

Résultats et situation financière des entreprises en 2015

I. Rubbrecht^(*)
D. Vivet

Introduction

Chaque année, dans la Revue économique de décembre, la Banque présente les évolutions qui ressortent des comptes annuels des sociétés non financières. À l'automne, la Centrale des bilans dispose en effet d'un échantillon déjà représentatif de comptes annuels relatifs à l'année précédente. Les conclusions tirées de ce dernier peuvent donc être généralisées de manière fiable à l'ensemble de la population.

Le présent article comporte trois parties. La première décrit brièvement la méthode suivie et la population étudiée. La deuxième propose une extrapolation des principaux postes du compte d'exploitation pour l'exercice comptable 2015, en se focalisant essentiellement sur la valeur ajoutée, les frais de personnel, les amortissements et le résultat d'exploitation. Les extrapolations sont détaillées en fonction de la taille des sociétés et selon les principales branches d'activité; les spécificités de la branche de la construction font cette année l'objet d'un examen particulier. Une perspective régionale est en outre proposée, au travers d'une analyse des contributions sectorielles à la croissance de la valeur ajoutée dans chaque région du pays. Enfin, la troisième partie évalue la position financière des sociétés en termes de rentabilité et de structure financière. Cette analyse se fonde sur la théorie d'interprétation des comptes annuels et fournit un point de vue tant macroéconomique (globalisations) que microéconomique (médianes et autres mesures de distribution). Elle recourt notamment

à différentes mesures de la rentabilité (dont l'effet de levier financier) et de la solvabilité. Cette partie examine entre autres la politique de dividendes des entreprises, leur endettement financier net et leur risque de crédit (calculé sur la base de l'«In-house credit assessment system» (ICAS) de la Banque).

1. Méthode et description de la population étudiée

1.1 Méthode

Depuis la fin des années 1970, la Centrale des bilans collecte les comptes des sociétés non financières. À cette fin, les entreprises sont tenues de déposer leurs comptes annuels sous la forme d'un formulaire normalisé, au plus tard sept mois après la clôture de l'exercice comptable. Les données sont ensuite soumises à des vérifications et à d'éventuelles corrections afin de satisfaire aux normes de qualité requises, à la suite de quoi, à partir de septembre, il est possible de procéder à une première analyse.

Chaque année, cependant, les comptes annuels relatifs au dernier exercice étudié, en l'occurrence 2015, ne sont pas encore tous disponibles à cette date. Cette situation tient au fait qu'un nombre non négligeable de comptes sont déposés tardivement ou ne satisfont pas aux contrôles arithmétiques et logiques de la Centrale des bilans. C'est pourquoi les données se rapportant à 2015 sont estimées sur la base d'un échantillon constant. Celui-ci se compose des

(*) Les auteurs remercient Jean-Marc Troch pour sa contribution technique.

entreprises ayant déposé des comptes annuels couvrant un exercice comptable de douze mois, et ce tant pour l'exercice 2014 que pour l'exercice 2015. La méthode consiste à extrapoler les résultats de 2015 en fonction des évolutions observées au sein de l'échantillon, lesquelles sont présumées représentatives des changements ayant affecté l'ensemble de la population. Comme cela a été vérifié dans les précédentes éditions de cet article, il s'agit d'une hypothèse largement avérée: les extrapolations donnent, dans la majorité des cas, une bonne indication de la direction et de l'ampleur des mouvements réels.

L'échantillon de cette année a été tiré le 9 septembre 2016. Il compte 262 526 comptes annuels, soit 75,2 % du nombre total de comptes déposés pour l'exercice comptable 2014. Le taux de représentativité mesuré en termes de valeur ajoutée est nettement supérieur, à 86,7 %. Comme on l'a souligné dans les éditions précédentes de cet article, la représentativité a significativement augmenté au fil du temps, sous l'effet des progrès techniques mis en œuvre à la Centrale des bilans et de l'instauration de majorations tarifaires en cas de dépôt tardif des comptes annuels. Pour mémoire, en 2005, la représentativité de l'échantillon était de 52,6 % en termes de nombre de sociétés et de 82,4 % en termes de valeur ajoutée.

1.2 Description de la population étudiée

La population étudiée correspond à l'ensemble des sociétés non financières tel que défini par la Centrale des bilans. Cet ensemble est cependant expurgé de la branche des « activités de sièges sociaux » (NACE-BEL 70 100), car celle-ci rassemble des sociétés assurant généralement la fonction de banquier interne ou de gestionnaire de trésorerie au sein de groupes d'entreprises qui, à ce titre, sont assimilables à des sociétés financières.

L'annexe 1 détaille les codes NACE-BEL des branches d'activité couvertes. Les regroupements sectoriels reposent sur la nomenclature NACE-BEL 2008. À des fins de présentation et d'interprétation, la structure utilisée ici diffère toutefois quelque peu de la structure officielle de la nomenclature.

L'article distingue également les sociétés en fonction de leur taille, sur la base des critères énoncés par le Code des sociétés. Ceux-ci ont été modifiés par la loi du 18 décembre 2015 transposant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013, relative aux états financiers et aux rapports y afférents.

Les nouveaux critères sont applicables aux comptes annuels relatifs aux exercices comptables débutant à partir du 1^{er} janvier 2016.

Le présent article ne portant que sur des exercices comptables antérieurs à 2016, ce sont les anciens critères qui, pour la dernière fois, seront utilisés ici afin de différencier les entreprises en fonction de leur taille. Pour rappel, ces critères distinguent deux catégories d'entreprises: les grandes et les petites. Une entreprise est réputée petite dès lors qu'elle n'a pas dépassé plus d'une des limites suivantes au cours des deux derniers exercices comptables:

- nombre de travailleurs occupés (en moyenne annuelle): 50;
- chiffre d'affaires (HTVA): 7 300 000 euros;
- total du bilan: 3 650 000 euros;

sauf si le nombre de travailleurs occupés est supérieur à 100 unités en moyenne annuelle⁽¹⁾.

Dans tous les autres cas, l'entreprise est considérée comme grande.

Selon ce principe, le Code des sociétés autorise les petites entreprises non cotées en bourse à déposer leurs comptes annuels selon le schéma abrégé, tandis que les grandes et les petites entreprises cotées en bourse sont tenues d'utiliser le schéma complet. C'est pourquoi, dans le cadre de la présente étude comme dans celui de ses précédentes éditions, on définit comme grandes les sociétés déposant un schéma complet; les autres, c'est-à-dire celles introduisant un schéma abrégé, sont assimilées à des PME.

Les nouveaux critères de taille et leur impact statistique seront commentés et appliqués dans la prochaine édition de cet article. Pour mémoire, parmi les principaux changements mis en œuvre, une sous-catégorie « microsociétés » a été créée dans la catégorie des petites sociétés. Les seuils proprement dits, de même que l'interprétation qui doit en être faite, ont en outre été adaptés. C'est ainsi, par exemple, que les critères ne seront plus calculés sur une base consolidée, sauf pour les sociétés mères.

Le tableau 1 présente succinctement l'évolution de la population étudiée au cours des dernières années. Les données relatives à 2015 sont renseignées pour mémoire car, comme on l'a souligné plus haut, elles étaient

(1) Si l'exercice compte plus ou moins de douze mois, le critère relatif au chiffre d'affaires est calculé au prorata. Si l'entreprise est liée à une ou à plusieurs entreprises, le critère portant sur la moyenne annuelle du nombre de travailleurs occupés est obtenu en additionnant les nombres moyens de travailleurs occupés par toutes les entreprises concernées, tandis que les critères concernant le chiffre d'affaires ainsi que le total bilantaire sont calculés sur une base consolidée. Pour de plus amples informations, cf. l'avis CNC 2010-5 de la Commission des normes comptables (www.cnc-cbn.be).

incomplètes au moment de la rédaction de cet article. Les PME sont largement majoritaires (348 769 sociétés en 2014, soit 94 % du total). En termes de valeur ajoutée et d'emploi, les grandes entreprises sont, par contre, nettement prépondérantes (135 milliards d'euros de valeur ajoutée et 1,3 million d'emplois en 2014, soit respectivement 74 et 70 % du total).

Il convient de souligner que le type de schéma des comptes annuels est un critère parmi d'autres permettant de distinguer les entreprises en fonction de leur taille. Dans les analyses statistiques, d'autres critères sont régulièrement utilisés, en particulier le chiffre d'affaires et l'emploi. Le critère du chiffre d'affaires ne peut cependant être appliqué aux comptes annuels, car la rubrique est facultative dans les schémas abrégés. En 2014, sur les 327 357 schémas abrégés déposés, seuls 10 % mentionnaient un chiffre d'affaires. De plus, cette proportion n'a cessé de se contracter au fil du temps: au début des années 2000, elle atteignait encore 37 %.

Par contre, l'emploi figure dans tous les comptes annuels déposés. À titre indicatif, le tableau 2 présente la ventilation des entreprises sur la base de la rubrique 9087 des comptes annuels, soit le nombre moyen de travailleurs inscrits au registre du personnel, en équivalents temps plein. On peut constater que 27 % des grandes entreprises et 63 % des PME ne déclarent aucun membre du personnel dans leurs comptes annuels. Si on trouve de telles sociétés dans quasiment tous les domaines d'activité, celles-ci sont particulièrement nombreuses dans les services, notamment dans le conseil en gestion, l'immobilier, les activités informatiques et les services aux entreprises. Cette multitude de très petites entités est intimement liée aux dispositions de la loi belge, qui soumet la quasi-totalité des entreprises exerçant sous la forme d'une société à l'obligation de déposer des comptes annuels. À l'opposé, les entreprises renseignant plus de 250 travailleurs sont très minoritaires, puisqu'elles ne représentent que 0,2 % du total, soit 827 entités. Ces sociétés n'en ont pas moins un impact macroéconomique majeur: elles

TABLEAU 1 POPULATION ÉTUDIÉE PAR EXERCICE COMPTABLE
(situation au 10 septembre 2016)

	2010	2011	2012	2013	2014	<i>p.m.</i> 2015
Nombre total d'entreprises	318 008	336 684	342 428	346 574	348 769	271 768
dont:						
Grandes entreprises	19 268	20 091	20 539	20 887	21 412	17 466
PME	298 740	316 593	321 889	325 687	327 357	254 302
Industrie manufacturière	22 001	21 848	22 000	21 642	22 308	22 198
Branches non manufacturières	270 998	279 178	291 457	296 366	314 376	320 230
Valeur ajoutée (millions d'euros)	167 797	173 907	176 361	179 014	181 537	164 768
dont:						
Grandes entreprises	126 412	128 874	130 850	133 355	135 233	128 947
PME	41 385	45 033	45 511	45 659	46 304	35 821
Industrie manufacturière	46 820	46 602	46 809	47 442	48 647	46 358
Branches non manufacturières	120 978	127 305	129 552	131 572	132 890	118 409
Emploi⁽¹⁾	1 816 637	1 880 090	1 878 294	1 870 700	1 877 138	1 592 606
dont:						
Grandes entreprises	1 268 985	1 302 404	1 304 675	1 303 497	1 314 258	1 192 406
PME	547 652	577 687	573 619	567 203	562 880	400 200
Industrie manufacturière	457 515	460 096	454 466	445 541	436 168	382 634
Branches non manufacturières	1 359 122	1 419 994	1 423 827	1 425 159	1 440 971	1 209 972

Source: BNB.

(1) Effectif moyen du personnel, en équivalents temps plein.

TABLEAU 2 VENTILATION DES ENTREPRISES EN FONCTION DE L'EMPLOI⁽¹⁾

(exercice comptable 2014, nombre de comptes annuels)

	Grandes entreprises	PME	Total
Emploi = 0	5 753	205 095	210 848
0 < Emploi < 10	4 914	108 218	113 132
10 ≤ Emploi < 50	6 566	13 724	20 290
50 ≤ Emploi < 250	3 352	320	3 672
250 ≤ Emploi < 500	459		459
Emploi ≥ 500	368		368
Total	21 412	327 357	348 769

Source : BNB.

(1) Nombre moyen de travailleurs inscrits au registre du personnel, en équivalents temps plein.

constituent à elle seules plus de 40 % de la valeur ajoutée et de l'emploi des sociétés non financières. Enfin, on peut relever que 57 sociétés renseignent plus de 2 000 emplois, ou encore que 23 sociétés déclarent plus de 5 000 emplois.

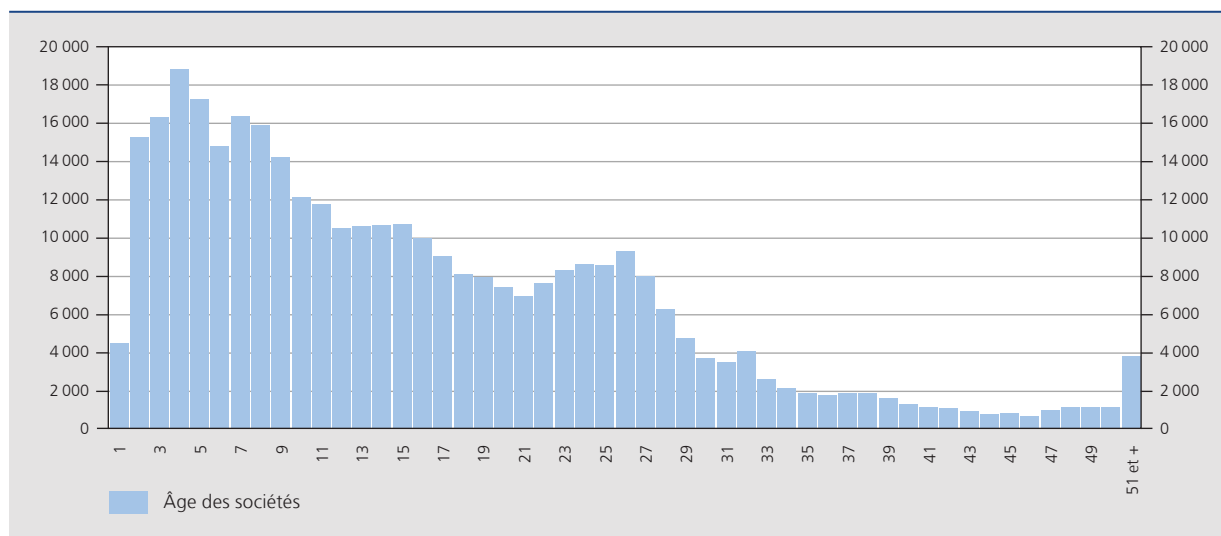
Il faut souligner que l'emploi tel qu'il est renseigné dans les comptes annuels n'est pas toujours représentatif de la taille effective d'une société. Il ne concerne en effet que les personnes liées à l'entreprise par un contrat de travail ou de stage : les intérimaires, les personnes mises à disposition, celles travaillant pour

l'entreprise en tant qu'indépendants et celles occupées dans des établissements étrangers ne sont pas repris parmi les membres du personnel. Par ailleurs, la pertinence du critère est susceptible d'être brouillée par toute une série de phénomènes économiques, parmi lesquels la sous-traitance, l'automatisation intensive ou la multiplication des sociétés à l'intérieur d'un même groupe.

