

École des Hautes Études Commerciales

Analyse de l'état des flux de trésorerie

Document pédagogique

rédigé par

Louise St-Cyr

et David Pinsonneault

Copyright © 1997. Révision 2000. École des Hautes Études Commerciales (HEC), Montréal, Canada. Document rédigé par Louise St-Cyr et David Pinsonneault, 22 pages.

Tous droits réservés pour tous pays. Toute traduction ou toute reproduction sous quelque forme que ce soit est interdite.

Analyse de l'état des flux de trésorerie

Table des matières

1. Introduction	2
2. L'analyse de l'état des flux de trésorerie	2
2.1. L'analyse des activités d'exploitation	4
2.2. L'analyse des activités d'investissement	11
2.3. L'analyse des activités de financement	11
3. Le concept de croissance soutenable	14
4. Conclusion	17
Annexe1	
21	
LECTURES COMPLÉMENTAIRES	20

Analyse de l'état des flux de trésorerie

1. Introduction

Les états financiers traditionnels (bilan et état des résultats), même s'ils présentent l'information financière le plus fidèlement possible, contiennent certaines limites. L'analyse de l'état des flux de trésorerie (anciennement l'état de l'évolution de la situation financière) permet de compléter le diagnostic de la performance et de contourner la plupart des difficultés associées à une analyse qui se limite à l'examen de l'état des résultats et du bilan. Elle représente un complément essentiel à tout diagnostic de la situation financière d'une entreprise et précise le jugement porté sur la rentabilité, l'efficacité et la solvabilité. De plus, elle fournit des éléments d'analyse de gestion de la croissance.

2. L'analyse de l'état des flux de trésorerie

L'état des flux de trésorerie (ÉFT) retrace l'ensemble des flux de trésorerie, qu'ils soient liés aux activités d'exploitation, d'investissement ou de financement d'une entreprise. Le tableau 1 présente un modèle général d'ÉFT.

Tableau 1

État des flux de trésorerie¹

	2000	1999
Activités d'exploitation		
Bénéfice net	14 350	10 478
Amortissement	24 908	21 986
Autres ajustements	3 803	5 928
Variation hors caisse du Fonds de roulement	<u>(25 553)</u>	<u>104</u>
Flux de trésorerie générés par l'exploitation (FTGE)	17 508	38 496
Activités d'investissement		
Acquisition d'actifs à long terme	(77 746)	(40 913)
Disposition d'actifs à long terme	32 557	1 775
Autres	<u>(9 459)</u>	<u>(3 124)</u>
Flux générés par les activités d'investissement (FGI)	(54 648)	(42 262)
Activités de financement		
Émission (rachat) d'actions	170	19 292
Augmentation de la dette à long terme	72 458	12 896
Remboursement de la dette à long terme	(41 929)	(23 622)
Dividendes	(3 692)	(2 168)
Autres	<u>188</u>	<u>315</u>
Flux générés par les activités de financement (FGF)	27 195	6 713
Variation des liquidités	(9 945)	2 947
Liquidités au début de l'exercice financier	<u>4 971</u>	<u>2 024</u>
Liquidités à la fin de l'exercice financier	(4 974)	4 971

¹ Les normes de l'ICCA relatives à l'état des flux de trésorerie ont fait l'objet d'une mise à jour importante en 1998. Deux méthodes différentes peuvent maintenant être adoptées au niveau de la présentation des flux de trésorerie générés par l'exploitation. Celle qui apparaît dans l'exemple ci-dessus est la méthode indirecte, c'est-à-dire qu'on part du bénéfice net pour reconstruire indirectement les flux générés par l'exploitation. Un exemple d'état utilisant la méthode directe est présentée à l'annexe 1.

2.1. L'analyse des activités d'exploitation

L'état des flux de trésorerie se divisant en trois blocs, il semble naturel d'en débiter l'analyse en se concentrant d'abord sur les renseignements fournis par le premier bloc, soit les activités d'exploitation.

La principale question sous-jacente à cette analyse est la suivante: les activités normales de l'entreprise ont-elles permis de générer des flux en quantité suffisante ?

Par analogie avec l'analyse classique de ratios, on pourrait être tenté de mettre en rapport les flux de trésorerie générés par l'exploitation (FTGE) avec les ventes ou les actifs et de calculer un rendement en termes de flux de trésorerie. Quoiqu'il soit possible de procéder à de tels calculs, l'interprétation des données ainsi obtenues n'est pas facile à faire. La suite de cet exposé fera ressortir les raisons de ces difficultés. Nous proposons plutôt une démarche d'analyse à laquelle pourra se greffer quelques ratios.

