



Diagnostic financier

Mars 2005

Jonathan Benchimol

Sommaire

Equilibre financier.....	3
Rentabilité	5
Politique de dividendes	7

Equilibre financier

Analyse de la liquidité

	1992	1991	1990
Liquidité générale (>1) = Actif circulant/DfinCT	3,14	4,38	3,95
Liquidité restreinte = (Actif circulant-Stocks)/DfinCT	1,58	2,28	2,11
Liquidité immédiate = (VMP + Disp.)/DfinCT	0,37	0,51	0,67
Liquidité générale (>1) = Actif circulant/DCT	0,94	0,97	0,97
Liquidité restreinte = (Actif circulant-Stocks)/DCT	0,47	0,50	0,52
Liquidité immédiate = (VMP + Disp.)/DCT	0,11	0,11	0,16

Analyse des besoins liés au cycle d'exploitation

$$\text{FRN} = (\text{FP} + \text{DettesMLT}) - \text{Aimmobilisé}$$

$$\text{BFR} = \text{Stocks} + \text{Créance d'exp.} - \text{Dettes d'exp.}$$

$$\text{TRE} = \text{FRN} - \text{BFR}$$

	1992	1991	1990
FRN	-8	-4	-4
	-3455	-1855	-1840
BFR	17	9	6
	7392	4039	2550
TRE	-25	-13	-10
	-10847	-5894	-4390

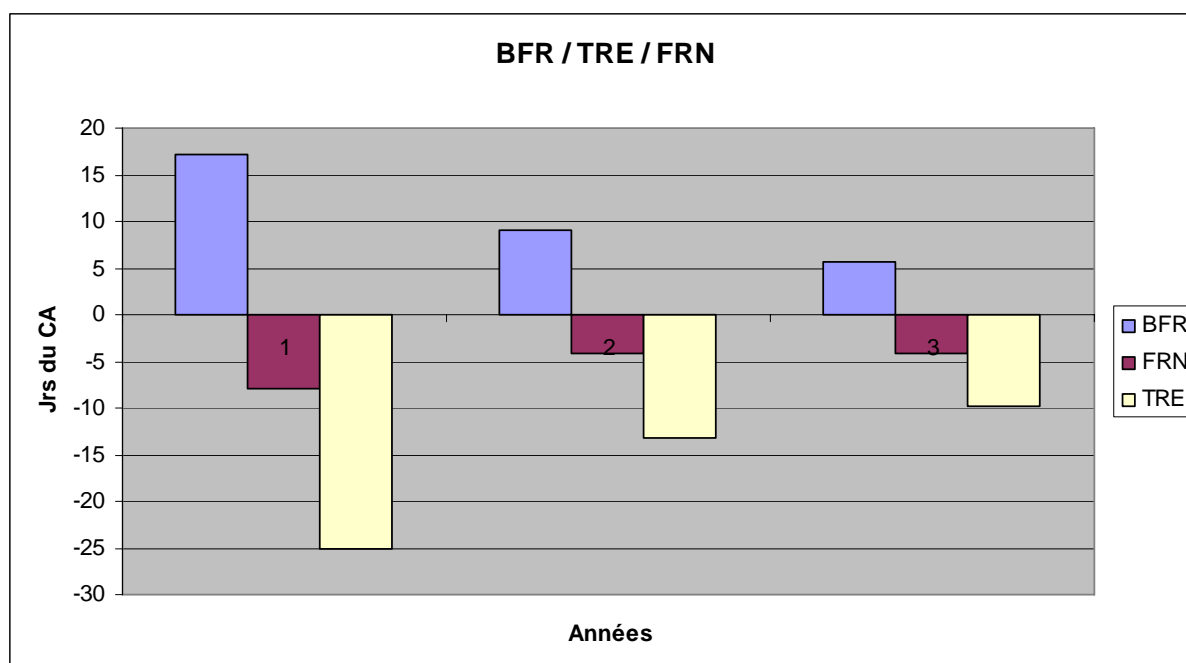
Analyse de la structure financière (static approach)

$$L = \text{Lever financier}$$

$$L' = \text{Lever financier bis.}$$

	1992	1991	1990
L	41%	33%	41%
L'	32%	28%	29%

La liquidité générale de PSA diminue sur les trois années de l'analyse ce qui dénote une tendance à faire de moins en moins face aux obligations court terme de la firme. La liquidité immédiate est aussi très basse ce qui montre le poids des dettes court terme par rapport aux disponibilités. Le ratio de liquidité général prenant en compte l'ensemble de la dette court terme (dette financière court terme + dette d'exploitation) est inférieur à l'unité sur les trois années, plus significativement en 1992.