Enfin, la population étudiée peut également être caractérisée sur la base de l'âge des entreprises. Pour un compte annuel donné, l'âge d'une société est défini

GRAPHIQUE 1 DISTRIBUTION DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DE LEUR ÂGE

(nombre de comptes annuels, exercice comptable 2014)



Source : BNB.

TABLEAU 3 APERÇU DES PLUS ANCIENNES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DÉPOSANT DES COMPTES ANNUELS À LA CENTRALE DES BILANS

Dénomination actuelle	Date de constitution	Lieu du siège social	Activité
Immobel	9 juillet 1863	Bruxelles	Promotion immobilière
Solvay	26 décembre 1863	Bruxelles	Chimie
SCR – Sibelco	4 avril 1872	Anvers	Industrie extractive
Compagnie internationale des wagons-lits et du tourisme	4 décembre 1876	Bruxelles	Horeca
Compagnie d'entreprises CFE	27 juin 1880	Auderghem	Construction générale
Vooruit Nr 1	21 septembre 1886	Gand	Pharmacies de détail
Molenbergnatie	24 février 1888	Anvers	Logistique
Carrières du Hainaut	28 mai 1888	Soignies	Industrie extractive
Saint-Gobain Innovative Materials	16 septembre 1889	Wavre	Industrie du verre
Group Sopex	23 avril 1894	Anvers	Commerce de gros

Source : Banque-Carrefour des Entreprises.

comme l'écart entre la date de clôture de l'exercice et la date de constitution de la société, telle qu'elle ressort de la Banque-Carrefour des Entreprises. Cette différence exprimée en nombre d'années est arrondie à l'unité supérieure. Selon cette définition, il apparaît entre autres que 42 % des sociétés étudiées ont moins de dix ans, et que 69 % d'entre elles ont moins de 20 ans. La distribution complète de la population est présentée au graphique 1. Il convient également de noter que les grandes entreprises sont structurellement plus anciennes, avec un âge moyen de 24 ans et un âge médian de 22 ans, contre respectivement 15 et 13 ans pour les PME. Par ailleurs, comme en ce qui concerne la taille, la distribution en fonction de l'âge est fortement dispersée : on dénombre en effet 3 800 sociétés constituées depuis plus de 50 ans, et même 154 sociétés constituées depuis plus de 100 ans.

À cet égard, le tableau 3 renseigne à titre informatif les dix sociétés dont les dates de constitution sont les plus anciennes. La doyenne des entreprises étudiées est Immobel (fondée en 1863 sous la dénomination « Compagnie immobilière de Belgique »), devant Solvay (1863) et SCR-Sibelco (1872). Il va de soi que la plupart des sociétés figurant sur la liste ont profondément évolué depuis leur création, en termes tant d'activité que de structure et d'actionariat. Pour certaines d'entre elles, cela s'est d'ailleurs traduit par des changements de dénomination. Ainsi, la Compagnie d'entreprises CFE a vu le jour en tant que « Compagnie Générale de Chemins de Fer Secondaires », tandis que Saint-Gobain Innovative

Materials s'est appelée « Glaceries Saint-Roch » pendant plus de 100 ans.

2. Évolution des composantes du compte d'exploitation

2.1 Contexte conjoncturel en 2015

En Belgique, comme dans le reste de la zone euro, l'expansion de l'activité à un rythme modéré, observée depuis le deuxième trimestre de 2013, s'est poursuivie en 2015 ; elle s'est toutefois quelque peu ralentie en fin d'année. En moyenne annuelle, le PIB belge a progressé de 1,5 % en 2015, soit un taux de croissance similaire à celui enregistré en 2014 (+1,7 %), et nettement supérieur aux taux atones de 2013 (-0,1 %) et de 2012 (+0,2 %).

Dans son ensemble, l'économie belge a bénéficié du même contexte relativement favorable que ses partenaires de la zone euro. D'abord, en raison de la politique monétaire accommodante, les conditions de financement ont de nouveau été propices à l'investissement des entreprises et des particuliers. Ensuite, la dépréciation de l'euro par rapport au dollar, tout spécialement entre la mi-2014 et le début de 2015, a conforté la position des entreprises vis-à-vis de leurs concurrents établis en dehors de la zone euro. Enfin, les cours des matières premières, et en particulier ceux du pétrole, ont continué de chuter, ce qui

a allégé les coûts des producteurs et a accru le pouvoir d'achat des particuliers.

Parmi les principales catégories de dépenses, c'est la consommation privée qui a été le plus gros moteur de la croissance en 2015 : celle-ci a grimpé de 1,1 %, soit le taux de progression le plus élevé depuis 2010. La consommation des ménages a profité, entre autres, des gains de pouvoir d'achat liés à la plongée des cours du pétrole et d'un regain de confiance généré, notamment, par une meilleure appréciation du marché du travail.

La conjoncture relativement plus clémente des dernières années a eu des répercussions positives sur la vulnérabilité des entreprises, telle qu'elle ressort des faillites déclarées par les tribunaux de commerce auprès de la Banque-Carrefour des Entreprises (cf. graphique 2 et tableau 4) : alors qu'il avait affiché une augmentation sans précédent à partir de 2007 et des prémices de la crise financière, le nombre de défaillances s'est en effet contracté tant en 2014 qu'en 2015, de respectivement 8,6 et 9,1 %. Sur l'ensemble de 2015, la Belgique a recensé 9 762 faillites, contre 10 736 en 2014 et 11 740 en 2013. Il est à souligner que ce reflux a été généralisé : sans aucune exception, l'ensemble des branches d'activité, des formes juridiques et des régions ont accusé des diminutions en 2014 et en 2015, dans

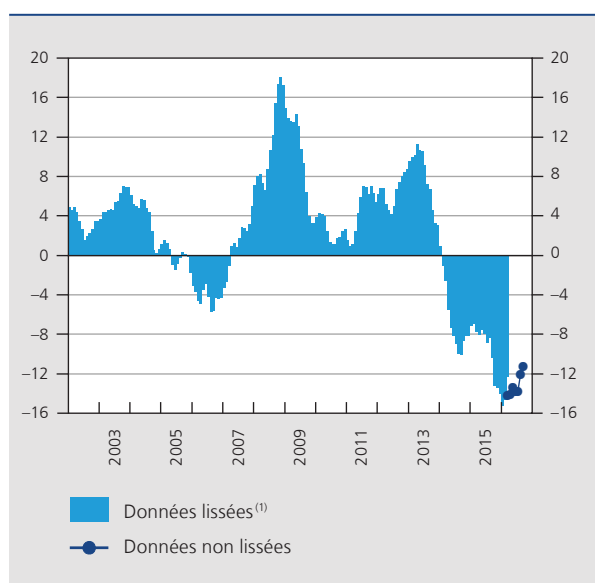
des proportions assez proches. La tendance baissière s'est poursuivie durant le premier semestre de 2016, avec une contraction de 14 % par rapport au premier semestre de 2015.

Ce recul du nombre de faillites depuis plus de deux ans tranche avec les hausses parfois très prononcées enregistrées les années précédentes. Il ne doit cependant pas masquer le fait que les statistiques de faillites demeurent à des niveaux élevés, supérieurs à ceux observés avant la crise financière : au premier semestre de 2016, le nombre de faillites a en effet atteint 4 798 unités, contre 4 020 au premier semestre de 2007. Par ailleurs, la disparition de nombreuses entreprises à risque dans les années qui ont suivi la récession a sans doute contribué à un repli mécanique des statistiques au cours de la période récente.

La problématique des entreprises en difficulté peut également être abordée au travers des sursis de paiement accordés par les tribunaux de commerce dans le cadre de la loi sur la continuité des entreprises (LCE). Pour rappel, cette loi, entrée en vigueur le 1^{er} avril 2009, a remplacé le concordat judiciaire par de nouvelles procédures mettant davantage l'accent sur la prévention. Dès sa mise en application, elle a été invoquée par de nombreuses entreprises : ainsi, alors qu'à peine 78 entreprises avaient bénéficié d'un sursis concordataire en 2008, 1 886 demandes de sursis de paiement aux termes de la nouvelle loi avaient déjà été déposées entre avril 2009 et décembre 2010 (cf. dernière ligne du tableau 4). Le succès statistique de la LCE s'est confirmé jusqu'en août 2013, date à laquelle les conditions d'accès et d'application ont été durcies afin, notamment, de limiter les abus⁽¹⁾. Un droit de mise au rôle de 1 000 euros a en outre été instauré à partir du 1^{er} janvier 2015, à payer par les entreprises dès l'entame de la procédure. À la suite de ces restrictions, le nombre de sursis octroyés a plongé de 43 %. D'après Graydon, la situation financière initiale des entreprises requérantes ne s'est pas améliorée, pas plus que leur taux de survie à l'issue de la procédure.

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DU NOMBRE DE FAILLITES D'ENTREPRISES EN BELGIQUE

(pourcentages de variation du nombre de faillites par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Sources : SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres.
(1) Données lissées par une moyenne mobile centrée sur douze mois.

2.2 Évolutions globales du compte d'exploitation

Sur l'ensemble de l'année 2015, la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières, c'est-à-dire la différence entre le produit des ventes et le coût des

(1) Sur les changements apportés à la loi sur la continuité des entreprises, cf. par exemple Graydon (2016), La LCE après 7 ans : la situation sur le plan statistique (www.graydon.be), et Zenner A. (2013), Difficultés d'application de la loi sur la continuité des entreprises et projet de loi d'ajustement (www.oecbb.be).

TABLEAU 4 VENTILATION DU NOMBRE DE FAILLITES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ, PAR FORME JURIDIQUE ET PAR RÉGION

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Par branche d'activité									
Industrie manufacturière	410	449	544	541	563	611	619	585	482
Construction	1 102	1 249	1 442	1 560	1 693	1 802	2 065	1 977	1 777
Commerce	2 239	2 456	2 603	2 649	2 691	2 744	2 993	2 766	2 499
Horeca	1 453	1 592	1 798	1 788	1 987	2 062	2 261	2 011	1 843
Transports et communications	663	760	851	858	907	942	948	859	751
Services aux entreprises, immobilier ..	954	1 034	1 147	1 396	1 573	1 507	1 786	1 658	1 648
Autres	859	936	1 035	778	810	919	1 068	880	762
Par forme juridique									
Indépendants	1 677	1 677	1 915	1 833	1 771	1 918	2 003	1 990	1 767
Sociétés anonymes	1 129	1 154	1 194	1 388	1 368	1 589	1 733	1 605	1 475
SPRL	4 468	5 228	5 850	5 915	6 481	6 636	7 525	6 723	6 151
Sociétés coopératives	370	379	422	327	385	358	392	355	324
Autres	36	38	39	107	219	86	87	63	45
Par région									
Bruxelles	1 485	1 813	1 788	1 915	2 348	2 263	2 652	2 203	2 142
Flandre	3 994	4 273	4 983	4 918	4 908	5 356	5 742	5 285	4 769
Wallonie	2 201	2 390	2 649	2 737	2 968	2 968	3 346	3 248	2 851
Total	7 680	8 476	9 420	9 570	10 224	10 587	11 740	10 736	9 762
<i>p.m. Sursis de paiement accordés dans le cadre de la LCE</i>	-	-	633	1 253	1 389	1 538	1 460	1 117	877

Sources : SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie, calculs propres, Graydon.

biens et des services fournis par des tiers, s'est accrue de 3,9 % à prix courants (cf. tableau 5), soit un taux de croissance significativement supérieur à celui des trois années précédentes. D'après les comptes des grandes entreprises, qui permettent de décomposer la valeur ajoutée, cette augmentation tient surtout, pour la troisième année consécutive, à la baisse du montant des achats, tandis que le montant des ventes s'est à nouveau tassé.

La valeur ajoutée générée par une entreprise lui permet de couvrir ses charges d'exploitation et, pour l'excédent, de dégager un résultat net d'exploitation. Les frais de personnel constituent habituellement la majeure partie des charges d'exploitation. En 2015, leur rythme de progression a à nouveau été modéré (+1,9 %) et, pour la première fois depuis 2011, sensiblement inférieur à celui de la valeur ajoutée. Le gonflement des frais de personnel a surtout traduit la hausse de 1,5 % du nombre de travailleurs en 2015 (pour atteindre 1,9 million d'emplois en équivalents temps plein) : la majoration des coûts salariaux horaires

dans le secteur privé a en effet été nulle en 2015 (cf. tableau 6). Cette stagnation, nettement en deçà de la moyenne des dix années précédentes (+2,5 %), reflète pour une large part le blocage des adaptations salariales conventionnelles, le bas niveau de l'inflation et le saut d'index instauré par le Gouvernement à partir du 1^{er} avril 2015.

Après les frais de personnel, les charges d'exploitation les plus importantes sont constituées par la rubrique 630 des comptes annuels, à savoir les amortissements et les réductions de valeur sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement. En 2015, leur croissance est restée relativement faible, à 2,4 %, soit un niveau lui aussi nettement inférieur à la moyenne des dix années antérieures (+4,1 %), ce qui reflète une politique d'investissement devenue nettement plus prudente ces dernières années.