Répondre à la question de la page 3 demande que l'on examine le niveau des FTGE². Deux situations peuvent alors se présenter. Dans un premier cas, les flux générés par l'exploitation sont positifs et en quantité suffisante. Dans le second cas, les flux générés par l'exploitation sont négatifs, ou encore sont positifs mais en quantité insuffisante.

Abordons d'abord le **premier cas**, c'est-à-dire la situation où les flux générés sont en quantité suffisante. De façon pratique, comment savoir si le niveau atteint des FTGE est suffisant ? Pour considérer que le niveau est suffisant, l'entreprise doit avoir généré assez de FTGE pour satisfaire ses trois niveaux de besoins. Ainsi, elle doit être en mesure de:

1. Effectuer les investissements dans les immobilisations qui permettent le maintien de la capacité bénéficiaire. Il s'agit ici de l'investissement de remplacement dans les immobilisations (IRI).
2. Rembourser les dettes qui viennent à échéance. Ceci correspond à la portion court terme de la dette long terme de l'année précédente que l'on retrouve au bilan ($PCTDLT_{t-1}$).

² L'étudiant peut se référer immédiatement au schéma de la page 12 qui résume les étapes essentielles de l'analyse de l'ÉFT

3. Rémunérer les propriétaires (DIV).

En parallèle à la méthode d'analyse classique, on peut mettre en relation le niveau de flux de trésorerie générés par l'exploitation (FTGE) et les différents besoins de fonds par le ratio suivant:

$$\frac{\text{FTGE}}{(\text{IRI} + \text{PCTDLT}_{t-1} + \text{DIV})} \geq 1 \quad (1)$$

La détermination de la valeur de PCTDLT_{t-1} et DIV est relativement facile. La PCTDLT_{t-1} est clairement identifiée dans la partie dette à court terme du bilan de l'année précédente. Pour ce qui est de DIV, il suffit d'analyser la politique de dividende de l'entreprise. La détermination de IRI est plus complexe car l'analyste ignore le montant exact qui doit être investi pour «remplacer» les immobilisations afin de maintenir constante la capacité bénéficiaire. Le montant de l'amortissement retrouvé à l'état des résultats du dernier exercice est un bon indicateur de la valeur de IRI. Cet indicateur est toutefois valable si l'inflation est faible ou nulle. En présence d'inflation importante, l'analyste doit considérer que l'IRI sera supérieur à la charge d'amortissement puisque le prix à payer pour remplacer les immobilisations aura augmenté.

L'interprétation du ratio (1) est relativement simple. Un ratio supérieur à l'unité signifie que l'entreprise étudiée a suffisamment de flux de trésorerie générés par l'exploitation pour effectuer les investissements de remplacement en immobilisations, pour rembourser sa dette à court terme et pour rémunérer ses propriétaires.

Une entreprise offrant un rendement des actifs élevé aura probablement un ratio supérieur à 1. En effet, un rendement des actifs élevé signifie un bénéfice net lui aussi élevé. Si on décompose les FTGE tels que retrouvés à l'état des flux de trésorerie, on constate qu'ils représentent la somme du bénéfice net et de différents ajustements. On retrouve comme ajustements les plus fréquents, l'amortissement, les impôts futurs et la variation hors caisse du fonds de roulement.

Comme l'amortissement n'est pas un flux, on additionne sa valeur au bénéfice net, ce qui a un effet à la hausse sur les FTGE. Les impôts futurs sont également additionnés au bénéfice net

dans la majorité des cas. En effet, les écarts temporaires résultant de la différence entre l'amortissement fiscal et l'amortissement comptable sont habituellement positifs. Quant à la variation hors caisse du fonds de roulement, elle est composée principalement des investissements ou désinvestissements de l'exercice dans les stocks, les comptes clients et les comptes fournisseurs. Elle peut donc aussi bien être positive que négative. Si l'entreprise étudiée connaît une certaine période de stabilité au niveau de ses ventes, la variation devrait être relativement faible, les comptes clients, les comptes fournisseurs et les stocks de fin de période étant semblables à ceux du début.

Dans ces conditions, les FGTE seront supérieurs au bénéfice net de sorte que la probabilité que le ratio (1) soit égal ou supérieur à l'unité sera grande.

Il est important d'apporter une attention spéciale aux quotes-parts des bénéficiaires dans les compagnies satellites qui viennent augmenter les bénéfices mais qui ne sont pas de véritables flux. Cet élément vient créer des écarts entre le bénéfice net et les FTGE qui peuvent se révéler importants.

