionnements}) * 360$$

Approvisionnements = le coût d'achat des marchandises vendues = 41092 K€

$$\text{Stock moyen} = (\text{Stock initial} + \text{Stock final}) / 2 = (1184 + 10060) / 2 = 10622 \text{ K€}$$

$$\text{SF} = 10060 \text{ et nous avons } \text{SI} - \text{SF} = 1124 \Rightarrow \text{SI} = 1124 + 10060 = 11184 \text{ K€}$$

$$\Rightarrow \text{Délai de rotation des stocks} = (10622 / 41092) * 360 = 93 \text{ jour.}$$

$$\Rightarrow \text{Vitesse de rotation des stocks} = 41092 / 10622 \approx 4$$

b- Délai de couverture des créances :

$$\Rightarrow = (\text{Encours moyen des créances commerciales} / \text{ventes TTC}) * 360$$

$$\Rightarrow \text{Encours moyen des créances} = (\text{Montant initial} + \text{Montant final}) / 2$$

$$\Rightarrow = (26277 + 24311) / 2 = 25294 ; \text{ les ventes TTC} = 67930 * 1,196 = 81244$$

$$\Rightarrow \text{Délai de couverture des créances} = (25294 / 81244) * 360 = 112 \text{ jour}$$

$$\Rightarrow \text{Vitesse de rotation des créances} = 81244 / 25294 = 3,2$$

c- Délai de règlement des fournisseurs :

$$= (\text{Encours moyen des crédits fournisseurs} / \text{Approvisionnements TTC}) * 360$$

$$\text{Encours moyen de crédit fournisseurs} = (17677 + 16508) / 2 = 17093$$

$$\text{Approvisionnements TTC} = (\text{Coût d'achat des marchandises vendues} + \text{Coût d'achat des autres approvisionnements} + \text{autres achats et charges externes}) * 1,196 =$$

$$(41092 + 409 + 8718) * 1,196 \approx 60062 \text{ K€}$$

$$\Rightarrow \text{Délai de règlement des fournisseurs} = (17093 / 60062) * 360 \approx 102 \text{ jour}$$

$$\Rightarrow \text{Vitesse de rotation des dettes fournisseurs} = 60062 / 17093 = 3,5$$

3-4 Les ratios de rotation globale observés sur l'exercice 2005 :

a- Le ratio de rotation des actifs :

= CAHT / Actif total = 67930 / 52465 ≈ 1,3 ; Il mesure l'intensité avec laquelle le groupe valorise son outil de travail.

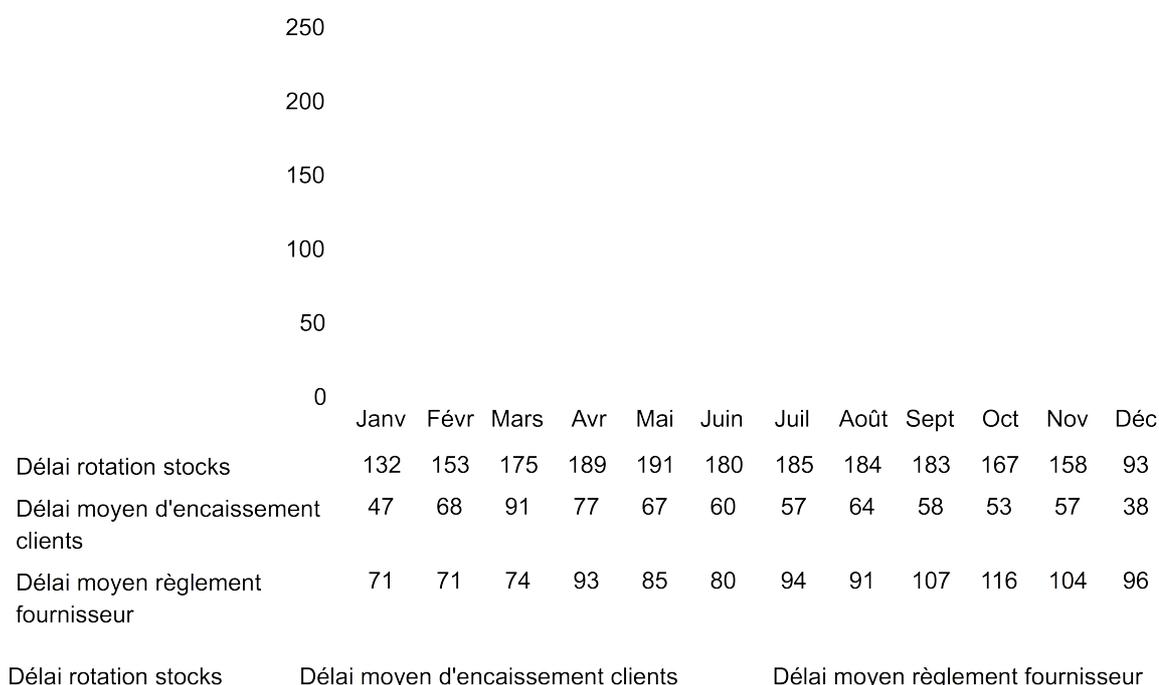
b- Le ratio de rotation des capitaux propres :

= CAHT / Capitaux propres = 67930 / 8080 = 8,4 ; Il mesure également l'intensité avec laquelle les capitaux propres sont valorisés au sein du groupe.