Dans les comptes annuels, cette évolution ressort notamment du taux de renouvellement des immobilisations corporelles, qui divise les acquisitions

TABLEAU 5 ÉVOLUTION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DU COMPTE D'EXPLOITATION

(prix courants)

	Pourcentages de variation par rapport à l'année précédente					Millions d'euros	Pourcentages de la valeur ajoutée
	2011	2012	2013	2014	2015 e		
Valeur ajoutée	3,6	1,4	1,5	1,4	3,9	188 597	100,0
Frais de personnel	5,3	3,0	1,7	1,5	1,9	107 066	56,8
Amortissements et réductions de valeur ⁽¹⁾ (-)	4,1	3,4	2,6	3,1	2,4	35 731	18,9
Autres charges d'exploitation	4,7	2,6	-0,4	-3,8	1,4	10 723	5,7
<i>Total des charges d'exploitation</i>	<i>5,0</i>	<i>3,1</i>	<i>1,7</i>	<i>1,5</i>	<i>2,0</i>	<i>153 520</i>	<i>81,4</i>
Résultat net d'exploitation	-1,7	-5,8	0,7	1,0	13,2	35 077	18,6

Source : BNB.

(1) Sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement (rubrique 630).

d'immobilisations corporelles réalisées au cours de l'exercice par le stock d'immobilisations corporelles au terme de l'exercice précédent. Quelle que soit la mesure utilisée, le ratio s'est très nettement contracté à la suite de la récession de 2008-2009, et il se maintient depuis lors à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux en vigueur avant la crise financière (cf. graphique 3). Cette tendance baissière a affecté la quasi-totalité des branches qui composent l'économie belge. Pour les deux dernières années sous revue, on observe que, si les ratios globalisés ont continué de se replier, les ratios médians se sont quant à eux légèrement rétablis, ce qui indique une reprise des efforts d'investissement dans une majorité d'entreprises; celle-ci peut avoir été induite par plusieurs facteurs, comme la faiblesse des taux d'intérêt, l'importance des réserves de trésorerie, ou encore le degré élevé d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière. À cet égard, il convient de souligner que le ratio globalisé se redresse quelque peu depuis deux ans dans l'industrie et que la poursuite de son recul provient donc exclusivement des

branches non manufacturières. L'évolution sectorielle du ratio globalisé est présentée à l'annexe 2.

Largement déterminé par les frais de personnel et par les amortissements, le total des charges d'exploitation a crû de 2,0% en 2015. Combinée à la hausse plus prononcée de la valeur ajoutée, cette progression modérée des coûts a entraîné un net gonflement du résultat d'exploitation (+13%, à 35,1 milliards d'euros), après quatre années de forte stabilité. À prix courants, le résultat d'exploitation des entreprises a ainsi presque retrouvé le sommet qu'il avait atteint avant l'éclatement de la crise financière (35,5 milliards d'euros en 2007).

L'analyse en fonction de la taille montre que ce sont principalement les grandes entreprises qui ont contribué à l'augmentation du compte d'exploitation en 2015: au cours de l'exercice, ces dernières ont en effet enregistré des accroissements de 4,4% de la valeur ajoutée et de 17,8% du résultat d'exploitation, contre respectivement 2,5 et 4,4% pour les PME.

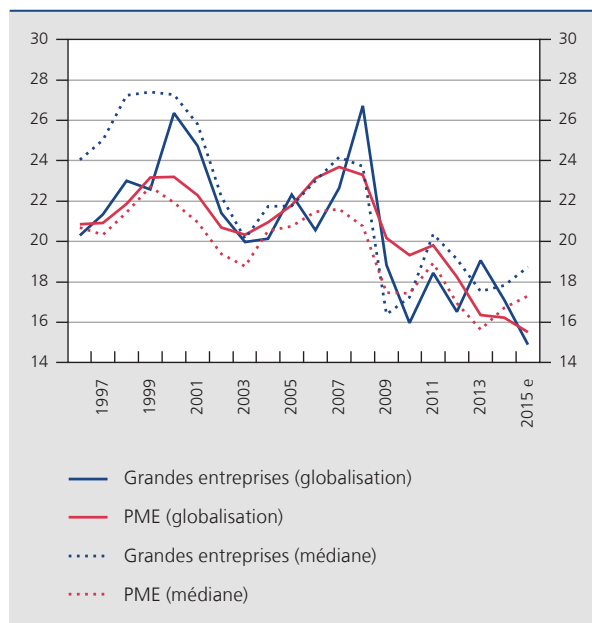
TABLEAU 6 COÛTS SALARIAUX DANS LE SECTEUR PRIVÉ

(données corrigées des effets de calendrier; pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Coûts salariaux horaires	3,6	3,9	2,7	1,2	2,1	3,1	2,5	1,1	0,0

Sources : ICN, SPF Emploi, Travail et Concertation sociale, BNB.

GRAPHIQUE 3 TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES
(pourcentages)



Source : BNB.

Cette situation plus favorable des grandes entreprises tient notamment à leur plus grande orientation vers certaines activités intensives en matières premières et en produits pétroliers, telles la chimie de base, la pétrochimie et la métallurgie, branches qui ont à nouveau profité de la chute des cours de ces produits (cf. infra).

2.3 Évolutions par branche d'activité

Le tableau 7 décrit les mouvements du compte d'exploitation par branche d'activité. Au cours des deux dernières années sous revue, et contrairement à la tendance de long terme, les résultats de l'industrie manufacturière ont progressé plus rapidement, spécialement en ce qui concerne le résultat d'exploitation. Sur l'ensemble de 2014 et de 2015, ces branches ont en effet enregistré des hausses de 6,1 % de la valeur ajoutée et de 44,7 % du résultat net d'exploitation, contre respectivement 5,0 et 4,5 % dans les branches non manufacturières.

2.3.1 Industrie manufacturière

Comme il ressort de l'annexe 3, qui détaille le compte d'exploitation pour une sélection de branches d'activité, le rebond des sociétés industrielles s'est produit en dépit de la diminution des montants vendus (-2,8 %

sur l'ensemble de 2014 et de 2015), car les montants achetés se sont contractés de manière plus prononcée (-7,9 %). Ce recul des approvisionnements dans l'industrie a été largement induit par la chute généralisée des cours des matières premières (cf. graphique 4), dans un contexte de nouvel essoufflement de l'activité dans les pays émergents, et plus particulièrement en Chine. Par exemple, le cours du pétrole de type Brent exprimé en euros s'est affaibli de 36 % en 2015, après qu'il s'était déjà replié de 10 % en 2014. La baisse des coûts s'est partiellement répercutée sur les prix de vente des entreprises manufacturières : si, d'un côté, les montants vendus se sont réduits, de l'autre, l'indice global de production manufacturière, tel que calculé par le SPF Économie, a grimpé sur l'ensemble de 2014 et de 2015 : il est ainsi passé de 106,2 en décembre 2013 à 107,6 en décembre 2014, puis à 108,3 en décembre 2015. Logiquement, les branches manufacturières affichant les hausses de résultat les plus significatives depuis deux ans sont aussi les plus intensives en matières premières, comme la chimie, la métallurgie, la pétrochimie et le raffinage.

À l'opposé, l'industrie agroalimentaire a affiché des prestations moins favorables en 2015, en raison principalement des difficultés rencontrées par les producteurs de sucre, lesquels ont été affectés par la chute mondiale des cours sucriers et par les anticipations liées à la fin des quotas européens, programmée pour 2017. Enfin, les évolutions dans l'industrie pharmaceutique ont à nouveau été brouillées par des opérations ponctuelles dans un certain nombre d'entreprises, telles que des refacturations intra-groupe de frais de recherche ou des modifications apportées à un plan d'amortissement de licences. Il ne faut cependant pas perdre de vue que, même s'ils ont récemment été mitigés, les résultats de la pharmacie comme de l'agroalimentaire ont été sensiblement meilleurs que ceux de la plupart des branches industrielles depuis la récession de 2008-2009 : dans l'ensemble, l'industrie pharmaceutique a tiré parti de son caractère innovant, reflété entre autres par un taux de valeur ajoutée et par des investissements en recherche largement supérieurs à ceux des autres branches industrielles. L'agroalimentaire, pour sa part, a été en grande partie préservé des fluctuations internationales grâce à sa nette orientation vers le marché intérieur.

2.3.2 Branches non manufacturières

Si l'effet de la baisse des cours des matières premières a également été ressenti dans les principales branches non manufacturières, il y a été beaucoup plus limité, vu la part nettement moins importante que représentent les matières premières dans leurs achats, qui sont surtout

TABLEAU 7 ÉVOLUTION DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DU RÉSULTAT D'EXPLOITATION, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)

	Valeur ajoutée		Résultat net d'exploitation		p.m. Importance, en pourcentage, des branches dans la valeur ajoutée totale en 2015 e
	2014	2015 e	2014	2015 e	
Industrie manufacturière	2,5	3,5	17,0	23,7	26,7
dont:					
Industries agricoles et alimentaires	5,3	-0,3	5,9	-9,1	4,2
Textiles, vêtements et chaussures	8,4	6,4	54,9	13,3	0,9
Bois, papier et imprimerie	0,3	0,4	31,9	4,0	1,6
Industrie chimique	8,5	8,8	41,9	55,9	4,3
Industrie pharmaceutique	1,9	-0,6	-27,5	43,7	3,1
Métallurgie et travail des métaux	1,2	3,6	133,9	26,3	3,6
Fabrications métalliques	0,6	1,0	6,4	7,3	4,9
Branches non manufacturières	1,0	4,0	-4,2	9,1	73,3
dont:					
Commerce de véhicules automobiles	7,0	6,9	26,1	26,2	2,6
Commerce de gros ⁽¹⁾	0,4	5,8	17,8	21,5	12,6
Commerce de détail ⁽¹⁾	1,1	1,5	-3,6	-6,9	6,4
Hébergement et restauration	5,5	5,1	36,1	11,4	2,1
Information et communication	0,7	2,8	1,3	7,5	6,7
Activités immobilières	5,2	4,6	4,0	1,8	3,2
Services aux entreprises	6,1	2,9	-9,4	0,0	15,6
Énergie, eau et déchets	-5,5	5,7	8,7	-7,2	4,7
Construction	-0,5	2,4	-3,1	7,8	7,6
Total	1,4	3,9	1,0	13,2	100,0

Source: BNB.

(1) Hors commerce de véhicules automobiles.

composés de consommables, de fournitures et de marchandises⁽¹⁾. Les dynamiques non manufacturières ont par ailleurs été plus variées, car tributaires de particularités sectorielles. Les sous-branches du commerce sont particulièrement représentatives de cette situation.

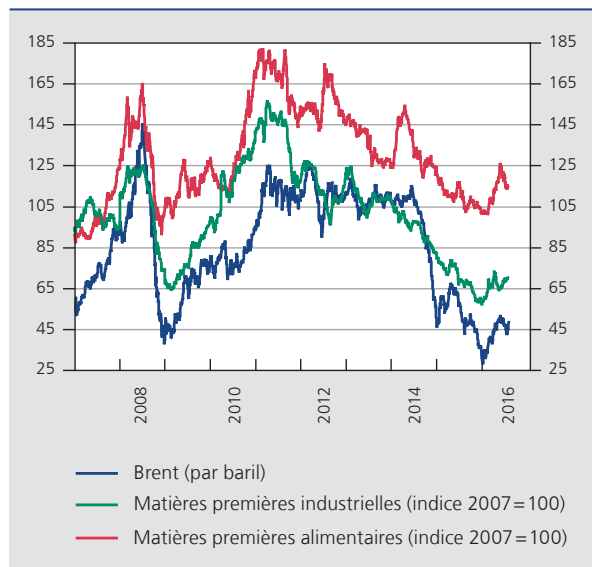
Ainsi, les tendances du compte d'exploitation dans le commerce de gros se sont avérées assez proches de celles

observées dans l'industrie, à savoir une diminution des montants vendus concomitante à une réduction plus substantielle des montants achetés. Ces évolutions similaires s'expliquent par les liens étroits qui existent entre les deux branches, ainsi que par le fait que certains grossistes exercent pour partie des activités industrielles ou connexes, en particulier dans les domaines pétrochimique et pharmaceutique.

Le commerce de véhicules et d'équipements associés a également profité de la baisse des cours des matières premières (notamment dans le secteur des pneumatiques), mais aussi d'un contexte plus favorable, les ménages faisant notamment montre d'une plus grande propension à acheter des biens durables. Le nombre d'immatriculations de véhicules neufs en Belgique a ainsi

(1) Au sens comptable, les matières premières sont les objets et substances acquis par l'entreprise et destinés à être incorporés aux produits fabriqués et traités. Les matières consommables et les fournitures sont les objets, matières ou fournitures acquis par l'entreprise et destinés à concourir, par leur consommation, au premier usage ou, rapidement, à la fabrication ou à l'exploitation, et ce sans entrer dans la composition des produits fabriqués ou traités. Les marchandises sont les biens corporels acquis par l'entreprise en vue de leur revente tels quels ou sous le bénéfice de conditionnements mineurs. Cf. à ce sujet l'avis 132/7 de la Commission des normes comptables (« Comptabilisation et valorisation des stocks ») (www.cnc-cbn.be).

GRAPHIQUE 4 COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES
(données journalières, en dollars des États-Unis)



Source: HWWI.

bondi à 632 358 en 2015, contre 600 102 en 2014 et 592 055 en 2013⁽¹⁾.

Dans le commerce de détail, si les ventes ont poursuivi leur progression parallèlement au raffermissement de la consommation privée, la valeur ajoutée n'a que très légèrement augmenté : les marges sont en effet à nouveau restées sous pression, dans un environnement toujours caractérisé par une forte concurrence. Les deux dernières années ont en outre été marquées par une vaste restructuration chez l'un des principaux distributeurs, ce qui s'est traduit par une contraction du résultat d'exploitation en raison des provisions y afférentes.