Étudions maintenant le **deuxième cas** où une entreprise présente des flux de trésorerie générés par l'exploitation négatifs, ou encore positifs mais en quantité insuffisante. Quelle est la gravité d'une telle situation pour une entreprise ? Tout dépend du contexte. On peut trouver quatre explications à cette situation :

1. Un rendement des actifs insuffisant
2. Une incapacité pour l'entreprise d'autofinancer la croissance de ses ventes.
3. Une mauvaise gestion des actifs nets à court terme se traduisant en un allongement du cycle de conversion de l'encaisse.
4. Un ou plusieurs événements exceptionnels.

Deux situations causent véritablement un problème. Il s'agit des raisons 1 (mauvais rendement des actifs) et 3 (mauvaise gestion de l'actif à court terme). Les raisons 2 et 4 demandent, quant à elles, un examen plus approfondi avant de pouvoir diagnostiquer une situation problématique. Voyons plus en détail ces quatre situations causant des FTGE insuffisants.

Si la cause de l'insuffisance des FTGE est un mauvais rendement des actifs (situation 1), la situation problématique devrait déjà avoir été diagnostiquée avec l'analyse classique des ratios. L'analyste aura ainsi identifié un chiffre d'affaires trop faible ou encore des coûts trop élevés, une inefficacité dans la gestion des actifs ou des frais financiers trop élevés. Pour mieux analyser cette situation, on peut dégager un sous total avant d'arriver aux FTGE. Si on revient à l'exemple de l'état des flux de trésorerie de la page 3, on obtiendrait la décomposition suivante:

	2000	1999
Bénéfice net	14 350 \$	10 478 \$
+ Amortissement	24 908	21 986
+ Autres ajustements	<u>3 803</u>	<u>5 928</u>
Marge d'autofinancement	43 061	38 382
- variation hors caisse du FDR	<u>(25 553)</u>	<u>104</u>
FTGE	17 508	38 496

Marge d'autofinancement négative ou insuffisante :

Dans le cas d'une insuffisance de FTGE occasionnée par un rendement des actifs insuffisant, le nouveau sous total dégagé, identifié ici *marge d'autofinancement* (MA) (mais que l'on appelle parfois *Fonds auto générés*), est négatif ou encore positif mais insuffisant (situation 1). Dans ce cas, l'analyse de l'état des flux de trésorerie vient confirmer le diagnostic fourni par l'analyse du bilan et de l'état des résultats.

La deuxième raison qui explique des FTGE insuffisants est la présence d'événements exceptionnels (situation 4). Dans ce cas, la marge d'autofinancement est aussi négative ou encore trop faible. L'analyste doit alors se demander si de tels événements sont susceptibles de se répéter. Si la réponse est négative, la situation n'est alors pas dramatique et ne doit pas être perçue comme un mauvais signal. Il faut toutefois apporter une précision. Il est possible que suite à ces événements, l'entreprise ne puisse combler à court terme les besoins de fonds liés à cette situation exceptionnelle. À l'extrême, ceci peut acculer une entreprise à la faillite. C'est le cas de la Banque Barings qui a dû fermer ses portes suite à un problème de liquidité engendré par de mauvaises transactions impliquant les instruments financiers dérivés.

Marge d'autofinancement positive et suffisante :

Dans le cas des situations 2 et 3, la marge d'autofinancement est positive et serait suffisante pour couvrir les besoins de l'entreprise déjà identifiés mais c'est plutôt la variation négative hors caisse du fonds de roulement qui est responsable du caractère insuffisant des FTGE. Une variation négative signifie des investissements dans un ou plusieurs des postes suivants: comptes clients, comptes fournisseurs, stock et autres actifs ou passifs à court terme hors caisse.

L'analyste doit dans ce cas se questionner sur la cause de cette variation négative. Deux explications sont possibles.

Premièrement, cette variation négative peut être la conséquence directe d'une croissance des ventes de l'entreprise. Il s'agit de la situation (2) identifiée précédemment. Le développement des affaires nécessite une augmentation de la quantité de comptes clients et de stocks sans que cet investissement supplémentaire ne soit compensé en totalité par une augmentation du crédit provenant des fournisseurs.

Il faut souligner qu'une augmentation du niveau des comptes clients en cas de croissance, ne signifie pas que l'entreprise a assoupli ses conditions de crédit, ce qui correspondrait plutôt à une mauvaise gestion du crédit.