4- Les lacunes de l'analyse statique dans le cas du groupe PARTNER JOUET :

4-1 Par rapport aux délais de rotations :

La comparaison des résultats obtenus via l'analyse statique à la moyenne des statistiques mensuelles du groupe, montre des écarts importants. Voici la représentation graphique des statistiques mensuelles du groupe enregistrées en 2005, concernant ces trois grandeurs (délai de rotation des stocks, délai de couverture des créances et délai de règlement des fournisseurs) :



	D'après les statistiques	D'après l'analyse statique
Délai de rotation des stocks	166 jour (moyenne annuelle)	93 jours
Délai de couverture des créances	61 jour (moyenne annuelle)	112 jours
Délai de règlement des fournisseurs	90 jour (moyenne annuelle)	103 jours

Ces divergences déforment inmanquablement le résultat du BFR calculé auparavant via l'analyse statique. La saisonnalité qui caractérise l'activité du groupe est à l'origine de ces divergences. C'est pour cela, qu'un analyste avisé, ne doit pas se contenter d'une simple analyse statique pour fonder une opinion réelle sur la solvabilité d'une entreprise. L'analyse financière d'une activité à caractère saisonnier requiert donc une démarche plus minutieuse, fondée sur des données mensuelles (statistiques). Il s'avère donc, que l'analyse financière statique ne suffit pas à refléter toute la complexité de la réalité

financière de l'entreprise. Enfin, les auteurs financiers, notamment Elie COHEN dans son ouvrage intitulé « Analyse financière » critique cette approche dans son ensemble par le fait : « en s'intéressant à une situation, arrêtée à une date donnée, elle présente un caractère figé, donc un cadre trop fruste pour l'élaboration de recommandations prospectives » ; d'où la nécessité d'une analyse financière dynamique.

II L'analyse financière dynamique du groupe :

1- Le tableau de flux de trésorerie du groupe PARTNER JOUET :

L'élaboration du tableau de flux de trésorerie est extrêmement importante dans la mesure où elle permet de fournir des éléments de réponses à la problématique traitée à travers ce mémoire. Cependant, nous tenons à présenter le tableau de flux de trésorerie du groupe PARTNER JOUER en deux versions que nous intitulons : « Version d'analyste non avisé » et « Version d'analyste avisé ». Cela peut paraître d'emblée, un peu surprenant. Néanmoins, l'objectif de cette démarche originale, est d'attirer l'attention sur l'extrême importance de consulter les annexes des comptes annuels et de tenir compte des informations signalées dans ce document.

En effet, les annexes des comptes annuels consolidés indiquent un événement particulier concernant l'exercice 2005. Il s'agit de l'acquittement d'une partie des dettes fournisseurs au début de l'exercice 2005, dont la date d'échéance était prévue au 31/12/2004, pour un montant de 2633 K€. Cette opération à caractère exceptionnel n'a pas été reconduite au 31/12/2005. Il en résulte de cet événement l'embellissement de la trésorerie nette de 2004 au détriment de celle de 2005, déformant ainsi une partie de la réalité financière du groupe. C'est pour cela que nous avons neutralisé l'impact de cet événement en présentant une version corrigée intitulée « Version d'analyste avisé » qui nous servira de base pour répondre à notre problématique. Donc, si ce décalage ne c'était par produit :

- L'encours fournisseurs aurait été au 01/01/2005 = $13192 - 2633 = -10559$ K€
- En parallèle, la trésorerie nette au 31/12/2004 aurait été = $-1050 - 2633 = -3683$ K€

Voici le tableau de flux de trésorerie avec ces deux versions :

Tableau de flux de trésorerie version « analyste non avisé » pour l'exercice 2005:

Rubriques	SITUATION COMPTABLE			FLUX DE TRESORERIE	
	Bilan ouverture	Exploitation	Bilan clôture	Recettes	Dépenses
EXPLOITATION					
Les ventes		67930			
Clients (*)	21118	67930	22718	66331	
Achats		(43638)			
Fournisseurs (**)	(13192)	(43638)	(13836)		42994
Personnel	3371	(12914)	(3059)		13226
Autres charges		(8559)			
Produits divers	(487)	(8559)	(113)		8933
TVA payée	(3384)		(2965)		419
EN-COURS COMMERCIAL	684	2819	2744	66331 759	65573
Stock de début	9008	9008			
Stock de fin		10060	10060		
Variation de stock		1052			
EBE		3871			
Autres charges, produits transférés		22		22	
Charges et produits financiers		(368)			368
Charges et produits exceptionnels		(239)			239
- Plus / moins values de cession		2		2	
IS et participation	(69)	(910)	(85)		90
BFR	9623		12719		
CAF		2378			
FLUX NET D'EXPLOITATION (A)					719
FINANCEMENT & INVESTISSEMENTS					
Fonds propres	5097	1638	6416		320
Comptes courants associés	1729		1715		14
Emprunts	9728		8524		1204
FLUX NET DE FINANCEMENT (B)					1537
Immobilisations	(7982)	738	(7727)		
+ / - values de cession		(2)			
- Fournisseurs d'investissements					486
FLUX NET D'INVESTISSEMENT (C)					486
TRESORERIE	FLUX NET DE TRESORERIE (=A + B + C)				2742
Mouvements des comptes (*)	(1050)		(3792)		2742

Tableau de flux de trésorerie version « analyste avisé » pour l'exercice 2005:

Rubriques	SITUATION COMPTABLE	FLUX DE TRESORERIE
-----------	---------------------	--------------------

	Bilan ouverture	Exploitation	Bilan clôture	Recettes	Dépenses
EXPLOITATION					
Les ventes		67930			
Clients (*)	21118	67930	22718	66331	
Achats		(43638)			
Fournisseurs (**)	(10559)	(43638)	(13836)		40361
Personnel	3371	(12914)	(3059)		13226
Autres charges		(8559)			
Produits divers	(487)	(8559)	(113)		8933
TVA payée	(3384)		(2965)		419
EN-COURS COMMERCIAL	684	2819	2744	66331 3392	62939
Stock de début	9008	9008			
Stock de fin		10060	10060		
Variation de stock		1052			
EBE		3871			
Autres charges, produits transférés		22		22	
Charges et produits financiers		(368)			368
Charges et produits exceptionnels		(239)			239
- Plus / moins values de cession		2		2	
IS et participation	(69)	(910)	(85)		90
BFR	9623		12719		
CAF		2378			
FLUX NET D'EXPLOITATION (A)				1914	
FINANCEMENT / INVESTISSEMENTS					
Fonds propres	5097	1638	6416		320
Comptes courants associés	1729		1715		14
Emprunts	9728		8524		1204
FLUX NET DE FINANCEMENT (B)					1537
Immobilisations	(7982)	738	(7727)		
+ / - values de cession		(2)			
- Fournisseurs d'investissements					486
FLUX NET D'INVESTISSEMENT (C)					486
TRESORERIE	FLUX NET DE TRESORERIE (=A - B - C)				109
Mouvements des comptes (*)	(3683)		(3792)		109

(*) : Avant escompte

(**) : Hors dettes fournisseurs d'investissement (HT) / Hors autres charges (TTC)

2 - Capacité d'autofinancement (CAF) :

2-1 Définition et calcul :

« La capacité d'autofinancement représente le flux potentiel de trésorerie dégagé par l'activité propre de l'entreprise au cours d'un exercice et destiné à son autofinancement. ». Il s'agit d'un surplus monétaire indiquant les possibilités d'autofinancement de l'entreprise au cours d'un exercice donné. Au demeurant, il faut faire la distinction entre la capacité d'autofinancement et l'autofinancement. En effet, par le fait qu'une partie de la capacité d'autofinancement doit servir au paiement des dividendes, celle-ci doit être diminuée du montant des dividendes à distribuer, d'où la notion d'autofinancement. Cette notion sera négligée dans notre calcul étant donné le faible montant des dividendes à distribuer par le groupe (76 K€). L'autofinancement accroît l'indépendance financière de l'entreprise car les capitaux propres se trouvent augmentés de ce financement interne. Le plan comptable général préconise de calculer la capacité d'autofinancement à partir du compte de résultat développé (la méthode soustractive), et non à partir des différents comptes de charges et de produits (méthode additive). Voici les deux tableaux qui présentent le calcul de la capacité d'autofinancement du groupe PARTNER JOUET, sur les deux dernières années et selon les deux méthodes :

Calcul de la CAF par l'EBE (méthode soustractive):

	2004	2005	Variation
EBE	4487	3961	-13%
+ Autres produits d'exploitation	48	145	+67%
- Autres charges d'exploitation	214	123	-74%
+ Produits financiers nets des reprises sur les dotations financières aux amortissements et provisions	321	281	-14%
- Charges financières nettes des dotations financières aux amortissements et provisions	753	649	-16%
+ Produits exceptionnels nets des reprises sur provisions exceptionnelles	40	42	+5%
- Charges exceptionnelles nettes des dotations exceptionnelles aux amortissements et provisions	15	347	+96%
- Impôts sur les bénéfices	1029	910	-13%
= Capacité d'autofinancement	2885	2399	-20%

Calcul de la CAF par le résultat d'exploitation (méthode additive) :

	2004	2005	Variation
Résultat net de l'exercice	2071	1638	-26%
+ Dotation aux amortissements	787	738	-7%
+ Dotations aux provisions	1054	1109	+5%
+ Dotations exceptionnelles aux amortissements et aux provisions	273	109	-150%
- Reprises sur amortissements, provisions et transfert de charges	1300	1195	-9%
+ Valeur comptable des éléments d'actifs cédés	0	0	0%
- Produits sur cessions d'éléments d'actifs	0	0	0%
= Capacité d'autofinancement	2885	2399	-20%

III- Conclusion sur la santé financière du groupe :

A la fin de cette partie nous allons essayer de dresser un constat général sur la santé financière du groupe PARTNER JOUET. En premier lieu, l'analyse financière statique du groupe, dans sa partie Analyse fonctionnelle du bilan, laisse voir que la règle de l'équilibre fonctionnel est respectée. En effet, malgré un FRNG inférieur au BFR, ce dernier permet néanmoins de couvrir la composante permanente du BFR.

Cependant, cette couverture manque d'une certaine marge de sécurité en cas de fortes fluctuations de l'activité ou d'insolvabilité des clients ; d'où la recommandation d'augmenter les ressources permanentes du groupe sur le long terme. En parallèle, l'Analyse financière du bilan permet de calculer un BFR moins important que celui calculé dans l'analyse fonctionnelle du bilan, mais toujours supérieur au FRN. Si on se réfère aux délais de rotation des principales composantes du BFR, les statistiques du groupe laissent voir un délai de rotation de l'encours fournisseurs (91 jours) supérieur à celui de l'encours créances (61 jours). Toutefois, le délai de rotation des stocks est relativement élevé (166 jours). La trésorerie s'avère négative tout au long de l'exercice et cela sur plusieurs années. Cette insuffisance est liée à l'activité logistique du groupe et au besoin de stock de l'activité de grossiste.

De ce point de vue, la solvabilité du groupe ne semble pas devoir être remise en cause. En contrepartie, il en résulte que le groupe supporte **un risque de taux**, à cause de sa trésorerie constamment négative. En deuxième lieu, l'analyse des flux à travers le tableau des flux de trésorerie dans sa version corrigée, indique que l'activité dégage un flux net d'exploitation positif (**1914 K€**), mais qui reste insuffisant pour couvrir les opérations de financements et d'investissements du groupe. Pour améliorer son volume, les actions à entreprendre doivent s'orienter principalement sur la politique commerciale du groupe.