2.3.3 Construction

Enfin, les résultats globaux de la construction ont à nouveau été largement influencés par le génie civil, et plus spécialement par les activités de dragage et de construction maritime, qui sont surtout exercées par de (très) grandes entreprises. Le graphique 5 montre la décomposition de la valeur ajoutée de la construction entre ses principales sous-branches, en fonction de la taille des entreprises. Il permet de constater les différences structurelles qui existent entre les grandes entreprises et les PME de la construction. 28 % de la

valeur ajoutée des grandes entreprises est ainsi issue du génie civil (dont plus de la moitié dans le domaine du dragage et de la construction maritime), contre seulement 6 % pour les PME. Les grandes entreprises sont également plus présentes dans la construction générale, avec une part de 29 %, contre 19 % pour les PME. À l'inverse, les PME sont nettement plus actives dans les travaux d'installation (tels que l'électricité, la plomberie, le chauffage, la ventilation et l'isolation) et de finition (comme la menuiserie, le revêtement de sols et de murs, la peinture et la vitrerie) : 49 % de leur valeur ajoutée est en effet issue de ces branches, contre 24 % pour les grandes entreprises.

Ces différences entre les deux catégories d'entreprises ont de lourdes répercussions sur l'évolution de leurs comptes de résultats, les conditions de marché étant très variables d'une sous-branche à l'autre : les entreprises du génie civil sont en partie dépendantes de l'environnement international et de l'obtention de marchés publics spécifiques ; de plus, comme dans la construction générale, elles sous-traitent généralement une large part de leurs contrats. Au contraire, les PME réalisant des travaux d'installation et de finition sont nettement plus tributaires de la demande intérieure, et elles interviennent régulièrement en tant que sous-traitants.

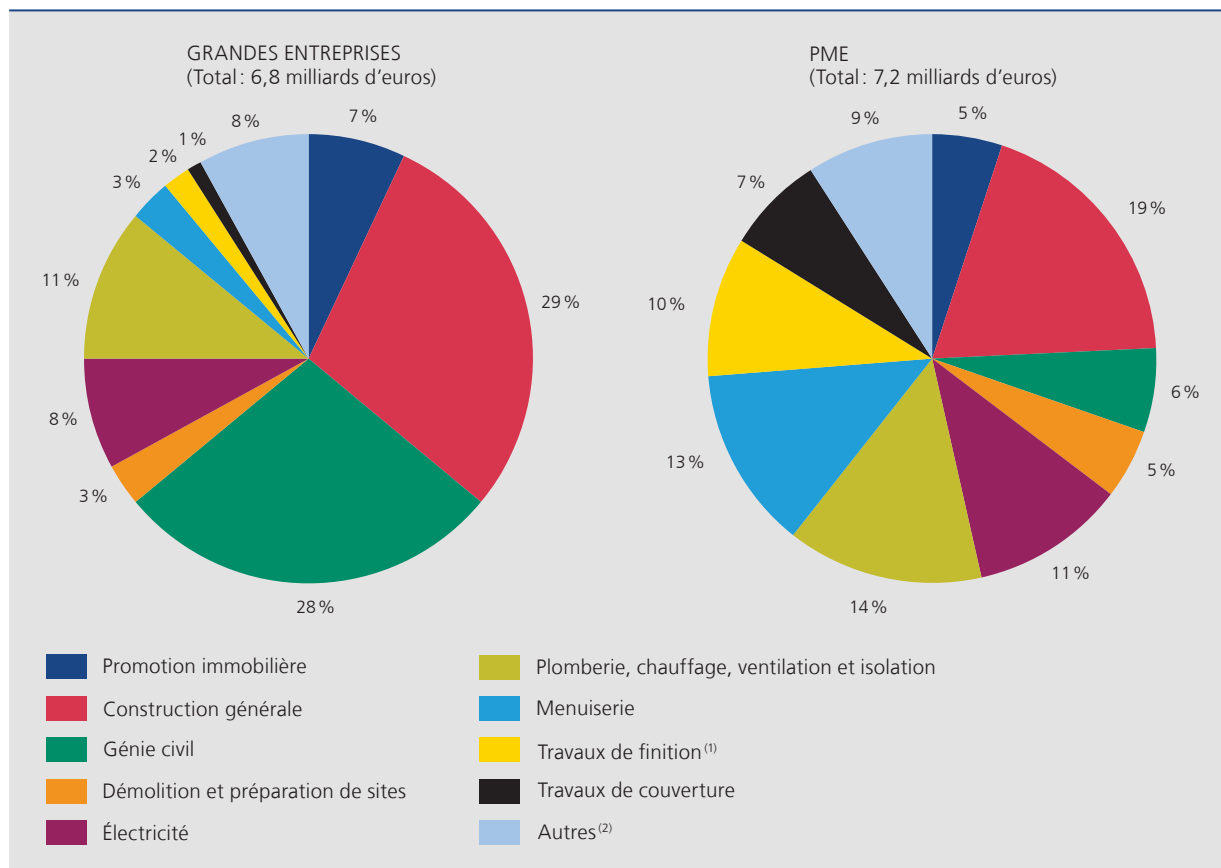
La valeur ajoutée totale générée par la construction est passée de 13,3 milliards d'euros en 2011 à 14,3 milliards d'euros en 2015, ce qui représente une croissance de 7 %. Comme il ressort du tableau 8, ce sont principalement les grandes entreprises de génie civil qui sont à l'origine de cette hausse, avec une valeur ajoutée totale passant de 1,6 à 2,2 milliards d'euros au cours de cette même période, l'essentiel de cet écart étant lié aux activités déjà citées de dragage et de construction maritime. Les grandes entreprises ont aussi progressé significativement dans d'autres sous-branches, dont la promotion immobilière, la plomberie et activités associées, l'électricité et la construction générale. À l'inverse, la valeur ajoutée totale des PME s'est légèrement érodée sur la même période, avec un total revenant de 7,4 à 7,2 milliards d'euros. Ce tassement est largement imputable au génie civil et à la construction générale, tandis que les autres sous-branches ont stagné ou modestement augmenté.

Les évolutions présentées au tableau 8 doivent être interprétées avec recul, en raison notamment des transferts de valeur ajoutée liés à la sous-traitance et au détachement de travailleurs étrangers. Sur ce dernier point, il convient de noter que, selon les chiffres de l'ONSS, établis à partir des déclarations Limosa⁽²⁾, le nombre de travailleurs étrangers détachés en Belgique est passé de 90 000 en 2007 à

(1) Source: Febiac.

(2) Déclaration préalable et obligatoire à l'occupation de travailleurs détachés en Belgique.

GRAPHIQUE 5 VENTILATION DE LA VALEUR AJOUTÉE DANS LES SOUS-BRANCHES DE LA CONSTRUCTION, EN FONCTION DE LA TAILLE DES ENTREPRISES (2015)



Source : BNB.

(1) Dont, principalement, les travaux de plâtrerie, de revêtement de sols et de murs, de peinture et de vitrerie.

(2) Dont, principalement, les travaux d'étanchéement, de rejointoiement, de ravalement de façades, de restauration et de pose de chapes.

216 000 en 2014, près de 60 % d'entre eux étant occupés par des sociétés de construction⁽¹⁾. Tant la sous-traitance que le détachement de travailleurs étrangers impliquent une hausse de la consommation intermédiaire pour les entreprises qui y recourent (via la rubrique « services et biens divers »), et donc une baisse mécanique de la valeur ajoutée. En outre, le détachement de travailleurs étrangers pèse sur le volume d'activité des entreprises domestiques, en particulier lorsque les conditions de travail de ceux-ci sont moins contraignantes et leurs rémunérations inférieures.

2.4 Perspective régionale

Cette section propose une mise en perspective régionale des résultats. Cette analyse repose sur une ventilation des comptes annuels en fonction de la région d'implantation

(1) Sur le détachement de travailleurs étrangers dans la construction, cf. par exemple l'encadré 4 du Rapport annuel 2015 de la Banque (« Les détachements de travailleurs dans la construction »).

des sociétés, sur la base des données de l'Institut des comptes nationaux. L'attention se porte principalement sur les contributions sectorielles à la croissance de la valeur ajoutée dans chaque région depuis la récession de 2008-2009.

2.4.1 Ventilation régionale

Pour les sociétés unirégionales, c'est-à-dire les firmes dont le siège social et le (ou les) siège(s) d'exploitation se situent dans une seule et même région, l'affectation à une région est immédiate. En 2014, les sociétés unirégionales étaient au nombre de 346 915, soit 99,5 % des entreprises étudiées. Il s'agit essentiellement de (très) petites entités : 60 % d'entre elles ne déclarent pas de travailleurs au registre du personnel, et leur valeur ajoutée moyenne est légèrement inférieure à 400 000 euros.

Les sociétés multirégionales, c'est-à-dire celles établies dans plus d'une région, étaient au nombre de 1 854 en 2014, parmi lesquelles 445 étaient présentes dans les trois

TABLEAU 8 ÉVOLUTION DE LA VALEUR AJOUTÉE DANS LES SOUS-BRANCHES DE LA CONSTRUCTION

(millions d'euros)

	2011	2012	2013	2014	2015 e	Différence 2015-2011
Grandes entreprises						
Promotion immobilière	376	465	571	470	488	+112
Construction générale	1 890	2 008	1 937	2 002	2 011	+120
Génie civil	1 598	1 889	2 106	1 936	2 156	+558
Démolition et préparation de sites	177	178	187	177	178	+1
Électricité	435	474	505	525	529	+94
Plomberie, chauffage et associés	598	651	694	737	742	+143
Menuiserie	179	198	196	197	202	+23
Travaux de finition ⁽¹⁾	153	125	131	149	149	-4
Travaux de couverture	78	77	71	78	72	-6
Autres ⁽²⁾	427	487	499	525	609	+182
Total	5 911	6 552	6 897	6 796	7 136	+1 223
PME						
Promotion immobilière	395	428	405	389	385	-10
Construction générale	1 397	1 355	1 294	1 326	1 308	-89
Génie civil	524	483	451	430	421	-103
Démolition et préparation de sites	397	401	401	389	397	+1
Électricité	852	896	817	796	820	-32
Plomberie, chauffage et associés	1 003	1 012	1 023	1 015	1 037	+34
Menuiserie	952	943	942	961	972	+21
Travaux de finition ⁽¹⁾	795	765	747	749	764	-31
Travaux de couverture	477	474	461	487	478	+2
Autres ⁽²⁾	607	596	574	609	626	+19
Total	7 397	7 353	7 116	7 150	7 208	-189
Total général	13 308	13 905	14 013	13 946	14 344	+1 036

Source : BNB.

(1) Dont, principalement, les travaux de plâtrerie, de revêtement de sols et de murs, de peinture et de vitrerie.

(2) Dont, principalement, les travaux d'étanchement, de rejointoiement, de ravalement de façades, de restauration et de pose de chapes.

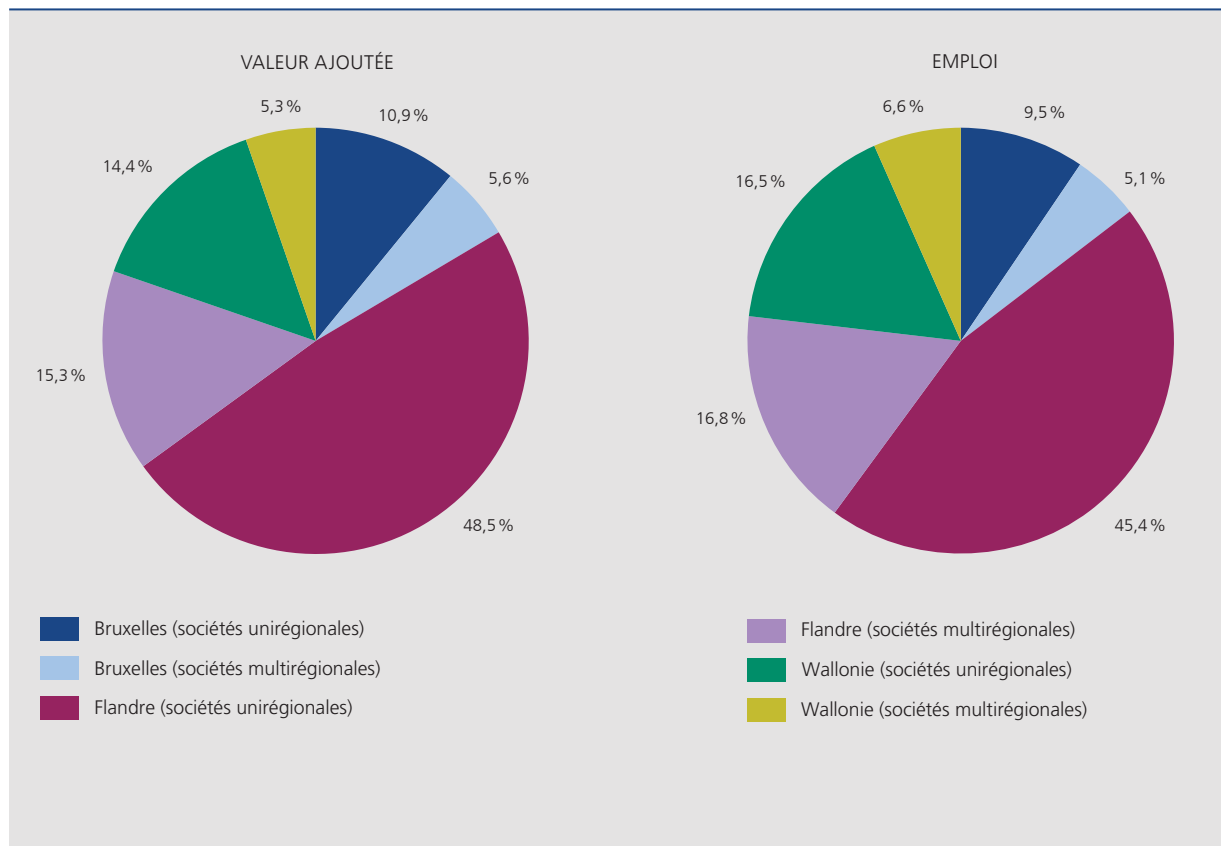
régions. Il s'agit pour la plupart d'entreprises de plus grande taille: leur valeur ajoutée moyenne est supérieure à 26 millions d'euros. Pour ces firmes, les rubriques des comptes annuels sont réparties au prorata du nombre d'emplois dans chaque région, ce qui revient à poser l'hypothèse de la proportionnalité entre l'emploi et les postes comptables. Les sociétés multirégionales représentant un peu plus d'un quart de la valeur ajoutée et de l'emploi totaux, l'essentiel de la ventilation régionale n'est donc pas affecté par cette hypothèse. Il faut également noter que l'Institut des comptes nationaux suit lui aussi une méthode proportionnelle pour établir les comptes régionaux.