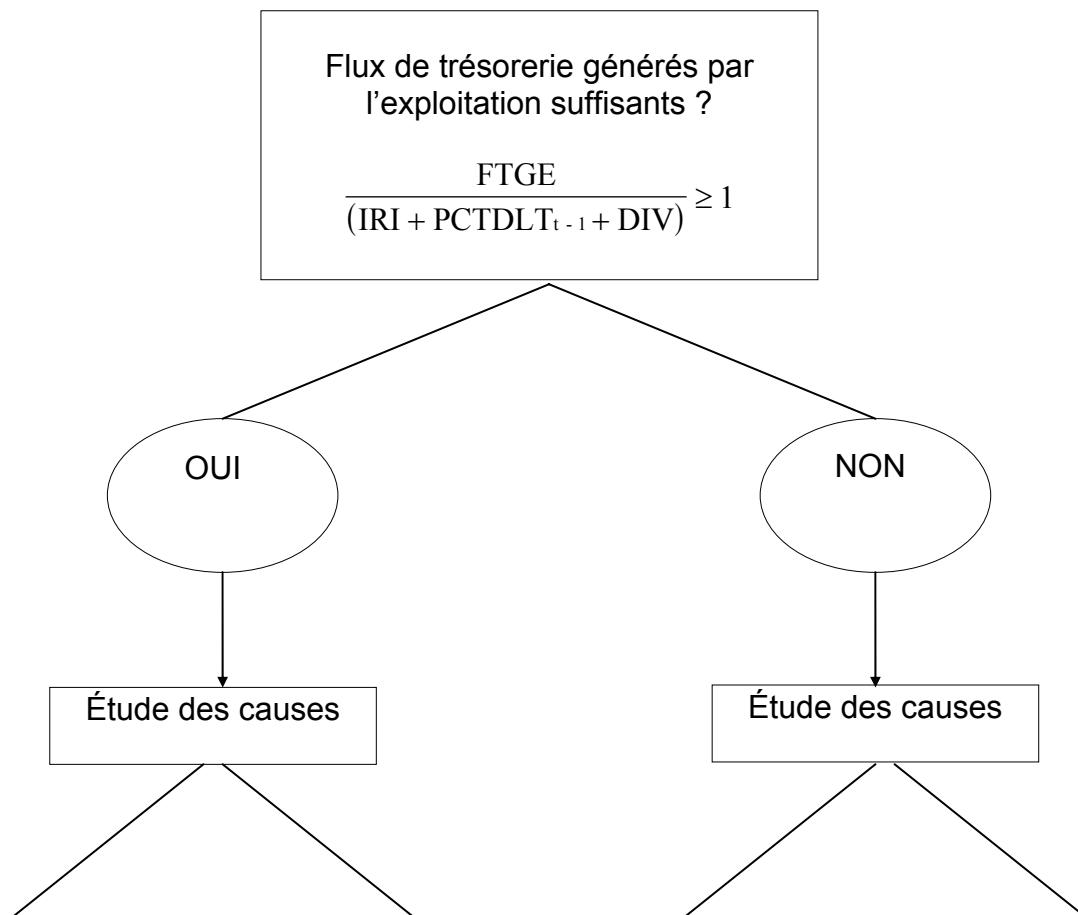
Quand une entreprise fait face à une forte croissance de ses ventes, on ne peut pas toujours s'attendre à ce que l'investissement dans le fonds de roulement soit complètement autofinancé, d'où des FTGE négatifs ou positifs insuffisants. L'analyste doit alors examiner comment le financement de cet investissement dans le FDR a été réalisé. Si la hausse des ventes est de nature permanente, l'investissement est par conséquent également de nature permanente et une source de financement telle de la dette à long terme ou une injection de fonds propres est à privilégier. On doit alors se demander si l'entreprise a respecté sa structure de capital. Au contraire, s'il s'agit d'une hausse reliée au caractère saisonnier des ventes, l'investissement devient de nature plus temporaire et la hausse pourra être financée par le recours à la marge de crédit, par exemple.

Deuxièmement, la variation négative du fonds de roulement peut être la conséquence d'une mauvaise gestion des actifs et passifs à court terme, identifiée comme étant la situation (4). Cette situation se diagnostique facilement à l'aide de l'examen du cycle de conversion de l'encaisse qui s'allongera dans ce cas. L'entreprise met donc plus de temps pour rembourser ses comptes fournisseurs, pour récolter ses comptes clients ou pour écouler ses stocks. Il s'agit là d'un très mauvais signal. D'ailleurs, il arrive fréquemment que l'augmentation du cycle de conversion soit un signe avant-coureur d'une mauvaise rentabilité. L'entreprise ne dispose pas de liquidités suffisantes pour payer ses comptes fournisseurs dans le délai prévu ou encore elle augmente ses stocks mais les écoule difficilement, par exemple. Une analyse de la marge brute permet de déterminer s'il y a effectivement une chute de la rentabilité. Si tel est le cas, la situation s'annonce problématique.