De plus, le fond de roulement est négatif et chute en 1992 ce qui montre une insuffisance en capitaux permanents. PSA est une entreprise industrielle donc son besoins en fond de roulement est logiquement positif ce qui contribue a une trésorerie fortement négative en 1992. On remarquera que le risque d'exploitation, en partie modélisé par l'évolution du besoin en fond de roulement en jours de chiffre d'affaire, tend à fortement augmenter (il à triplé en 3 ans). Le risque global d'exploitation tend à s'accroître sur les trois années de l'analyse. La structure financière reste stable en moyenne sur la période d'analyse.

Malgré une structure stable, l'équilibre global du groupe ne s'est pas amélioré sur les trois années, ce qui pousse le management à envisager des mesures permettant, par exemple, de rehausser le fond de roulement net de l'entreprise via un appel de capitaux. Utilisé en capitaux permanent, en vue d'une amélioration de la trésorerie de la firme coordonné à une optimisation de l'exploitation conduisant à une réduction du besoin en fond de roulement par rapport à l'activité, cela peut paraître une solution concrètement envisageable.

Sans diluer l'actionnaire à court ou moyen terme et sans non plus engager une dette exorbitante, un cumul entre endettement (levier financier à 41%) et obligations convertibles seraient la solution qui léserait le moins les actionnaires et l'entreprise, sans passer par la case augmentation de capital et dilution (même si dilution il y aura, elle se déroulera à moyen terme).

Rentabilité

Analyse de la structure financière (dynamic approach)

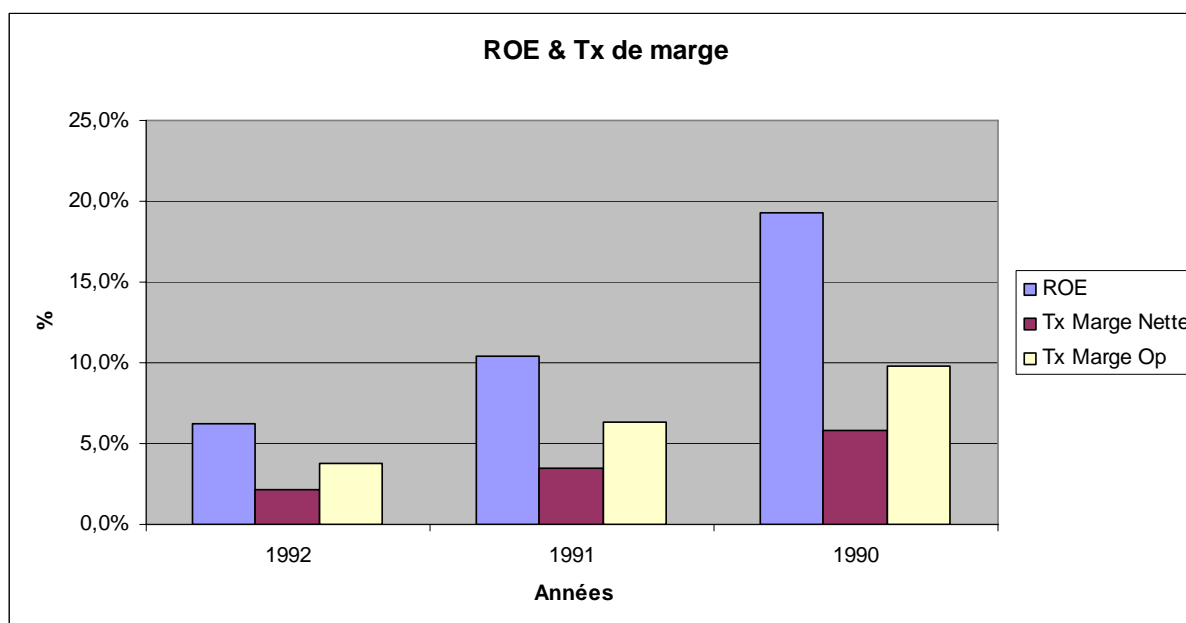
	1992	1991	1990
FRN	-8	-4	-4
BFR	17	9	6
TRE	-25	-13	-10
BN/CA	0,02	0,03	0,06
CA/AE	2,02	2,28	2,36
AE/FP	1,41	1,33	1,41
ROE = Rc	6,2%	10,5%	19,2%