Le graphique 6 montre les ventilations régionales de la valeur ajoutée et de l'emploi obtenues sur la base de

ces traitements. En 2015, les sociétés bruxelloises constituaient 16,4 % de la valeur ajoutée totale, dont 10,9 % émanaient de sociétés unirégionales et 5,6 % de sociétés multirégionales. La Flandre s'arrogeait quant à elle 63,8 % du total (48,5 % + 15,3 %), et la Wallonie 19,7 % (14,4 % + 5,3 %). En raison de leur nombre, et en dépit de leur taille relativement réduite, les sociétés unirégionales comptent donc pour près de deux tiers ou plus de la valeur ajoutée dans chacune des régions. Si la ventilation régionale en fonction de l'emploi donne des résultats proches de ceux obtenus à partir de la valeur ajoutée, certaines différences se manifestent: on constate, entre autres, que la part wallonne augmente, au détriment principalement de la part bruxelloise, sous l'effet, notamment, de l'apport plus important de branches intensives

GRAPHIQUE 6 VENTILATIONS RÉGIONALES DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DE L'EMPLOI EN 2015

(pourcentages)



Source : BNB.

en emploi à l'économie du Sud du pays, telles que le commerce de détail et la construction. Enfin, il est à noter que ces parts régionales sont demeurées très stables au cours des dix dernières années.

La décomposition sectorielle de la valeur ajoutée fait apparaître certaines spécificités régionales (cf. tableau 9). Ainsi, en raison de sa condition de région-métropole, Bruxelles se distingue par une forte spécialisation dans les branches non manufacturières (91 % de la valeur ajoutée de la région), en particulier dans les services aux entreprises (dont les activités juridiques, comptables, informatiques, de consultation et de recherche), les télécommunications, l'immobilier et l'horeca. Par ailleurs, il convient de noter que, dans la mesure où de nombreux sièges sociaux sont installés dans la capitale, une partie de la valeur ajoutée allouée à la région est liée à des activités de support qui, si elles ne sont pas directement opérationnelles, n'en concourent pas moins à la formation de la valeur ajoutée des entreprises.

Globalement, les structures sectorielles de la Flandre et de la Wallonie sont plus proches et se caractérisent par une

part manufacturière nettement plus prononcée, de l'ordre de 30 %. Les deux régions sont néanmoins différentes à de nombreux égards. Ainsi, la Flandre est relativement plus spécialisée dans la chimie de base, la logistique (portuaire), le commerce de gros de matières premières et industrielles, l'industrie automobile, les activités de leasing, ou encore le dragage et la construction maritime. La Wallonie est pour sa part davantage orientée vers les activités pharmaceutiques et aéronautiques, les industries du verre et du ciment, ou encore la transmission de données financières.

2.4.2 Contributions sectorielles depuis 2007

2.4.2.1 Industrie manufacturière

C'est à Bruxelles que la valeur ajoutée manufacturière a, de loin, le plus progressé depuis 2007 (+14,6 %). Cette hausse est principalement liée à la présence dans la capitale du siège central d'une grande entreprise de chimie et, accessoirement, à la bonne tenue de l'activité chez un constructeur automobile (classé dans

TABLEAU 9 STRUCTURES RÉGIONALES DE LA VALEUR AJOUTÉE EN 2015

(pourcentages du total, sauf mention contraire)

	Bruxelles	Flandre	Wallonie	Belgique
Industrie manufacturière	8,9	30,1	30,6	26,7
dont :				
Industries agricoles et alimentaires	1,6	4,9	4,3	4,2
Textiles, vêtements et chaussures	0,1	1,2	0,3	0,9
Bois, papier et imprimerie	0,3	1,8	1,8	1,6
Industrie chimique	2,2	5,1	3,1	4,3
Industrie pharmaceutique	0,7	2,7	6,3	3,1
Métallurgie et travail des métaux	0,7	4,0	4,6	3,6
Fabrications métalliques	2,6	5,3	5,7	4,9
Branches non manufacturières	91,1	69,9	69,4	73,3
dont :				
Commerce de véhicules automobiles	1,5	2,8	3,1	2,6
Commerce de gros	14,4	13,2	9,2	12,6
Commerce de détail	4,9	6,0	9,3	6,4
Transport et entreposage	10,0	8,2	5,0	7,9
Hébergement et restauration	3,6	1,7	2,0	2,1
Information et communication	14,2	5,3	5,0	6,7
Activités immobilières	5,7	2,8	2,5	3,2
Services aux entreprises	21,8	15,0	12,4	15,6
Énergie, eau et déchets	5,9	3,9	6,2	4,7
Construction	4,2	8,2	8,3	7,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>p.m. Total de la valeur ajoutée en 2015 e</i>	<i>31 011</i>	<i>120 368</i>	<i>37 219</i>	<i>188 597</i>

Source : BNB.

les « fabrications métalliques »). L'incidence de cette évolution sur l'économie bruxelloise dans son ensemble est toutefois restée limitée car, comme on l'a souligné ci-avant, cette dernière est peu orientée vers les activités industrielles.

En Flandre et en Wallonie, la valeur ajoutée manufacturière a augmenté dans des proportions nettement plus modestes, soit de respectivement 5,0 et 2,7%. Au Nord du pays, la contribution la plus significative a été apportée par l'industrie agroalimentaire, au sein de laquelle de nombreuses sous-branches ont évolué positivement depuis 2007, telles la transformation et la conservation de fruits et de légumes, les boulangeries et les pâtisseries industrielles, les brasseries, l'industrie laitière et la fabrication de sucre et de confiseries. L'activité

manufacturière flamande a également été soutenue par les industries chimique (surtout les produits de base) et pharmaceutique. Les autres branches manufacturières ont au contraire contribué négativement à la croissance, sous l'effet de fermetures d'unités de production ou de réductions d'activité, notamment dans la sidérurgie et la construction automobile.

En Wallonie, conformément à la tendance de long terme, l'industrie pharmaceutique est restée, de loin, le premier moteur de la croissance manufacturière, à la suite de la nouvelle progression de l'activité et en dépit d'une légère érosion des marges. La principale autre contribution positive en Wallonie a été fournie par certaines industries technologiques spécialisées, entre autres, dans les activités aéronautiques et spatiales, ou encore dans

TABEAU 10 CONTRIBUTIONS SECTORIELLES À LA CROISSANCE DE LA VALEUR AJOUTÉE DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE, ENTRE 2007 ET 2015

(contributions en points de pourcentage à la variation totale, sauf mention contraire)

	Bruxelles		Flandre		Wallonie	
	Contribution (pourcentages)	Rang (unités)	Contribution (pourcentages)	Rang (unités)	Contribution (pourcentages)	Rang (unités)
Industries agricoles et alimentaires	+2,1	3	+4,1	1	+1,9	3
Textiles, vêtements et chaussures	-3,5	8	-0,4	4	-0,1	6
Bois, papier et imprimerie	-2,7	7	-0,8	6	-1,4	7
Industrie chimique	+11,1	1	+2,8	3	+0,4	4
Industrie pharmaceutique	+1,4	4	+3,3	2	+7,0	1
Métallurgie et travail des métaux	+0,8	6	-1,9	8	-7,8	8
Fabrications métalliques	+4,5	2	-1,4	7	+2,9	2
Autres branches manufacturières	+0,9	5	-0,6	5	0,0	5
Total⁽¹⁾	+14,6		+5,0		+2,7	
<i>p.m. Importance de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée régionale en 2015 e (pourcentages)</i>		8,9		30,1		30,6

Source : BNB.

(1) Pourcentages de variation entre 2007 et 2015, à prix courants.

la fabrication de machines à usage médical (branche des « fabrications métalliques »). À l'inverse, la métallurgie du Sud du pays a été lourdement touchée par les suites de la récession de 2008-2009, qui a, entre autres, débouché sur plusieurs vastes restructurations dans la sidérurgie.

2.4.2.2 Branches non manufacturières

En guise de préalable, il convient de rappeler que, sur le long terme et dans toutes les régions, la croissance des branches de services a été stimulée par la tendance des entreprises à externaliser les tâches qu'elles considèrent comme secondaires. Si le regroupement « services aux entreprises » a été particulièrement affecté par ce phénomène, cela a également été le cas d'autres services, comme les activités logistiques et de distribution (regroupements « transport et entreposage » et « commerce de gros »).

À Bruxelles, l'expansion des activités non manufacturières a ainsi été très largement portée par les services aux entreprises, parmi lesquels les activités juridiques, de consultance, d'ingénierie, de recherche et développement et de nettoyage. À l'exception de l'immobilier, la plupart des autres branches non manufacturières ont apporté des contributions très limitées, voire négatives, à la croissance bruxelloise.

En Flandre et en Wallonie, les services aux entreprises ont également été les premiers contributeurs à la croissance non manufacturière, sous l'impulsion des principales activités composant le regroupement. Par rapport à Bruxelles, les deux régions ont toutefois affiché des profils plus diversifiés, la quasi-totalité des branches non manufacturières apportant des contributions positives. La Flandre et la Wallonie présentent néanmoins un certain nombre de spécificités. Ainsi, la Flandre se différencie, comme dans le passé, par un apport sensiblement plus prononcé du commerce de gros, en particulier de produits industriels et alimentaires, ainsi que de machines. La branche du transport a pour sa part contribué de façon plus mitigée qu'auparavant à la croissance flamande, en raison surtout de résultats moins favorables dans le transport maritime de fret (dans un contexte international moins porteur depuis plusieurs années), qui ont été partiellement compensés par de bonnes prestations dans les domaines du stockage et de l'entreposage (notamment de liquides). Quant à la Wallonie, elle se distingue tout spécialement par la contribution relativement importante des « autres branches non manufacturières », qui s'explique pour l'essentiel par la croissance de sociétés rendant des services financiers auxiliaires, tels les systèmes de paiements internationaux et la transmission de données financières.

TABLEAU 11 CONTRIBUTIONS SECTORIELLES À LA CROISSANCE DE LA VALEUR AJOUTÉE DANS LES BRANCHES NON MANUFACTURIÈRES, ENTRE 2007 ET 2015

(contributions en points de pourcentage à la variation totale, sauf mention contraire)

	Bruxelles		Flandre		Wallonie	
	Contribution (pourcentages)	Rang (unités)	Contribution (pourcentages)	Rang (unités)	Contribution (pourcentages)	Rang (unités)
Commerce de véhicules	-0,3	7	+1,0	10	+1,0	7
Commerce de gros	-0,4	8	+2,6	3	+0,3	10
Commerce de détail	+1,2	3	+2,4	4	+3,0	3
Transport et entreposage	+0,1	6	+1,1	9	-1,0	11
Hébergement et restauration	+0,6	5	+1,0	11	+1,2	6
Information et communication	-1,8	11	+2,3	5	+0,7	9
Activités immobilières	+2,0	2	+1,9	6	+1,3	5
Services aux entreprises	+10,2	1	+8,5	1	+6,8	1
Énergie, eau et déchets	-1,1	10	+1,5	8	+0,9	8
Construction	+0,7	4	+3,3	2	+2,1	4
Autres branches non manufacturières ⁽¹⁾	-0,8	9	+1,9	7	+5,2	2
Total⁽²⁾	+10,4		+27,4		+21,5	
<i>p.m. Importance des branches non manufacturières dans la valeur ajoutée régionale en 2015 e (pourcentages)</i>		91,1		69,9		69,4

Source : BNB.

(1) En termes de valeur ajoutée, le regroupement « Autres branches non manufacturières » a pour principale composante les activités auxiliaires de services financiers et d'assurance (40 % du total). Le reste du regroupement contient notamment les activités culturelles et artistiques, les activités sportives et récréatives, l'organisation de jeux de hasard et les services personnels tels que la coiffure, les soins de beauté ou les services funéraires.

(2) Pourcentages de variation entre 2007 et 2015, à prix courants.

3. Évolution de la situation financière des sociétés

L'analyse financière qui suit s'appuie sur la théorie d'interprétation des comptes annuels, à laquelle des ratios financiers sont empruntés. Les définitions de ces ratios figurent à l'annexe 4. Les ratios financiers sont présentés sous la forme de globalisations et de médianes. La globalisation d'un ratio divise la somme des numérateurs de toutes les sociétés par la somme de leurs dénominateurs. Le ratio globalisé est donc une moyenne pondérée, au moyen de la part de chaque entreprise dans le dénominateur du ratio. Ainsi, la moyenne globalisée représente la situation des entreprises ayant la plus grande valeur au dénominateur. La médiane correspond à la valeur centrale d'une distribution ordonnée, où 50 % des sociétés ont un ratio dont la valeur est supérieure à la médiane et 50 % un ratio dont la valeur y est inférieure. L'utilisation de ces deux concepts vise à réaliser une analyse complémentaire. Comme les globalisations sont influencées par les valeurs extrêmes (outliers), la médiane est importante pour

contrer ces valeurs extrêmes. Par ailleurs, la moyenne globalisée permet d'esquisser plutôt la situation sous l'angle macroéconomique et mésoéconomique, tandis que la médiane éclaire la situation microéconomique.

3.1 Rentabilité

La présente section analyse la rentabilité d'une société par rapport aux ventes, aux capitaux propres et au total bilancaire, ainsi qu'aux actifs d'exploitation. Enfin, elle examine également l'incidence de la politique de distribution des bénéfices.