En dernier lieu, le tableau de calcul de la CAF, indique une CAF du moins appréciable (**2399 k€**) étant donné qu'elle est positive et surtout du fait qu'elle est constituée de presque **70%** du résultat de l'exercice (en 2005). Si on suppose qu'elle sera exclusivement affectée aux remboursements des dettes financières stables (**8577 K€⁷**), le nombre d'années nécessaires pour leur paiement sera $= 8577 / 2399 = 3,5$. Les banques exigent que ce ratio soit entre 3 et 4 ans, ce qui est le cas du groupe PARTNER JOUET.

⁷ Voir le bilan financier du groupe

Quatrième partie : Etude de l'investissement

I / Présentation de la chaîne Sajou et ses perspectives:

Instaurée par le groupe PARTNER JOUET, la chaîne Sajou est l'enseigne d'un groupement de magasins indépendants (affiliés) et intégrés qui unissent leurs forces afin d'asseoir une dimension et un poids commercial sur le marché national. Le réseau actuel de la chaîne Sajou est constitué de 134 magasins affiliés, répartis sur l'ensemble du territoire français et de trois magasins intégrés (appartenant au groupe) plus un quatrième en cours de lancement. Les magasins de la chaîne Sajou (ou Club Sajou) bénéficient, sous l'égide du groupe PARTNER, JOUET de nombreux privilèges, notamment :

- d'un large choix de produits de qualité « le bon produit au bon moment ».
- de l'avantage d'une enseigne nationale JOUETS SAJOU.
- d'acheter aux meilleures conditions chez les fabricants de jouets grâce aux négociations de la centrale d'achat du groupe PARTNER JOUET.
- d'une communication efficace et commune ; deux catalogues consommateurs par an, presse spécialisée...etc.
- d'un concept éprouvé sur tous types d'implantations (centre ville, galeries marchandes...etc.)
- d'un merchandising clair, un conseil adapté et un service personnalisé.

En contrepartie de ces avantages, les magasins Sajou affiliés ou intégrés, versent une redevance trimestrielle au groupe PARTNER JOUET. Etant donné notre problématique, nous nous intéresserons ici qu'aux magasins intégrés. Actuellement, ce segment demeure le moins important au niveau du groupe avec un chiffre d'affaires de **750 K€** pour les deux magasins (en 2005). Néanmoins, ce montant peut atteindre 1650 K€, soit une croissance de **120%** si on se réfère à l'évolution prévisionnelle du chiffre d'affaires de ce segment à l'issue de l'ouverture d'un troisième magasin en 2006. L'ensemble des tâches comptables concernant le lancement de ce magasin m'ont été confié pendant mon stage : paramétrage de la société, création du plan de compte, saisie de toutes les opérations courantes telles que achat, trésorerie, caisse...ainsi que le suivi des immobilisations. C'est à travers cette expérience qu'il nous s'est avéré que, que si le groupe PARTNER JOUET dispose des moyens financiers nécessaires, en parallèle d'une maîtrise irréprochable des autres critères d'investissement (Le choix d'implantation, le personnel...etc.), le lancement de nouveaux magasins intégrés, serait une véritable aubaine de croissance en interne.

En concertation avec le directeur financier du groupe, l'étude porte sur l'impact de l'ouverture de dix magasins Sajou intégrés, sur la structure financière et la rentabilité du groupe PARTNER JOUET.

II Etude et analyse de l'investissement :

1- Le coût initial et les besoins financiers:

Avant de commencer cette étude, nous tenons à préciser tout d'abord, que nous nous situerons dans un avenir d'investissement certain étant donné la nature et la destination de l'investissement. L'extension de la chaîne Sajou intégrés, vise à accroître les ventes du groupe par rapport à un marché réel (existant) et sans pour autant mettre en péril la pérennité du groupe. La superficie moyenne d'un magasin Sajou est de 700 m² et nécessite l'embauche de quatre personnes. Pour étudier et déterminer le coût de lancement d'un nouveau magasin Sajou intégré, autrement dit le capital initial qui sera investi, nous avons pris comme référence le bilan de l'un des trois magasins déjà existant. A partir de ce document comptable, nous avons pu dégager la somme totale de l'ensemble des éléments constituant l'actif brut d'un nouveau magasin ainsi que son BFR. Le tableau ci-dessous, indique l'actif à prévoir pour le lancement de dix nouveaux magasins Sajou avec le détail de la Classe des investissements :

Compte	Intitulé	Montant
205000	Concessions, brevets, licences et marque	30
214500	Installations générales, agencements et aménagements	570
218100	Installations, agencements, aménagements divers	510
218300	Matériels bureau et informatique	70
275000	Dépôts et cautionnements	150
	Total Classe 2	1330
	Stocks	1720
	Clients	50
	Fournisseurs	1000
	BFR = (Stocks+Clients) - Fournisseurs	770
	Coût initial de l'investissement (Besoin financier)	2100

2- Etude et choix des modes de financements possibles :

Nos recherches à travers la lecture des travaux des auteurs financiers à ce sujet nous enseignent que la structure financière optimale et le coût ne sont pas les vrais facteurs de choix d'une ressource financière. En effet, **Pierre VERNIMMEN** nous apprend que face à un investissement, toutes les sources de financement se valent en matière de coût, compte tenu de leur risque. Quant à la structure financière optimale, dans l'absolu, elle n'existe pas, toujours d'après le même auteur. Il démontre sa conception par les différents changements de la notion de « bonne structure financière » ou « structure financière équilibrée » au cours des cinquante dernières années passées. Il s'avère que les facteurs de choix d'une structure financière sont autres que ces deux facteurs. Au demeurant, les vrais facteurs sur lesquels se fondent aujourd'hui le choix d'une structure financière sont les suivants :