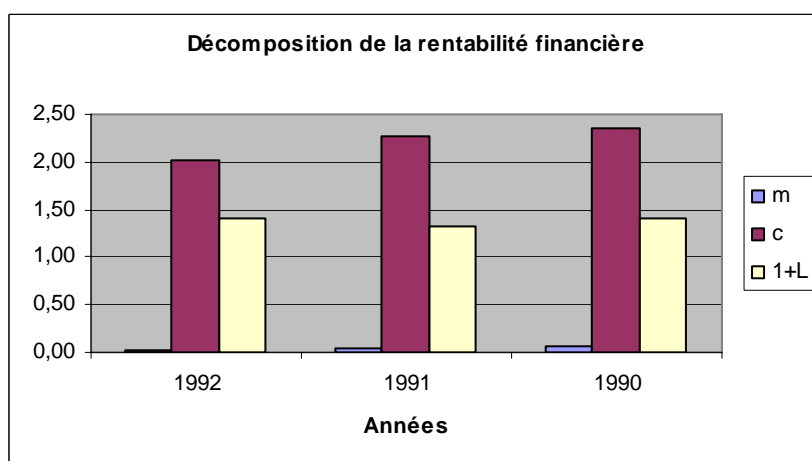
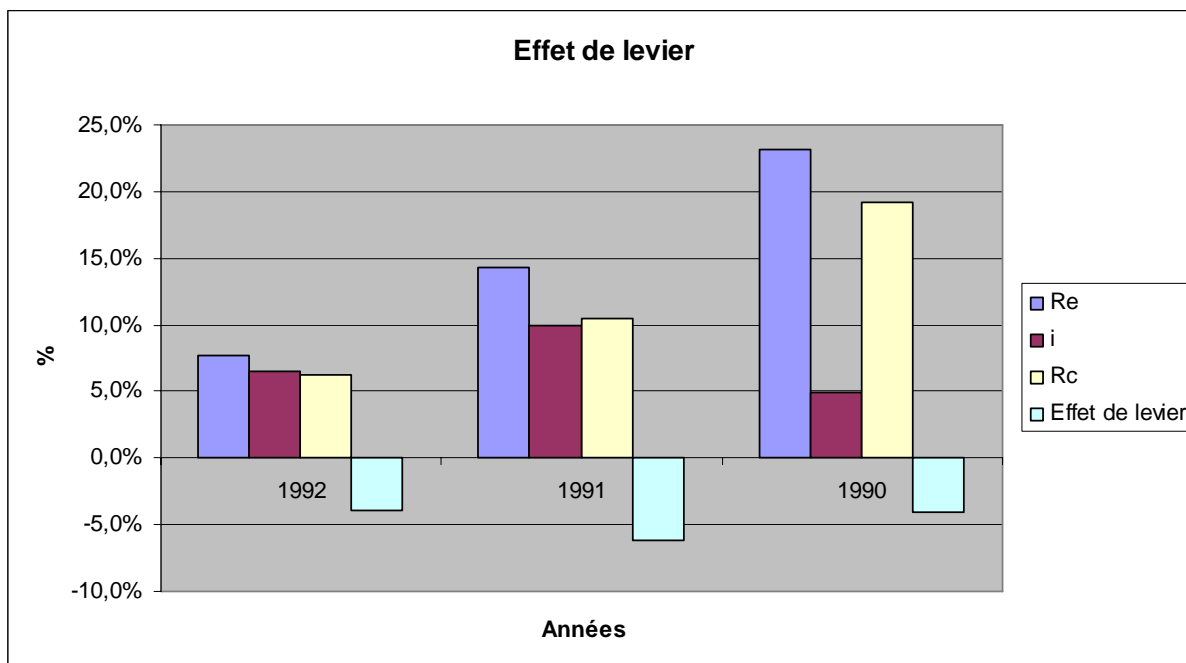
Décomposition de la rentabilité financière