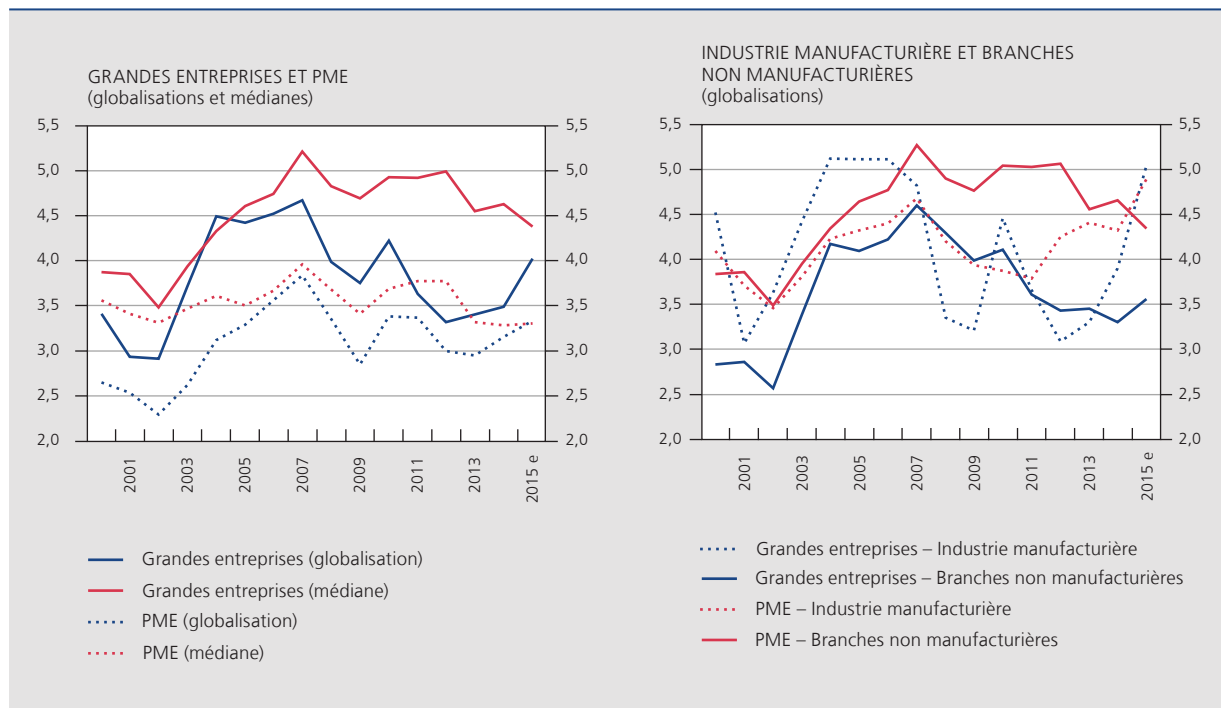
3.1.1 Marge nette sur ventes

La rentabilité des ventes peut se mesurer à l'aide de la marge nette sur ventes⁽¹⁾, qui donne un aperçu de

(1) La marge nette sur ventes est égale au rapport entre le résultat net d'exploitation et les ventes.

GRAPHIQUE 7 MARGE NETTE SUR VENTES

(pourcentages)



Source : BNB.

l'efficacité relative de l'entreprise après déduction de l'ensemble des charges d'exploitation, en ce compris les amortissements, les réductions de valeur et les provisions de l'entreprise. Elle fournit une indication sur la capacité de l'entreprise de dégager un résultat d'exploitation des produits des ventes qui soit positif après soustraction de l'ensemble des frais opérationnels, hors éléments financiers, exceptionnels et fiscaux.

La marge nette sur ventes des PME est, pratiquement tout au long de la période, supérieure à celle des grandes entreprises, ce qui signifie que, pour 100 euros de ventes, les PME conservent un pourcentage de bénéfice d'exploitation supérieur. L'analyse ne tient toutefois compte que des PME pour lesquelles il a été possible de calculer une marge nette sur ventes, soit les PME dont le chiffre d'affaires est renseigné dans les comptes annuels. Cette rubrique étant facultative dans les schémas abrégés, de moins en moins de PME déclarent le produit de leurs ventes, ce qui peut modifier le résultat de l'analyse.

L'écart entre la marge nette sur ventes globalisée des PME et celle des grandes entreprises s'est toutefois réduit au cours des dernières années considérées (2014-2015). Différentes raisons peuvent expliquer cette évolution. Les plus grandes entreprises industrielles ont

connu une baisse de leurs coûts de production en raison de la diminution des cours des matières premières et de la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain, qui a caractérisé la période allant de la mi-2014 au début de 2015 et qui leur a permis d'améliorer leur marge sur ventes. En revanche, les PME plus souvent actives sur le marché des services ont subi un effet plus faible de cette diminution des cours des matières premières. En outre, les grandes entreprises sont généralement de plus gros pourvoyeurs d'emplois, ce qui entraîne une charge relative accrue en frais de personnel, une rubrique des charges qui a progressé plus lentement que la valeur ajoutée (cf. tableau 5) ces deux dernières années (2014-2015). Comme mentionné précédemment, la croissance des coûts salariaux horaires dans l'économie totale s'est nettement ralenti pour atteindre 1,1 % en 2014 et 0,0 % en 2015 en raison d'un blocage des adaptations conventionnelles réelles dans le secteur privé pour la troisième année consécutive et du saut d'index⁽¹⁾ instauré le 1^{er} avril 2015. Cette charge relative plus faible des coûts salariaux en 2014 et 2015 s'est traduite, pour les grandes entreprises, par une légère amélioration de la marge nette sur ventes.

(1) Le saut d'index a été instauré par le gouvernement à compter du 1^{er} avril 2015. Cette mesure consiste en un gel de l'indexation des salaires tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

Entre 2002 et 2014, les PME non manufacturières ont affiché une marge nette sur ventes globalisée plus élevée que celles actives dans l'industrie manufacturière. Ce meilleur rendement des PME non manufacturières s'explique principalement par les marges nettement supérieures dans la branche d'activité « services aux entreprises », où 20 % des PME sont actives. Les « services aux entreprises » englobent les activités juridiques et comptables, le conseil de gestion, les services relatifs à la sécurité, le nettoyage des bâtiments, les services administratifs de bureau, les activités d'architecture et d'ingénierie, les activités des agences de voyage, la publicité et les études de marché, la recherche-développement et les autres activités spécialisées, scientifiques et techniques. Le degré élevé de spécialisation permet manifestement de dégager une meilleure rentabilité dans cette branche.

Jusqu'à la fin de 2007, les grandes entreprises de l'industrie manufacturière affichaient une marge nette sur ventes plus élevée que celles des autres branches, et ce sous l'impulsion de la chimie, de la pharmacie, du bois, du papier, de la métallurgie et du travail des métaux. Depuis 2008, il s'avère que la marge nette sur ventes de ces grandes entreprises industrielles a toutefois pâti plus fortement de la conjoncture baissière consécutive à la crise financière. Les diminutions les plus nettes ont été enregistrées dans les branches d'activité qui avaient soutenu la hausse auparavant, étant donné qu'elles sont particulièrement sensibles aux fluctuations conjoncturelles et à l'environnement international.

D'après les estimations pour 2015, l'on observe un redressement de la marge nette sur ventes globalisée, tant dans les grandes entreprises (5 %) que dans les PME (4,9 %) de l'industrie manufacturière. Ce rétablissement est principalement visible dans le raffinage, la chimie et la pharmacie, en raison de la baisse des cours des matières premières et de l'évolution modérée des coûts salariaux. En 2015, les PME actives dans les branches non manufacturières ont connu un recul limité de leur marge nette sur ventes globalisée (4,3 %) sous l'effet de la contraction des marges dans la branche « services aux entreprises » et dans la « construction », bien qu'en 2015, l'entreprise médiane ait atteint un niveau de marge nette sur ventes quasiment identique (3,4 %) à celui de 2014 (3,2 %).

3.1.2 Rentabilité économique et financière

Dans l'analyse de la rentabilité rapportée aux capitaux propres et au total bilantaire, on peut établir une distinction entre la rentabilité économique et la rentabilité financière d'une société. La rentabilité économique est mesurée par le rapport entre le résultat net avant impôts et charges financières et l'actif total. À cet égard, on a

volontairement fait abstraction des résultats exceptionnels, parce que ceux-ci sont non récurrents et que seul le résultat net des activités normales est visé. Le ratio constitue un indicateur de la santé économique de l'entreprise, indépendamment du mode de financement de ses activités. La rentabilité financière tient en revanche compte du mode de financement et est estimée dans la présente étude par la rentabilité nette des capitaux propres, qui divise le bénéfice avant impôts par le total des capitaux propres. Ce ratio donne donc une indication du rendement que tirent les actionnaires des activités courantes de l'entreprise, ici aussi hors résultats exceptionnels et impôts. Ces deux ratios de rentabilité sont calculés avant déduction des impôts, à des fins de comparabilité.

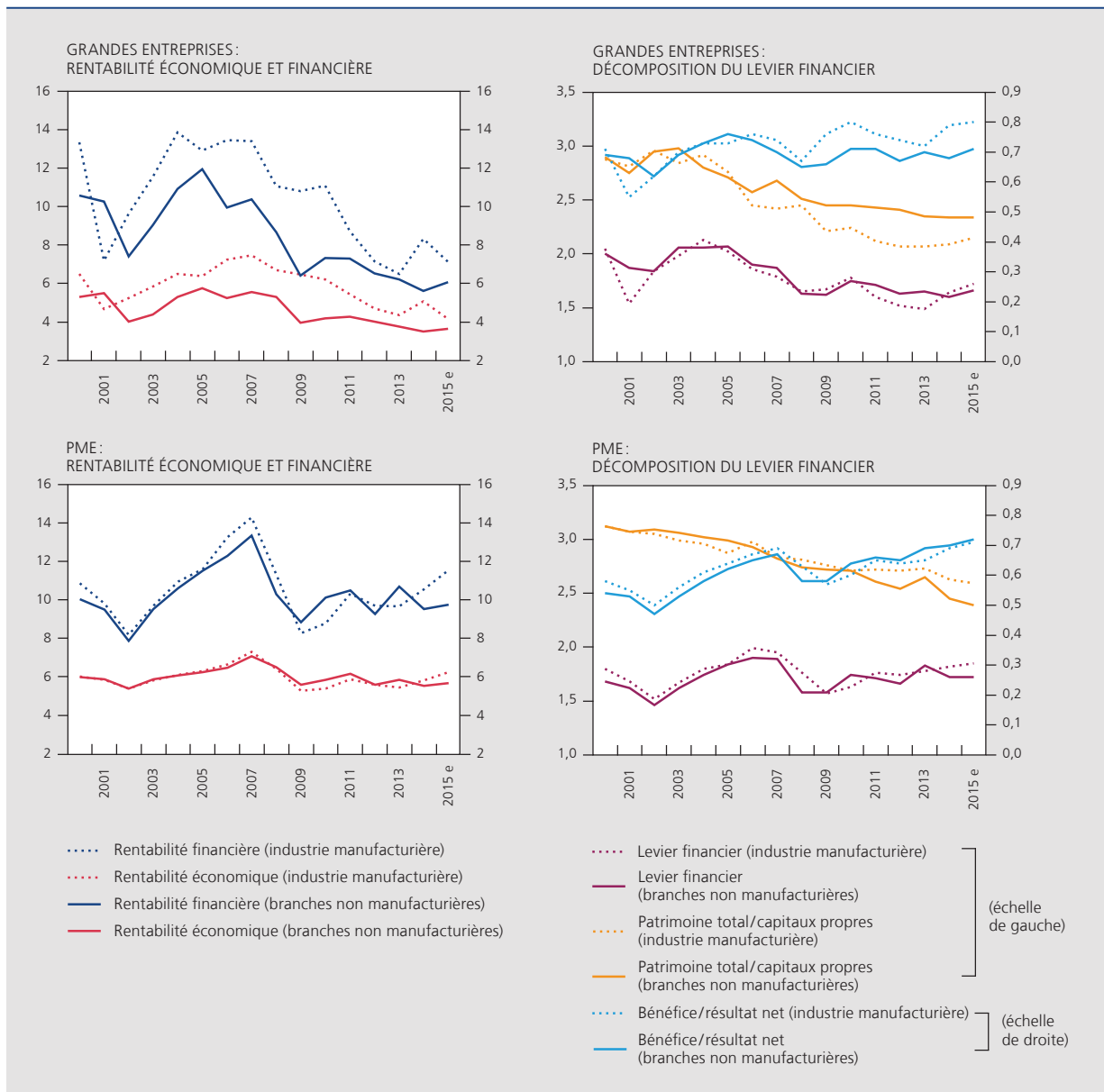
La différence entre la rentabilité économique et la rentabilité financière d'une entreprise peut s'expliquer par l'effet de levier financier. Si une entreprise peut faire appel à des sources externes de financement à un taux inférieur à sa rentabilité économique, elle accroît sa rentabilité financière. Son ratio de levier financier est alors supérieur à 1. En d'autres termes, la rentabilité financière de l'entreprise est déterminée par sa rentabilité économique augmentée de son effet de levier financier, lequel est influencé par la mesure dans laquelle l'entreprise se finance grâce à des capitaux de tiers et par les taux qui s'y rattachent. Il s'agit ici non seulement des charges d'intérêts des emprunts bancaires et obligataires, mais également des coûts éventuels liés aux dettes contractées auprès de sociétés du même groupe et des frais d'escompte à charge de l'entreprise sur la négociation de créances en cas d'affacturage.

La rentabilité économique globalisée des grandes entreprises et des PME s'inscrit en baisse après 2007. Si la rentabilité économique globalisée des PME a affiché son plus net recul au cœur de la crise financière, dans les années 2008-2009, elle s'est en revanche bien maintenue au cours des années suivantes (5,7 % en 2015). Les PME sont davantage tournées vers les activités de services, et plus particulièrement vers les services aux entreprises, ce qui les rend moins sensibles à la conjoncture baissière.

Les **grandes entreprises non manufacturières** affichent une évolution similaire, soit un net reflux de la rentabilité économique globalisée en 2008-2009, suivi d'un repli limité au cours des années suivantes, principalement dans les branches « énergie » et « services aux entreprises ». Ce déclin de la rentabilité économique globalisée des entreprises énergétiques provient vraisemblablement de la poursuite de la libéralisation du marché de l'énergie et de l'introduction du contrôle des prix de l'énergie. La transparence accrue permet aux clients résidentiels comme industriels de comparer attentivement les prix pratiqués par les différents fournisseurs. Les clients font par ailleurs

GRAPHIQUE 8 RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE GLOBALISÉES ET LEVIER FINANCIER VENTILÉS PAR TAILLE D'ENTREPRISE ET ACTIVITÉ

(pourcentages)



Source : BNB.

appel à de nombreux intermédiaires ainsi qu'à des mécanismes d'achats groupés. En outre, l'année 2014 a été caractérisée par une chute importante des ventes de gaz en raison de températures moyennes historiquement élevées. La dégradation de la rentabilité économique globalisée en matière de services aux entreprises est surtout significative en 2014 et 2015. Pour 2014, le repli est principalement imputable à une grande entreprise qui a mis fin à son financement à des sociétés intragroupes, entraînant une diminution des revenus d'intérêts qui en découlaient. S'agissant de 2015, ce reflux est principalement imputable

à une grande entreprise de la branche « recherche et développement dans le secteur des biotechnologies » qui a enregistré une forte augmentation de ses frais de R&D et des amortissements sur licences.