- Le souci de garder une flexibilité financière
- Les caractéristiques économiques du secteur
- La position des actionnaires
- L'existence d'opportunités ou de contraintes
- La structure financière des concurrents

A la lumière de ces facteurs et de par la structure financière actuelle du groupe nous proposerons un financement par endettement bancaire au lieu d'une augmentation des capitaux propres. En effet, l'actionnariat (les cadres) du groupe s'oppose à toute augmentation de capital sur le court terme pour des raisons que nous expliquerons ultérieurement. Néanmoins, une partie du financement de l'investissement que nous estimons à **25%** peut être assurée facilement par un autofinancement (CAF). Avec un levier d'exploitation de **4,77⁸** greffé à une augmentation prévisionnelle du chiffre d'affaires de **10%**, le résultat d'exploitation s'accroîtra presque de **48%**, permettant ainsi de doper la capacité d'autofinancement du groupe.

En revanche, les **75%** restant, vont être financés par emprunt bancaire. Cette proposition se fonde en premier lieu sur les caractéristiques économiques du secteur qui plaident pour ce mode de financement.

En effet, l'activité du groupe est caractérisée par de faibles charges fixes, auxquelles s'ajouteront des frais financiers sans pour autant les accroître considérablement. En outre, le groupe est bien établi sur son marché et génère des flux nets d'exploitation positifs (voir le tableau de flux de trésorerie) ; ce qui constitue un facteur favorable pour

⁸ Calculé dans la partie de l'analyse d'exploitation

convaincre les banques. Quant à la flexibilité financière du groupe mesurée par la capacité d'endettement (voir le bilan financier), celle-ci passe de **1,06** à **1,26**, mais reste toujours non saturée (< à 1,8) par rapport aux niveau exigé par les banques du groupes. Donc :

- la part de financement par autofinancement = $2100 * 25\% = 525 \text{ K€}$
- la part de financement par emprunt bancaire = $2100 * 75 \% = 1575 \text{ K€}$

Le taux d'intérêt des derniers emprunts à moyen terme souscrits par le groupe est de 4% d'après son directeur financier. La durée de l'emprunt s'étalera sur le même horizon temporel de l'investissement, soit **10 ans**. Si on suppose que les remboursements auront lieu à la fin de chaque exercice, voici le tableau d'amortissement de l'emprunt prévu pour financer l'investissement (1575 K€) :

Années	Capital restant	Intérêts	Capital amorti	Annuités
1	1575	63 €	131 €	194 €
2	1444	58 €	136 €	194 €
3	1307	52 €	142 €	194 €
4	1165	47 €	148 €	194 €
5	1018	41 €	153 €	194 €
6	864	35 €	160 €	194 €
7	705	28 €	166 €	194 €
8	539	22 €	173 €	194 €
9	366	15 €	180 €	194 €
10	187	7 €	187 €	194 €

3- Etude de la rentabilité de l'investissement :

3-1- Les amortissements et les valeurs résiduelles :

Afin de répartir par fractions annuelles égales les charges d'amortissement sur toute la durée de l'investissement, nous avons choisi l'amortissement linéaire pour calculer les dotations aux amortissements de l'investissement. Voici le détail de leur calcul :

- La durée d'amortissement du poste **20500 Concessions, brevets, licence et marque** est de 3 ans, soit une dotation d'amortissement annuelle égale à : $30 / 3 = 10$ K€. Sa valeur résiduelle à la fin de l'investissement serait immanquablement égale à zéro.
- La durée d'amortissement des postes **214500 Installations générales** et **218100 Agencements et aménagement divers** est de 10 ans, soit une dotation d'amortissement annuelle de : $(570+510) / 10 = 108$ K€. Leur valeur résiduelle à la fin de l'investissement est supposée égale à zéro.
- La durée d'amortissement du poste **218300 Matériels bureaux et informatique** est de 5 ans, soit une dotation d'amortissement annuelle égale à : $70 / 5 = 14$ K€. Etant donné que l'horizon temporel de l'investissement est de 10 ans, ce poste doit être renouvelé à la fin des cinq premières années de l'investissement. Donc, il faut prévoir un flux d'investissement supplémentaire au début de la sixième année de l'investissement, soit **70 K€**. La valeur résiduelle de ce poste à la fin de l'investissement est supposée aussi égale à zéro.
- Le dernier poste des investissements : **275000 dépôts et cautionnements** qui n'est pas amortissable, sera totalement récupéré à la fin de l'investissement, soit **150 K€**.

A l'issue de ces calculs, le montant des amortissements annuel de l'investissement s'élèvera à : $(10+108+14) = 132$ K€ pendant les trois premières années. Etant donné qu'à la fin de la troisième année le poste **20500 Concessions, brevets, licence et marque** sera totalement amorti, les **132 K€** doivent être diminués de **10 K€**. Donc, le montant annuel des amortissement sera égale à $(132 - 10) = 122$ K€ à partir de la quatrième année.

3-2 Calcul des flux de trésorerie :

Cette démarche consiste à calculer à partir d'un Chiffre d'affaires prévisionnel (annuel) et des charges d'exploitation prévisionnelles (annuelles), les flux de trésoreries qui seront dégagés par les dix magasins tout au long de la période de l'investissement (10 ans).