	1992	1991	1990
Marge op. : BE/CA	3,8%	6,3%	9,8%
Marge nette m=BN/CA	2,2%	3,5%	5,8%
Rotation des capitaux investis c=CA/AE	2,02	2,28	2,36
Levier financier DF/FP	0,41	0,33	0,41
Rentabilité financière Rc=BN/FP	6,2%	10,5%	19,2%

Effet de levier de la dette

	1992	1991	1990
FF	1465	1741	969
Rentabilité économique = Re=BAII/AE	7,7%	14,4%	23,2%
i=FF/DF	6,5%	9,9%	4,9%
Levier financier DF/FP	0,41	0,33	0,41
ROE = Rentabilité des capitaux propres = Rc=BN/FP	6,2%	10,5%	19,2%
Taux d'imposition des Bénéfices	17,3%	33,0%	32,9%
Effet de levier	-4,0%	-6,2%	-4,0%
Re-i	1,14%	4,43%	18,24%
Re+(Re-i).L	8,12%	15,82%	30,63%
Rc	6,72%	10,60%	20,54%





L'ensemble de ces chiffres ne sont pas rassurant : un aperçu de la chute de la marge opérationnel coordonné à une rentabilité des capitaux propres en chute libre, la rentabilité de PSA ne se porte pas sous les meilleurs hospices. La rentabilité financière du groupe chute aussi fortement en étant pratiquement divisée par 3 en trois années. La décomposition de la rentabilité financière nous montre que cette chute est principalement due à la chute du taux de marge nette qui est aussi divisé pratiquement par trois en trois années. De plus, la rotation des capitaux investit baisse ce qui dénote une production de moins en moins optimale (les pointilleux admettront que l'on puisse tendre, approcher la productivité optimale, objectif de toute entreprise commerciale, même si l'atteinte de l'optimalité reste impossible).

Tout comme les ratios précédents, la rentabilité économique est aussi divisée par trois sur les trois années de l'analyse, conséquence de la forte baisse de l'a marge opérationnelle. La conséquence principale de cela amène à comparer la rentabilité économique de PSA au coût de sa dette, qui passe de 18% à 1% en 1992. PSA ne pourra donc pas se permettre d'emprunter à long terme une somme trop importante auprès d'une banque (emprunt classique) ou auprès du marché (obligations classique) qui servent un taux généralement plus haut que des obligations convertible qui détiennent un droit de conversion rémunéré par un taux plus faible.

Politique de dividendes

On remarque tout d'abord que l'information délivrée par la politique de dividende de PSA est cohérente par rapport au cash flow généré par l'entreprise et par rapport au résultat du groupe. On remarque donc, en toute logique, une baisse du dividende de pratiquement 38% sur les trois années. Cependant, on remarque que malgré cette baisse du dividende, la baisse des cash flows généré est plus importante.

On pourrait croire de premier abord que cette politique de dividende n'est pas très incitatrice, et donc pourrai être sanctionné. De plus, cette politique nous donne de mauvaises perspectives de croissance avec un dividende évoluant de la sorte.

Cependant, quel aurait été l'interprétation du marché à une information biaisée par rapport à la réalité du contexte (difficulté de PSA) ? En effet, PSA aurait très bien pu maintenir un dividende à 13 ou 14, mais les investisseurs n'auraient pas été dupes vis-à-vis du contexte de PSA à l'époque, et de la configuration incertaine du secteur automobile, autant en France qu'à l'étranger. Il ne serait donc pas judicieux de comparer le taux de distribution de dividendes des entreprises françaises avec celui d'une entreprise comme PSA ou Renault qui sont dans un secteur d'activité bien particulier nécessitent de grosses réserves, provisions, fonds de roulement et qui sont fortement lié au climat macroéconomique (pétrole, taux de change). La seule entreprise comparable en France à ces deux entreprises est Valeo, mais la comparaison ne saurait être aussi complète que celle entre PSA et Renault.