Sous l'influence de la conjoncture défavorable, la rentabilité économique globalisée des **grandes entreprises industrielles** suit une tendance nettement baissière après 2007. L'ensemble des branches de l'industrie manufacturière a régressé entre 2007 et 2013, le tassement le plus important concernant la métallurgie. L'influence de

l'environnement international moins favorable a entraîné la mise à l'arrêt temporaire, voire la fermeture, d'unités de production. L'industrie agricole et l'industrie chimique ont également enregistré une diminution importante de leur rentabilité économique. S'agissant de l'industrie chimique, cette contraction s'explique principalement par le resserrement des marges et par les fluctuations des prix des matières premières. La reprise de la croissance économique en 2014 se traduit par un redressement limité de la rentabilité économique des grandes entreprises, et ce dans presque toutes les branches industrielles. Toutefois, selon les estimations de 2015, la rentabilité économique globalisée s'infléchit dans la plupart des branches industrielles, tandis que la valeur médiane s'accroît. La raison en est que quelques grandes industries ont connu une importante baisse de leurs revenus de participations.

Le graphique 8 illustre une **rentabilité financière globalisée** supérieure à la rentabilité économique globalisée sur toute la période considérée, ce qui indique que, quelle que soit leur taille, les entreprises sont en mesure de contracter des dettes à un taux inférieur à leur rentabilité économique. La rentabilité financière globalisée des PME a affiché une reprise après 2009 grâce à une rentabilité économique relativement constante, ainsi qu'à un renforcement du levier financier, tant dans l'industrie manufacturière que non manufacturière. La progression du levier financier (de 1,57 % en 2009 à 1,85 % en 2015 pour les PME industrielles et de 1,58 % en 2009 à 1,72 % en 2015 pour les PME non industrielles) peut s'expliquer par le fait qu'au cours de la période 2009-2015, les PME ont bénéficié d'un avantage substantiel dans la mesure où les frais de souscription des nouveaux crédits se sont fortement repliés après 2008 (partie droite du graphique 14).

La rentabilité financière globalisée des **grandes entreprises** a quant à elle continué à se contracter d'année en année après la crise financière. Les grandes entreprises industrielles ont atteint leur seuil le plus bas depuis 16 ans (6,3 %) en 2013, tandis que celles des branches non manufacturières l'ont atteint (5,7 %) en 2014. Ces tassements sont d'une part imputables à un essoufflement de la rentabilité économique et, d'autre part, à un recul de l'effet de levier juste après la crise financière. Après 2009, le levier financier continue à osciller entre 1,6 et 1,7 %.

Le niveau moins élevé du multiplicateur de levier des grandes entreprises industrielles par rapport à celles des branches non manufacturières – surtout de 2010 à 2014 – découle principalement d'une différence de mode de financement de leurs activités respectives. Si les grandes entreprises industrielles ont plutôt eu recours à des capitaux propres, le financement des activités non

industrielles a pour sa part davantage reposé sur des capitaux issus de tiers.

3.1.3 Rentabilité nette des actifs d'exploitation

Alors qu'en termes globalisés, la marge nette sur ventes des grandes entreprises industrielles a encore progressé en 2015 d'après les estimations (cf. graphique 7), il n'en a pas été de même pour la rentabilité économique globalisée (cf. graphique 8). Le fait que ces deux indicateurs de rentabilité aient suivi des évolutions différentes en 2015 s'explique principalement par le repli des revenus financiers tirés des « participations dans des entreprises liées ». Outre leur cœur d'activité, certaines grandes firmes industrielles gèrent également des participations détenues dans des sociétés du même groupe, au titre desquelles elles perçoivent des « revenus financiers de participations ». En 2015, ces revenus financiers ont reflué pour les grandes entreprises industrielles, entraînant à la baisse leur rentabilité économique globalisée estimée.

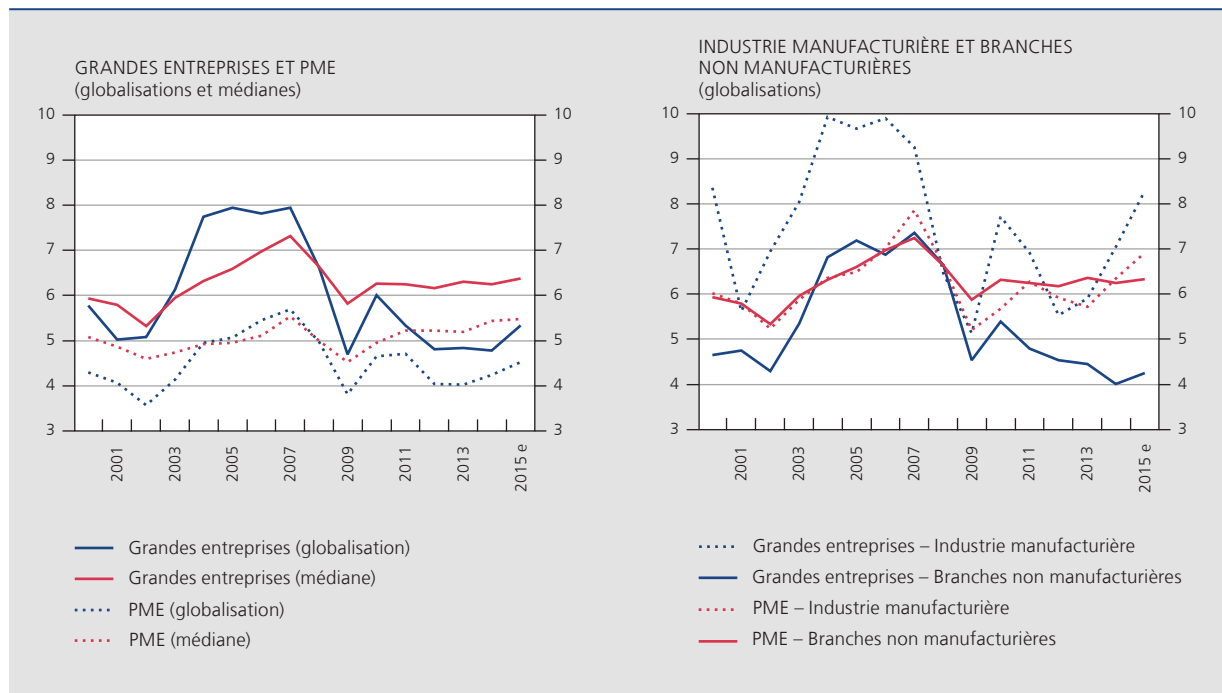
Afin de pouvoir faire abstraction de l'incidence financière des participations prises dans des entités du même groupe et des revenus qui en découlent, il est utile d'examiner l'évolution d'un ratio de rentabilité supplémentaire, à savoir la rentabilité nette des actifs d'exploitation. Ce ratio rapporte le résultat net d'exploitation aux actifs d'exploitation – définis comme la somme des immobilisations non financières, des stocks, des créances à un an au plus et des comptes de régularisation. Les rubriques de l'actif du bilan qui n'ont pas été citées (les immobilisations financières, les créances à plus d'un an, les placements de trésorerie et les liquidités) ne sont pas comptabilisées dans le dénominateur du ratio au motif qu'elles sont considérées comme une forme d'actif financier. Ce ratio de rentabilité exprime donc les prestations commerciales de l'entreprise par rapport aux éléments du bilan qui sont directement influencés par le fonctionnement opérationnel de la firme.

La rentabilité nette globalisée des actifs d'exploitation des grandes entreprises s'est redressée en 2015, en particulier auprès des grandes firmes industrielles opérant dans le secteur chimique, dans la métallurgie et le travail des métaux, ainsi que dans le raffinage. La principale explication réside dans l'allègement des coûts d'achat des matières premières (gaz naturel et pétrole, naphta, minerai de fer, charbon à coke, pellets, etc.), qui a permis de sensiblement réduire les coûts de production et de dégager un résultat opérationnel plus élevé.

La rentabilité économique globalisée et la rentabilité nette globalisée des actifs d'exploitation suivent des évolutions assez proches, indépendamment de la taille et de l'activité des firmes. Quelques divergences sont toutefois

GRAPHIQUE 9 RENTABILITÉ NETTE DES ACTIFS D'EXPLOITATION

(pourcentages)



Source : BNB.

à épingler, surtout en ce qui concerne les grandes entreprises opérant dans l'industrie manufacturière. Si ces deux ratios de rentabilité suivent des trajectoires divergentes, c'est notamment en raison de l'évolution des revenus financiers tirés de « participations dans des filiales ou dans des entreprises associées ».

3.1.4 Politique de dividendes

D'après les estimations, la rentabilité des entreprises belges a légèrement progressé en 2015, mais le taux d'investissement globalisé (cf. graphique 3) semble ne pas lui avoir emboîté le pas. Or, les investissements constituent un facteur important pour le potentiel de croissance des entreprises et pour que l'économie belge s'engage sur la voie d'une reprise durable à long terme. La conjonction d'investissements limités et de bilans solides peut permettre aux entreprises de disposer de la marge nécessaire pour continuer de verser des dividendes substantiels, alors même que des investissements supplémentaires sont précisément nécessaires pour assurer l'avenir. Cette thèse est examinée ci-après.

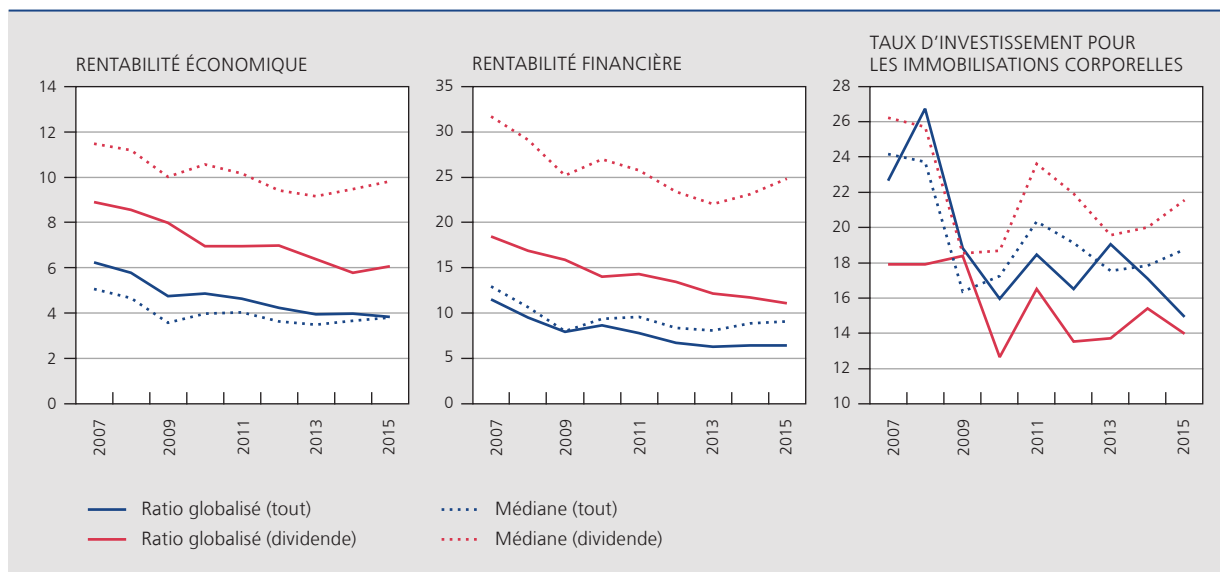
Sur la population analysée précédemment, seules les grandes entreprises qui ont déposé des comptes annuels pour un exercice de douze mois durant la période

comprise entre 2007 et 2015 et qui ont versé un dividende au cours de l'exercice concerné, sont considérées. Les chiffres portant sur l'exercice 2015 ne sont pas estimés dans la présente section sur la base d'un échantillon constant, comme c'est le cas dans le reste de l'étude. Pour 2015, seuls les comptes annuels qui portaient sur un exercice de douze mois et qui étaient disponibles dans la Centrale des bilans le 10 septembre 2016 sont pris en compte. Cette méthodologie peut quelque peu fausser la donne dans la mesure où ce sont surtout les firmes les plus performantes qui déposent leurs comptes annuels dans les temps. En d'autres termes, il est possible que pour 2015, les entreprises rentables soient surreprésentées dans l'échantillon de recherche.

En moyenne, 22% de l'ensemble des grandes entreprises versent un dividende. Il apparaît que les grandes firmes énergétiques sont celles qui proposent le plus fréquemment un intéressement aux bénéficiaires. Par ailleurs, les grandes sociétés opérant dans les branches du commerce automobile, de l'industrie alimentaire et des fabrications métalliques distribuent un dividende sur une base régulière. La part de grandes entreprises octroyant un dividende n'a que légèrement reflué durant la crise financière et au sortir de celle-ci (cf. graphique 11). Cette proportion s'est dans l'intervalle redressée et a progressé.

GRAPHIQUE 10 RATIOS GLOBALISÉS ET MÉDIANS POUR TOUTES LES GRANDES ENTREPRISES ET POUR TOUTES LES GRANDES ENTREPRISES DISTRIBUTRICES DE DIVIDENDES

(pourcentages)



Source : BNB.