Finalement, il est important de mentionner une dernière situation non identifiée précédemment. Il s'agit du cas d'une entreprise dont les flux de trésorerie générés par l'exploitation sont positifs mais uniquement dus à une forte variation positive des éléments hors caisse du fonds de roulement. Dans ce cas, le ratio $\frac{MA}{(IRI + PCTDLT + DIV)}$ est inférieur à 1. La rentabilité de l'entreprise laisse par conséquent à désirer mais le désinvestissement dans le fonds de roulement permet de générer des liquidités suffisantes. Voici un cas où les FTGE sont positifs et en quantité suffisante mais où l'analyste doit quand même diagnostiquer une situation potentiellement problématique.

Le schéma de la page suivante présente un résumé de l'analyse des FGTE suggérée dans les pages précédentes.

GRILLE D'ANALYSE DES FTGE



$\left(\frac{\text{MA}}{\text{IRI} + \text{PCTDLT}_{t-1} + \text{DIV}}\right) \geq 1$	$\left(\frac{\text{MA}}{\text{IRI} + \text{PCTDLT}_{t-1} + \text{DIV}}\right) < 1$	$\left(\frac{\text{MA}}{\text{IRI} + \text{PCTDLT}_{t-1} + \text{DIV}}\right) \geq 1$	$\left(\frac{\text{MA}}{\text{IRI} + \text{PCTDLT}_{t-1} + \text{DIV}}\right) < 1$
<p>Rentabilité satisfaisante, confirmation du diagnostic d'analyse classique</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p style="text-align: center;">bon signal</p>	<p>ΔFDR est fortement positif (désinvestissement dans le DFR)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p style="text-align: center;">potentiellement problématique</p>	<p>- Situation (2) - forte croissante : besoin d'analyser les formes de financement du ΔFDR engendré par la croissance</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p style="text-align: center;">potentiellement problématique</p> <p>- Situation (3) - mauvaise gestion du FDR</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p style="text-align: center;">mauvais signal</p>	<p>Situation (1) - rendement non satisfaisant. Confirmation du diagnostic d'analyse classique.</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p style="text-align: center;">mauvais signal</p> <p>Situation (4) - événement exceptionnel : susceptible de se répéter ?</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p style="text-align: center;">potentiellement problématique</p>

2.2. L'analyse des activités d'investissement

Dans cette section, on s'interroge sur la pertinence du niveau des investissements effectués par l'entreprise. L'analyste cherche donc à répondre à la question suivante: l'entreprise étudiée a-t-elle investi de façon suffisante dans ses actifs ?

Pour une entreprise qui ne connaît pas de croissance des ventes, l'investissement devrait être au moins égal au montant de l'amortissement apparaissant à l'état des résultats du dernier exercice financier. Un investissement moindre peut signifier une incapacité à maintenir la capacité bénéficiaire de l'entreprise. L'examen du ratio de rotation des immobilisations $\left(\frac{\text{Ventes}}{\text{Im mobilisations}} \right)$ peut s'avérer utile à ce point. Si ce dernier augmente de façon importante, on peut penser que l'investissement dans les immobilisations est insuffisant.

Il se pourrait que l'entreprise ait investi des sommes trop importantes dans ses actifs en ce sens qu'elle n'ait pas réussi à générer suffisamment de ventes à partir de ses investissements. Encore une fois, l'examen du ratio de rotation des immobilisations est utile. Un ratio en décroissance peut être un signe d'une telle situation.

L'analyste doit cependant porter une attention spéciale aux acquisitions (ou dispositions) de fin d'exercice. Ces dernières ont un impact à la baisse (hausse) sur le ratio de rotation des actifs. Cet impact est toutefois temporaire. En effet, le ratio reflète l'augmentation (la diminution) d'actifs sans toutefois refléter l'augmentation (la diminution) de ventes qui en découlent et qui seront enregistrées seulement au prochain exercice financier.