➤ **Les éléments déterminants les flux de trésorerie :**

Ci-dessous les éléments déterminants les flux de trésorerie de l'investissement :

- D'après l'évolution du segment Sajou intégrés en 2006, le chiffre d'affaires révisé par magasin peut être estimé à 700 K€, soit **7000 K€** pour les dix magasins. Nous supposons qu'il ne variera pas.
- Coût annuel d'achat des marchandises vendues est estimé à 65% du chiffre d'affaires prévisionnel, soit : $(7000 \times 65\%) = 4550 \text{ K€}$
- Avec la supposition que 50% des approvisionnements des magasins s'effectueront au niveau du groupe PARTNER JOUET, et étant donné que ce dernier prend une marge commerciale de 25%, cela implique la réintégration de cette marge commerciale interne entre le groupe et les magasins. Son montant s'estimera ainsi : $(\text{coût d'achat annuel des marchandises vendues} / 2) \times 25\% \approx 568 \text{ K€}$
- Prestations de services reçues par le groupe PARTNER JOUET à réintégrer dans les produits des magasins. Ces prestations de services sont de 8% sur les achats effectués auprès du groupe que nous avons supposés à 50%. Donc, nous calculons leur montant ainsi : $(\text{coût d'achat annuel des marchandises vendues} / 2) \times 8\% = 183 \text{ K€}$
- La balance général de l'un des trois magasins (prise comme référence) indique que les charges d'exploitation annuelles (fixes et variables) hors charges d'amortissement, s'élèvent à 215 K€, soit **2150 K€** pour les dix magasins.
- Charges d'exploitation non renouvelables, relative à de formation du personnel s'élèvent à 3 K€, soit **30 K€** pour l'ensemble de l'investissement.
- Le montant des amortissements s'élève à **132 K€** pendant les trois premières années, ensuite il passe à **122 K€** pour le reste de la période de l'investissement.
- Le taux normatif de l'impôt sur les sociétés sera de **34%**.

- Les remboursements annuels ainsi que les charges financières (intérêts) sont donnés par le tableau d'amortissement de l'emprunt.
- Le coût initial de l'investissement pour les dix magasins est égal à **2100 K€** (immobilisations et BFR). Etant donné que le chiffre d'affaires ne varie pas, le BFR restera fixe tout au long de la durée de l'investissement.
- Prévoir le renouvellement du poste **218300 Matériel bureau et informatique** au à début de la sixième année de la période de l'investissement, soit un flux d'investissement de **70K€**.
- Prévoir la récupération du poste **27500 Dépôts et cautionnements**, soit **150 K€**
- Prévoir la récupération du BFR à la fin de la période de l'investissement, soit **770 K€**

➤ **Tableau des flux de trésorerie :**

Le calcul des flux de trésorerie annuels générés par un investissement est une étape préalable au calcul de la valeur actuelle nette (VAN), qui est considérée comme étant l'un des meilleurs critères financiers pour mesurer la rentabilité des investissements. Ci-dessous le tableau qui permet de calculer ces flux sur l'ensemble de la durée de l'investissement :

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
CAHT		7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	70000
Coût annuel d'achat des marchandises vendues		4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	4550	45500
Marge commerciale		2450	24500									
Réintégration de la marge commerciale interne		568	568	568	568	568	568	568	568	568	568	5680
Réintégration des prestations de service		183	183	183	183	183	183	183	183	183	183	1830
Total de la marge commerciale nette		3201	32010									
Charges d'exploitation annuelles		2150	2150	2150	2150	2150	2150	2150	2150	2150	2150	21500
Charges de formation du personnel		30										30
Dotations aux amortissements		132	132	132	122	122	122	122	122	122	122	1250
Résultat d'exploitation avant l'IS		889	919	919	929	9230						
Charges financières (intérêts)		63	58	52	47	41	35	28	22	15	7	368
Résultat courant avant impôts		826	861	867	882	888	894	901	907	914	922	8862
L'impôt sur les sociétés 34%		281	293	295	300	302	304	306	308	311	313	3013
résultat net		545	568	572	582	586	590	595	599	603	609	5849
Charges financières (intérêts)		63	58	52	47	41	35	28	22	15	7	368
Dotations aux amortissements		132	132	132	122	122	122	122	122	122	122	1250
Remboursements de l'emprunt		-131	-136	-142	-148	-153	-160	-166	-173	-180	-187	-1576
L'emprunt	1575											1575
Coût des immobilisations	-1330											-1330
Renouvellement matériels bureau et informatique							-70					-70
BFR	-770											-770
Récupération des dépôts et cautionnements											150	150
Récupération du BFR											770	770
Flux nets de trésorerie	-525	609	622	614	603	596	517	579	570	560	1471	6741

3-3 Calcul de la valeur actuelle nette (VAN) :

« La valeur actuelle nette traduit la création ou la destruction de valeur dégagée par l'allocation de ressources de l'entreprise »⁹. Concrètement, la VAN d'un investissement est la valeur des flux de trésorerie propres à l'investissement, actualisés au taux de rentabilité exigé par le marché compte tenu du risque de l'investissement. D'un point de vue financier, un projet dont la VAN est positive mérite d'être réalisé, sinon il sera abandonné. Donc, la VAN est un critère primordial dans le choix et les décisions d'investissement. Sachant que le taux d'un placement sans risque est de 3% et que la prime de risque estimée par le directeur financier du groupe est de 7%, le taux d'actualisation sera égal à 3%+7%, soit t=10%. A la lumière de ce taux d'actualisation nous pouvons ainsi calculer la VAN propre à l'investissement :

$$\text{VAN} = \text{Flux}_1 / (1+t)^1 + \text{Flux}_2 / (1+t)^2 + \dots + \text{Flux}_n / (1+t)^n - \text{Coût initial d'investissement}$$

$$\text{VAN} = [609 / (1,1)^1 + 622 / (1,1)^2 + 614 / (1,1)^3 + 603 / (1,1)^4 + 596 / (1,1)^5 + 517 / (1,1)^6 + 579 / (1,1)^7 + 570 / (1,1)^8 + 560 / (1,1)^9 + 1471 / (1,1)^{10}] - 525 = 3971 - 525 = 3446 \text{ K€}$$

Il s'avère d'après ce calcul, que la VAN de l'investissement étudié est, nettement positive. Donc, financièrement, le projet de lancement des dix magasins Sajou intégrés, est un investissement créateur de valeur pour le groupe PARTNER JOUET.