2.3. L'analyse des activités de financement

Les principales activités de financement sont les suivantes: émission ou rachat d'actions, augmentation ou remboursement de la dette à long terme et versement de dividendes. À ce niveau de l'analyse, il peut s'avérer intéressant d'isoler le dividende versé des autres activités de financement. L'état des flux de trésorerie prend alors la forme suivante:

	2000	1999
1-Activités d'exploitation		
Bénéfice net	14 350	10 478
Amortissement	24 908	21 986
Autres ajustements	<u>3 803</u>	<u>5 928</u>
Marge d'autofinancement	43 061	38 392
Δ hors caisse du FDR	<u>(25 553)</u>	<u>104</u>
Flux de trésorerie générés par l'exploitation (FTGE)	17 508	38 496
2-Activités d'investissement		
Acquisition d'actifs à long terme	(77 746)	(40 913)
Disposition d'actifs à long terme	32 557	1 775
Autres	<u>(9 459)</u>	<u>(3 124)</u>
Flux générés par les activités d'investissement	(54 648)	(42 262)
3-Activités de financement		
Émission (rachat) d'actions	170	19 292
Augmentation- dette à long terme	72 458	12 896
Remboursement - dette à long terme	(41 929)	(23 622)
Autres	<u>188</u>	<u>315</u>
Flux générés par les activités de financement	30 887	8 881
Flux disponibles pour la rémunération des actionnaires	(6 253)	5 115
4-Dividendes	<u>(3 692)</u>	<u>(2 168)</u>
Variation des liquidités	(9 945)	2 947
Liquidités au début de l'exercice financier	<u>4 971</u>	<u>2 024</u>
Liquidités à la fin de l'exercice financier	(4 974)	(4 971)

L'analyse de ce troisième bloc doit permettre de répondre aux deux questions suivantes:

1. La nature du financement additionnel obtenu pour financer les investissements de l'exercice est-il adéquat ?

On se rappelle que les investissements à long terme, tels que les achats d'immobilisations ou une augmentation permanente du fonds de roulement, doivent être normalement financés par des sources de fonds à long terme.

2. À partir de quels fonds les dividendes ont-ils été versés ?

Si le ratio $\frac{MA}{(IRI + PCTDLT + DIV)}$ est inférieur à 1 et que des dividendes ont tout de même été

versés, cela signifie que ce n'est pas à même les flux générés par l'exploitation normale qu'ils ont été payés mais plutôt à partir d'un des éléments suivants:

- un désinvestissement dans le fonds de roulement,
- un désinvestissement dans les immobilisations et/ou un remplacement d'immobilisations insuffisant,
- une émission de nouvelle dette,
- une injection de fonds propres (émission d'actions).

S'il s'agit d'un dividende de nature exceptionnelle, la situation peut demeurer acceptable. Cependant, s'il s'agit d'un dividende «normal», la situation est plus inquiétante puisque l'entreprise rémunère ses propriétaires au moyen de flux ne provenant pas de son exploitation normale.

En définitive, l'analyse des flux de trésorerie revient à l'examen de l'appariement des entrées et des sorties de fonds d'une entreprise. Cette analyse gagne à être réalisée sur un horizon de plus d'un an car les décalages ne sont pas anormaux. Par exemple, les Boutiques San Francisco ont procédé à une émission importante de capital actions quelques années avant d'ouvrir leur boutique Les Ailes de la Mode à Brossard. En procédant ainsi, ils ont obtenu des liquidités importantes. Quelque temps plus tard, l'importance des investissements en actifs à long terme a réduit les liquidités accumulées et la situation est revenue à la normale.

Un déséquilibre entre les entrées et les sorties de fonds est à surveiller. Il peut être causé par des faiblesses au niveau de la rentabilité, de l'efficacité de la gestion des actifs ou d'une mauvaise gestion de la croissance. Ceci entraîne inévitablement une détérioration ou une

amélioration des liquidités qui affecte directement le risque financier et la solvabilité de l'entreprise.

3. Le concept de croissance soutenable

L'équilibre financier d'une entreprise dépend en partie de la gestion de sa croissance. Il est donc intéressant de s'interroger sur le niveau de croissance qu'une entreprise peut se permettre. Higgins, un professeur de l'Université de Washington s'est penché sur cette question. Après la lecture du texte «How Much Growth Can a Firm Afford ?» (voir *Lectures complémentaires*), on est en mesure de réaliser que la croissance n'est peut être pas souhaitable dans tous les cas.

Dans cette section, nous débutons par un bref retour sur le développement du modèle de Higgins et voyons comment nous pouvons l'utiliser pour raffiner l'analyse de la gestion de la croissance d'une entreprise.