III L'impact financier de l'investissement sur le groupe :

1- l'impact du choix de financement sur la structure financière du groupe :

Rappelons tout d'abord que le groupe PARTNER JOUET a fait l'objet en 2003 d'un rachat avec effet de levier ou en français : LBO (Leveraged Buy-Out). Il s'agit précisément, d'un LMBO (Leveraged Management Buy-Out), car c'est le terme employé lorsque le LBO s'appuie sur l'équipe dirigeante du groupe. En effet, l'année 2003 a été marquée par la création d'une holding de reprise. Il s'agit de SA PARTNER JOUET MANAGEMENT qui contrôle et gère au même temps la SAS PARTNER JOUET et ses sept filiales. Le groupe fait l'objet d'une intégration fiscale. La société holding est financée à hauteur de **64,5%** par les trente cadres du groupe et le reste, soit **35,5%** par trois investisseurs; il s'agit de la **BNP-PARIBAS**, **CIO** et **l'IPO**. Le choix de financement par augmentation des capitaux

⁹ Pierre VERNIMMEN

propres aurait inexorablement induit une modification de la structure financière. Le risque est d'autant plus important du fait que l'actionnariat (les cadres) du groupe n'est pas financièrement en mesure d'entreprendre une telle démarche. Donc, une augmentation des capitaux propres financée par les investisseurs BNP-PARIABS, CIO et l'IPO entraînera un risque de dilution du contrôle des cadres sur leur société.

2- L'impact de l'investissement sur la rentabilité du groupe :

La mesure de l'impact de l'investissement sur la rentabilité du groupe est une démarche décisive dans le cadre de ce mémoire. Les résultats qui seront issues de cette démarche constitueront une réponse formelle à notre problématique, l'essence de ce mémoire. Pour ce faire, nous allons essayer de mettre en application une des notions phare de l'analyse financière, en l'occurrence : l'effet de levier que nous considérons adéquate à notre cas (investissement par endettement). Selon **Pierre VERNIMMEN**, « le principe de cette notion est le suivant : une entreprise investit des fonds empruntés dans son outil industriel ou commercial pour obtenir sur ce montant un certain résultat d'exploitation qui doit être supérieur aux charges financières de l'emprunt. Cet excédent reviendra aux actionnaires et majore ainsi la rentabilité des capitaux propres. L'effet de levier de l'endettement augmente donc la rentabilité des capitaux propres». Cette notion est fondée sur deux ratios clé de la rentabilité, il s'agit de :

- **Le taux de rentabilité économique (R_E) = Résultat d'exploitation net / Actif économique**
- **La rentabilité des capitaux propres (R_{CP}) = Résultat d'exploitation net / Capitaux propres**

NB : On appelle actif économique de l'entreprise la somme de ses actifs immobilisés et de son BFRE, appelé aussi parfois l'actif opérationnel ou capital investi.

La formulation qui exprime le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité économique et du coût de la dette est :

$$R_{CP} = R_E + (R_E - \text{Coût net de l'endettement}) * (\text{Endettement net} / \text{Capitaux propres})$$

Le rapport (Endettement net / Capitaux propres), est appelé **levier financier**.

Quant à l'effet de levier, il est égal à :

$$(R_E - \text{Coût net de l'endettement}) * (\text{Endettement net} / \text{Capitaux propres})$$

NB : L'endettement net = Dettes bancaires et financières à court, moyen et long terme moins les placements financiers et les disponibilités.

2- 1 Calcul de l'effet de levier avant l'investissement (l'endettement) :

A partir du bilan économique du groupe fourni en annexe, et un taux d'imposition normatif de 34 % (en 2005), plus un coût net de la dette $i = 4\%$, nous pouvons établir les résultats suivants pour l'exercice 2005 :

- $R_E = [3155 * (1 - 34\%)] / 20396 = 10\%$
- $R_{CP} = 10\% + [(10\% - 4\%) * (12316 / 8080)] = 19\%$
- **Levier financier** = $(12316 / 8080) = 1,5$
- **Effet de levier** = $R_E - i = 10\% - 4\% = 6\%$

A ce stade, nous constatons déjà que la rentabilité économique (R_E) est supérieure au coût net de la dette, ce qui ne peut être que bon signe.

2- 2 Calcul de l'effet de levier après l'investissement (l'endettement) :

A l'issu de l'investissement voici les paramètres qui varieront :

L'endettement net du groupe passe de 12316 ¹⁰ à $12316 + 1575^* = 13891$ K€

Pour calculer le nouveau résultat d'exploitation il faut partir de l'ancien résultat qui est de l'ordre de **3155 K€** et y ajouter celui qui découle du tableau des flux de trésorerie de l'investissement en question (la moyenne est de $9230 / 10$ soit **923 K€**).