Les variables utilisées par Higgins sont les suivantes:

p	La marge nette	$\frac{BN}{V}$,
d	Le ratio de distribution des bénéfices	$\frac{Div.}{BN}$,
n.b.:	$(1-d)$ = taux de réinvestissement des bénéfices	
L	Niveau d'endettement	$\frac{D}{Avoir}$,
t	Inverse de la rotation des actifs (mesure de la $\frac{A}{V}$ quantité d'actifs nécessaires par dollar de ventes),	
s	Ventes au début de l'exercice,	
Δ_s	Augmentation des ventes en \$ durant l'exercice,	

g Croissance des ventes de l'exercice (en %).

Le développement du modèle est le suivant:

a) La croissance des ventes (g) peut s'exprimer ainsi: $g = \frac{\Delta s}{s}$

b) Les hypothèses suivantes sont nécessaires pour la construction du modèle:

H1: La rentabilité (p) est constante.

H2: La rotation des actifs est constante et donc (t) est constant.

H3: La structure de capital (L) est constante.

H4: La politique de dividende (d) est constante.

c) Étant donné H2, on peut affirmer que la croissance des ventes sera nécessairement proportionnelle à la croissance des actifs. Donc, les nouveaux actifs nécessaires pour supporter la croissance des ventes sont égaux à $\Delta s \times t$.

d) Les sources de financement disponibles pour réaliser cette croissance sont les suivantes : premièrement, $p(s + \Delta s)(1 - d)$, soit le montant des bénéfices qui sont réinvestis étant donné la rentabilité (p) et la politique de dividende (1-d) ; deuxièmement, $p(s + \Delta s)(1 - d) L$, soit le montant de la dette supplémentaire qui peut et doit être émise si l'entreprise désire conserver le ratio L (soit sa structure de capital) intact.

e) Si l'entreprise n'a pas recours à une injection de fonds propres et désire financer la croissance des ventes dans le respect de sa structure de capital, l'équation suivante doit être respectée:

$$\begin{array}{l} \text{Utilisation des fonds} \\ \underbrace{\Delta s \times t}_{\text{Croissance des}} \\ \text{actifs} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Source de fonds} \\ \underbrace{p(s + \Delta s)(1 - d)}_{\text{Augmentation}} \\ \text{de l'avoir} \end{array} + \begin{array}{l} \underbrace{p(s + \Delta s)(1 - d) L}_{\text{Augmentation}} \\ \text{de la dette} \end{array}$$

f) Comme $g = \frac{\Delta s}{s}$, on peut manipuler l'équation précédente pour obtenir le modèle de Higgins.

$$\begin{aligned} \frac{\Delta s \times t}{s} &= \frac{p(s + \Delta s)(1 - d) + p(s + \Delta s)(1 - d) L}{s} \\ \frac{\Delta s \times t}{s} &= \frac{p(s + \Delta s)(1 - d)(1 + L)}{s} \\ \frac{\Delta s \times t}{s} &= \frac{s \times p(1 - d)(1 + L)}{s} + \frac{\Delta s \times p(1 - d)(1 + L)}{s} \\ \frac{\Delta s \times t}{s} - \frac{\Delta s \times p(1 - d)(1 + L)}{s} &= p(1 - d)(1 + L) \\ \frac{\Delta s}{s} (t - p(1 - d)(1 + L)) &= p(1 - d)(1 + L) \\ \frac{\Delta s}{s} = g &= \frac{p(1 - d)(1 + L)}{t - p(1 - d)(1 + L)} \end{aligned}$$

Comment interpréter le modèle de croissance soutenable ? L'objectif visé par ce modèle est de déterminer quel est le niveau de croissance des ventes qu'une entreprise peut théoriquement se permettre tout en conservant ses politiques financières actuelles et sans avoir recours à une injection de fonds propres. Par conservation des politiques financières, on entend maintenir la même structure de capital et être en mesure de verser la même proportion de bénéfices sous forme de dividende. Dans ces conditions, le pourcentage obtenu par la formule représente le taux de croissance maximum que l'on peut atteindre. C'est donc dire qu'il existe un équilibre à respecter au niveau de la croissance. Soulignons cependant qu'une croissance des ventes supérieure à la croissance soutenable n'est pas nécessairement négative. Elle nécessite simplement une bonne gestion.

De quels moyens dispose une entreprise qui souhaite croître à un rythme supérieur à celui de la croissance soutenable? Elle peut chercher à agir sur plusieurs variables. Premièrement, elle peut tenter d'améliorer sa rentabilité (p) ou sa rotation des actifs (t). Dans les deux cas, l'impact sur la croissance sera positif et permanent. Toutefois, il est souvent difficile d'améliorer ces composantes car, si l'entreprise est bien gérée, elles devraient déjà être à leur maximum.