¹⁰ Voir le bilan financier du groupe

Nouveau résultat d'exploitation = 3155 + 923 = **4078 K€**

La variation des capitaux propres est donnée par l'augmentation du résultat de la première année, soit $554^{11} + 8080^{12} = 8634\text{K€}$

L'actif économique passe de $20396^{13} + (2100 - 132^{14}) = 22364\text{ K€}$

Suite à ces variations, nous calculons :

- $R_E = [4078 * (1-34\%)] / 22364 \approx 12\%$
- $R_{CP} = 14\% + [(14\% - 4\%)*(13891 / 8634)] = 30\%$
- **Lever financier** = $(13891 / 8634) = 1,6$
- **Effet de levier** = $R_E - i = 12\% - 4\% = 8\%$

3- L'impact de l'investissement sur la marge d'exploitation du groupe :

Calculons maintenant le ratio de la marge d'exploitation avant et après l'investissement :

Ce ratio = Résultat d'exploitation / Chiffre d'affaires hors taxe (CAHT)

Avant l'investissement = $3155 / 67930 = 4,6\%$

A l'issue de l'investissement = $(3155+923) / (67930 + 7000) = 5.4\%$

Soit une amélioration de **0.8 point** de la marge d'exploitation du groupe.

¹¹ Flux nets de trésorerie à l'issue de la première année

¹² Voir le bilan financier dans la partie analyse financière

¹³ Voir le bilan financier dans la partie analyse financière

¹⁴ Incidence de l'amortissement de la première année

IV Conclusion sur l'étude de l'investissement et la valeur du groupe:

L'étude de l'investissement a permis de voir que l'extension de la chaîne Sajou (magasins intégrés) est un projet créateur de valeur. En effet, les outils financiers utilisés pour vérifier cette condition fatidique à toute acception d'investissement, ont indiqué des résultats positifs. En premier lieu, la valeur actuelle nette calculée s'est avérée nettement positive. D'autant plus que les flux de trésoreries secrétés tout au long de la vie de l'investissement sont positifs. Leur moyenne est de 637 K€ par an. En dernier lieu, l'application de la notion d'effet de levier, a bien prouvé que le mode de financement de l'investissement par endettement permet d'accroître la rentabilité des capitaux propres. Celle-ci passe de 19% à 30%. En effet l'augmentation du résultat d'exploitation engendrée par l'accroissement du chiffre d'affaires à l'issue de l'investissement, est amplement supérieure aux charges financières induites par l'endettement. C'est par ce surplus que la rentabilité des capitaux propres est majorée. Enfin, la concrétisation de cet investissement aura incontestablement un impact conséquent sur la valeur globale du groupe, une valeur mesurable par les différentes approches, patrimoniales ou par valeur de rendement.

Conclusion :

A travers la réalisation de ce mémoire, nous avons voulu mettre en application les concepts et les outils fondamentaux de l'analyse financière dans le but d'apporter une réponse, à une problématique de nature prospective. Une problématique fondée sur une situation bien réelle à l'issue d'un constat simple.

En effet, les magasins Sajou intégrés accusaient certes un chiffre d'affaires faible, mais seulement par leur nombre minime et pas par manque d'activité (parts de marché). Les perspectives de l'année 2006 à l'issue du lancement d'un troisième magasin, confirmaient bien cette approche ; d'où l'idée d'étudier cette opportunité de croissance en interne.

Une analyse financière du groupe a été réalisée dans une perspective de sonder au départ, la situation actuelle et potentielle du groupe d'une part et pour mesurer les capacités financières du groupe d'autre part, afin de leur adapter la cadence de cette croissance en interne. Cette analyse à travers ses deux parties (analyse d'exploitation et analyse financière), a bien permis de mettre en évidence les points forts du groupe, mais aussi quelques insuffisances par rapport à autres entreprises du secteur.

Globalement, les résultats de l'analyse financière acceptent et cautionnent ce choix de croissance en interne. En premier lieu, les résultats de l'analyse d'exploitation nous ont permis de calculer un levier d'exploitation nettement élevé (4,77). En deuxième lieu, l'analyse financière (statique et dynamique), ne laissait voir aucun déséquilibre financier d'ordre structurel, aucun risque d'insolvabilité et que le tableau des flux de trésorerie (dans sa version corrigé), dégage un flux net d'exploitation positive.

Enfin, l'étude de l'investissement a permis de voir que l'extension de la chaîne Sajou (magasins intégrés) est un projet créateur de valeur. En outre, l'application de la notion d'effet de levier, a bien prouvé que le mode de financement de l'investissement par endettement permet d'accroître la rentabilité des capitaux propres. D'une façon générale, l'investissement gèrera incontestablement un impact positif sur la valeur globale du groupe, une valeur mesurable par les différentes approches, patrimoniales ou par valeur de rendement. D'autres part, la concrétisation de ce projet fortifiera davantage le poids commercial du groupe, notamment vis-à-vis des fournisseurs et les fabricants. Néanmoins, les résultats de toute étude d'investissement doivent être acceptés avec réserve, car certes l'aspect financier de tout investissement est primordial, mais reste insuffisant si les autres facteurs non financiers d'investissement s'avèrent irrationnels.

Bibliographie :

Pierre VERNIMMEN « FINANCE D'ENTREPRISE » édition 2005.

Elie COHEN « Analyse financière » cinquième édition

Gérard MELYON « Gestion financière » troisième édition.

Gérard CHARRAUX « Gestion financière » Collection objectif expertise comptable : sixième édition.

Données internes du groupe :

Les statistiques mensuelles du groupe

Les comptes consolidés 2005, 2004, 2003 ainsi que leurs annexes

Plusieurs entretiens avec le Directeur financier du groupe Mr. Jean Yves BOURGEOIS