Pour augmenter le ratio de croissance soutenable, il peut être plus facile de modifier la structure de capital en augmentant le niveau d'endettement (L) ou de réduire le taux de distribution des dividendes (d). Dans les deux cas, les impacts sont positifs. Cependant, ces solutions en apparence faciles ont des effets secondaires qui peuvent s'avérer néfastes. Dans le premier cas, une augmentation de l'endettement entraîne une augmentation du risque financier et d'insolvabilité. Il peut par ailleurs exister des situations où une augmentation de L n'est pas problématique. Ce serait le cas d'une entreprise peu endettée par rapport à son secteur, par exemple. Dans le deuxième cas, il est possible que les actionnaires perçoivent négativement une baisse du taux de distribution et que cela ait un impact négatif sur la valeur marchande des titres de l'entreprise.

Enfin, on peut augmenter le ratio de croissance soutenable en ayant recours à une injection de fonds propres. Cette solution est souvent souhaitable lors d'un investissement majeur. Par ailleurs, une telle injection permet d'augmenter le ratio de croissance soutenable une année donnée mais n'a pas un effet permanent sur la croissance soutenable future si toutes les autres variables sont maintenues constantes.

L'utilisation du modèle de croissance soutenable peut donc nous aider à évaluer la gestion des opportunités de croissance d'une entreprise. Dans un premier temps, il nous permet d'identifier si la croissance projetée est au-delà de ce que l'entreprise peut soutenir au moyen de l'autofinancement. Si tel est le cas, il nous fournit également des pistes de solutions pour réaliser le financement de cette croissance.

4. Conclusion

L'analyse des flux de trésorerie est une étape essentielle à tout bon diagnostic de la performance financière d'une société. L'objectif est d'évaluer la suffisance de fonds générés par l'entreprise. Celle-ci peut être affectée par la rentabilité des ventes, l'efficacité de la gestion des actifs et le niveau d'endettement mais aussi l'efficacité de la gestion de la croissance. On

entend par ce dernier point la capacité de bien financer les investissements requis pour réaliser la croissance projetée.

Une croissance dépassant celle qui est soutenable n'a pas nécessairement de conséquences négatives à condition qu'elle soit bien gérée, c'est-à-dire qu'elle se fasse dans le respect des politiques financières de l'entreprise.

Annexe 1

État des flux de trésorerie –méthode directe

	2000	1999
Activités d'exploitation		
Rentrées de fonds - clients	225 351	250 873
Sorties de fonds - fournisseurs et membres du personnel	(173 245)	(175 627)
Impôts payés	(18 873)	(19 236)
Autres rentrées (e.g. dividendes, intérêts)	1 622	2 184
Autres sorties (e.g. intérêts)	<u>(17 347)</u>	<u>(19 698)</u>
Flux de trésorerie générés par l'exploitation (FTGE)³	17 508	38 496
Activités d'investissement		
Acquisition d'actifs à long terme	(77 746)	(40 913)
Disposition d'actifs à long terme	32 557	1 775
Autres	<u>(9 459)</u>	<u>(3 124)</u>
Flux générés par les activités d'investissement (FGI)	(54 648)	(42 262)
Activités de financement		
Émission (rachat) d'actions	170	19 292
Augmentation de la dette à long terme	72 458	12 896
Remboursement de la dette à long terme	(41 929)	(23 622)
Dividendes	(3 692)	(2 168)
Autres	<u>188</u>	<u>315</u>
Flux générés par les activités de financement (FGF)	27 195	6 713
Variation des liquidités	(9 945)	2 947
Liquidités au début de l'exercice financier	<u>4 971</u>	<u>2 024</u>
Liquidités à la fin de l'exercice financier	(4 974)	4 971

³ Dans les cas où la méthode directe est adoptée, il est toujours possible de procéder à l'analyse telle que décrite dans les pages précédentes en calculant la variation des postes hors - caisse du fonds de roulement à partir de la comparaison de la valeur de ces postes entre les deux dates de bilan.

LECTURES COMPLÉMENTAIRES

FRASER, LYN M AND ORMISTON, AILEEN. «Understanding financial statements», 6th edition, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, U.S.A, 2001, 300 p. ISBN: 0130277827

- *Chapitre 4, Statement of Cash Flows*
- *Chapitre 1, Exhibit 1.1*
- *Solutions to Self-Tests, app. D*

HIGGINGS, R.C., « How much Growth Can A Firm Afford ? », *Financial Management*, automne 1977