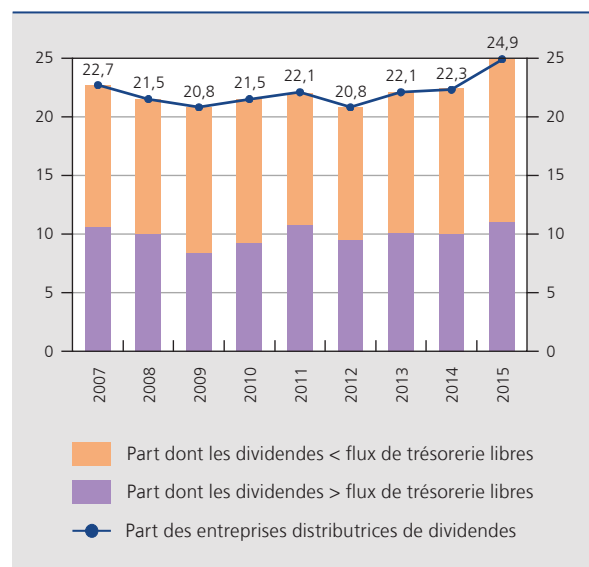
Il appert que les grandes entreprises qui émettent des parts bénéficiaires présentent une rentabilité économique et financière relativement meilleure, et ce qu'on considère le ratio globalisé ou la médiane (cf. graphique 10). Cela signifie que ce sont surtout les firmes économiquement saines qui versent des dividendes. Qui plus est, les grandes entreprises distributrices de dividendes présentent de manière générale un taux d'investissement globalisé plus faible, sous l'influence des grandes entreprises énergétiques. En effet, non seulement ces dernières octroient plus fréquemment un dividende, mais elles pèsent également plus lourd dans le taux d'investissement globalisé en raison de l'ampleur de leurs immobilisations corporelles. Il convient cependant de noter à cet égard que ces firmes énergétiques renouvellent moins rapidement leurs immobilisations corporelles (cf. annexe 2). Lorsque les sociétés énergétiques sont exclues du calcul du taux d'investissement globalisé, il apparaît que ce ratio est plus élevé pour le groupe des « entreprises distributrices de dividendes ». Les taux d'investissement des entreprises médianes confirment que nombreuses sont les « entreprises distributrices de dividendes » qui présentent un taux d'investissement plus élevé.

Plus d'un cinquième des grandes entreprises offrent un intéressement aux bénéficiaires, mais reste à savoir dans quelle mesure leur situation financière peut le supporter. Le montant du « flux de trésorerie libre » revêt à cet égard de l'importance. Il faut entendre par là les ressources

financières qui subsistent une fois que l'entreprise a réglé tous ses frais opérationnels et ses investissements. Il s'agit en d'autres termes de la marge dont une société peut disposer pour par exemple acquitter des intérêts

GRAPHIQUE 11 VENTILATION DE LA PART DES GRANDES ENTREPRISES DISTRIBUTRICES DE DIVIDENDES

(pourcentages)



Source : BNB.

dus sur ses dettes, pour rembourser des emprunts, pour dégager des liquidités supplémentaires ou pour verser des dividendes. Lorsqu'une entreprise distribue des dividendes supérieurs au montant de son flux de trésorerie libre, cela signifie qu'elle est contrainte de puiser dans ses liquidités ou d'emprunter. Une telle situation n'est toutefois pas tenable à long terme. Entre 2007 et 2015, en moyenne 45 % des « entreprises distributrices de dividendes » ont octroyé chaque année une part bénéficiaire supérieure à leur flux de trésorerie libre (cf. graphique 11). Faut-il en déduire pour autant que ces entreprises préfèrent honorer leurs engagements envers leurs actionnaires que mener une politique d'investissements prospective stable ?

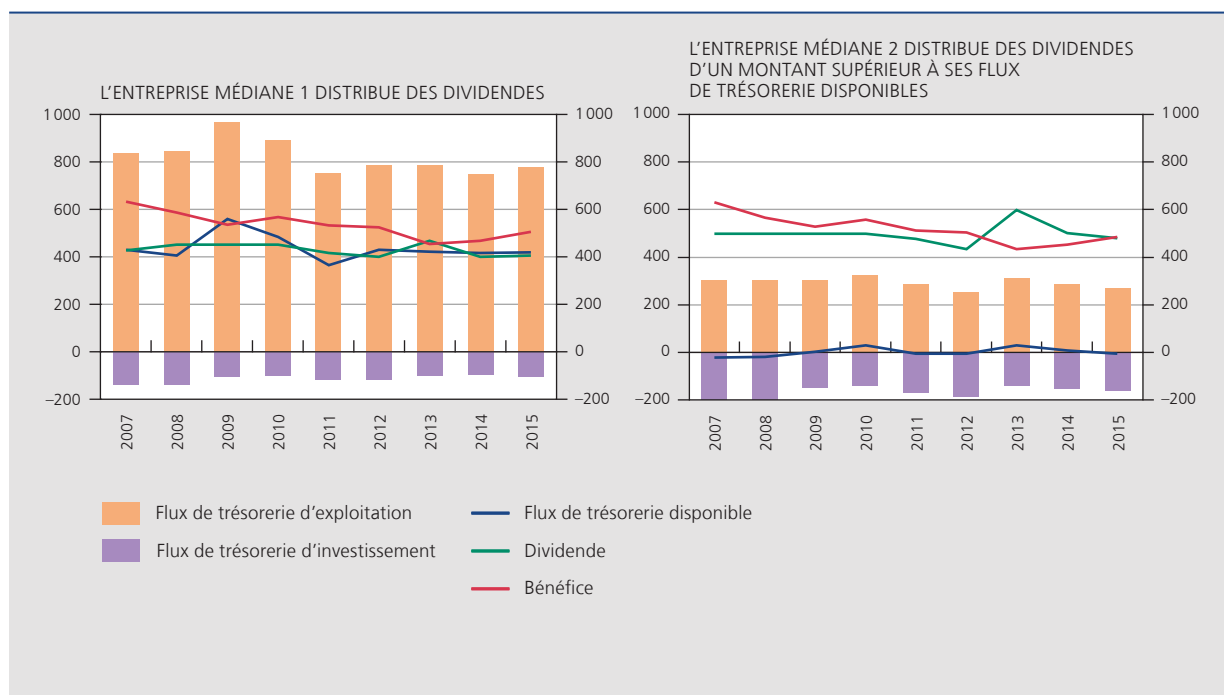
Des médianes sont calculées car des valeurs extrêmes faussent les moyennes globalisées et il n'est pas aisé d'interpréter des flux de trésorerie agrégés⁽¹⁾. S'agissant de la population « grandes entreprises distribuant des dividendes »⁽²⁾, le graphique 12 présente les médianes de

(1) Le fonds de roulement des entreprises fluctue grandement d'un exercice comptable à l'autre en fonction de variations de leurs stocks, créances commerciales, dettes fournisseurs et provisions. Il n'est donc pas souhaitable d'additionner ces flux de trésorerie sous peine de voir des valeurs positives mitigées par des valeurs négatives et vice versa, ce qui complique l'interprétation des données.
 (2) Il s'agit de toutes les grandes entreprises qui versent des dividendes, quel qu'en soit le montant.

différentes catégories de flux de trésorerie chiffrées par année sur la période 2007-2015. Ces médianes composent une entreprise médiane fictive 1. Les mêmes calculs ont été effectués pour la sous-population « entreprises distributrices de dividendes qui versent des dividendes d'un montant supérieur au flux de trésorerie disponible ». En résulte une entreprise médiane 2 visualisée dans la partie droite du graphique 12. Il convient ici de signaler que les médianes des variables de flux de trésorerie au sein des entités médianes fictives ne peuvent être inférées les unes des autres. En d'autres termes, contrairement à ce qui est le cas au niveau de l'entreprise, la médiane du flux de trésorerie disponible ne correspond pas parfaitement à la différence entre la médiane du flux de trésorerie d'exploitation et celle du flux de trésorerie d'investissement. Les chiffres des deux entreprises médianes figurent à l'annexe 5. En termes de total bilantaire, toutes deux affichent une taille comparable.

Les flux de trésorerie opérationnels d'une entreprise représentent les flux de trésorerie entrants et sortants liés à l'activité normale de l'entreprise. Ils correspondent au bénéfice net corrigé des ajustements pour charges non décaissées et produits non encaissés et des variations du fonds de roulement. Le fonds de roulement évolue par exemple lorsque le montant total des créances

GRAPHIQUE 12 ÉVOLUTION DES FLUX DE TRÉSORERIE, DES DIVIDENDES ET DU BÉNÉFICE NET DE L'ENTREPRISE MÉDIANE DISTRIBUTRICE DE DIVIDENDES ET DE L'ENTREPRISE MÉDIANE DONT LES DIVIDENDES DÉPASSENT LE FLUX DE TRÉSORERIE LIBRE (en milliers d'euros)



commerciales augmente à la fin de l'exercice comptable, ce qui signifie que les clients de la société lui sont débiteurs. L'entreprise n'a pas reçu ces fonds mais ils sont inclus dans le bénéfice net au travers du chiffre d'affaires et doivent donc être déduits du flux de trésorerie opérationnel.

Le graphique 12 montre que l'entreprise médiane 2 – qui distribue des dividendes d'un montant supérieur à son flux de trésorerie disponible – présente un niveau moins élevé de flux de trésorerie opérationnel, alors qu'elle a réalisé un bénéfice net similaire à celui de l'entreprise médiane 1. Ceci s'explique par de plus fortes variations de son fonds de roulement. Le flux de trésorerie d'investissement – soit essentiellement des flux de trésorerie sortants associés à des investissements effectués au cours de l'exercice comptable – est analogue dans les deux entreprises médianes, voire légèrement plus important dans le cas de l'entreprise médiane 2. Cela signifie que les deux entreprises consacrent un montant similaire à l'achat de nouvelles machines ou à d'autres investissements pour l'entreprise.

Le flux de trésorerie libre est égal à la différence entre les flux de trésorerie opérationnel et d'investissement. Il représente les moyens financiers qui subsistent après que l'entreprise a engagé toutes les dépenses opérationnelles et d'investissement. Le flux de trésorerie opérationnel de l'entreprise 2 étant inférieur à celui de l'entreprise médiane 1 pour un niveau de dépenses d'investissement

identique, l'entreprise médiane 2 a dégagé un flux de trésorerie disponible moindre. Cette dernière décide cependant de verser un montant de dividendes identique parce que son bénéfice est équivalent. Les chiffres (cf. annexe 5) permettent de déduire que l'entreprise médiane 2 devra pour ce faire puiser en partie dans ses liquidités. Un problème pourrait bien entendu surgir si cela se répétait année après année.

Au sein de la population de grandes entreprises ayant versé des dividendes en 2014 (4 778 entités), 44,6 % (2 131 entités) ont distribué une part de bénéfice dépassant le flux de trésorerie libre. 562 d'entre-elles avaient fait de même en 2013. 191 sociétés ont attribué trois années de suite (de 2012 à 2014) un montant de bénéfice supérieur au flux de trésorerie disponible. 87 entreprises ont appliqué cette politique quatre années d'affilée, 34 au cours de cinq années consécutives, 16 durant 6 années d'affilée et 10 pendant sept années d'affilée. Pour toutes ces sous-populations, l'on a calculé les valeurs médianes de certaines catégories de flux de trésorerie, de la rentabilité économique, du taux d'investissement et du total bilantaire (cf. tableau 12). Les entreprises qui distribuent jusqu'à quatre années d'affilée des dividendes plus importants que leur flux de trésorerie libre font montre d'une rentabilité économique favorable (allant au-delà de la valeur médiane de 4 % de toutes les grandes sociétés actives en 2014) et d'un taux d'investissement suffisamment élevé (dépassant la valeur médiane de 18 % de toutes les grandes entreprises actives en 2014). En même temps,

TABLEAU 12 VALEURS MÉDIANES POUR DES SOUS-POPULATIONS DISTRIBUANT UNE OU PLUSIEURS ANNÉES D'AFFILÉE DES DIVIDENDES EXCÉDANT LE FLUX DE TRÉSORERIE LIBRE

	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	6 ans	7 ans
Nombre d'entreprises concernées	2 131	562	191	87	34	16	10
Valeurs médianes (pourcentages)							
Rentabilité économique	8,56	8,14	6,31	4,78	4,06	2,30	2,30
Taux d'investissement	26,34	31,02	22,69	21,28	12,61	12,81	12,13
Valeurs médianes (euros)							
Total bilantier	8 189 067	10 023 145	17 015 715	36 104 333	118 025 481	202 710 706	346 756 865
Bénéfice net	453 635	558 650	713 972	986 406	1 378 260	3 197 467	5 125 449
Flux de trésorerie opérationnel	285 629	448 614	809 289	1 828 997	3 564 816	6 506 576	16 112 182
Flux de trésorerie d'investissement	-151 876	-248 461	-782 263	-1 824 367	-5 639 411	-12 566 390	-19 480 799
Flux de trésorerie libre	9 660	25 380	-24 155	-335 829	-1 763 005	-6 059 291	-6 059 291
Dividendes	550 000	530 418	753 137	1 000 500	1 025 250	998 544	490 532
Variation des équivalents de trésorerie	-50 681	-34 144	-5 258	-89	-11 380	-11 375	-858 504
Variation des dettes financières	0	0	76 666	606 199	2 785 388	9 736 018	9 736 018

Source : BNB.

il s'avère nécessaire de contracter des dettes financières pour couvrir une partie des dividendes. Les sociétés qui mènent semblable politique de distribution pendant plus de quatre années de suite sont économiquement moins rentables, renouvellent beaucoup moins leurs immobilisations corporelles et doivent dans une plus grande mesure recourir à des dettes financières pour pouvoir verser leurs dividendes. Le nombre d'entreprises dans une telle situation est très restreint.

Sauf à mener plus de quatre années de suite une politique de distribution de dividendes à chaque fois supérieurs à leur flux de trésorerie disponible, il semble que les entreprises puissent rémunérer leurs actionnaires sans nuire à leur rentabilité économique ni à leur taux d'investissement.

3.2 Solvabilité

Les ratios de solvabilité ont pour finalité première d'examiner dans quelle mesure l'entreprise est à même d'honorer ses engagements financiers, c'est-à-dire ses charges d'intérêts et les remboursements de ses dettes. Ces ratios jouent un rôle de premier plan dans le système interne d'évaluation du crédit (ICAS pour *In house Credit Assessment*

System)⁽¹⁾ que la Banque applique officiellement depuis 2013 aux entreprises soumises aux normes comptables IFRS et depuis 2015 aux entités relevant des BEGAAP, ainsi que dans le modèle de santé financière figurant dans le dossier d'entreprise de la Centrale des bilans.

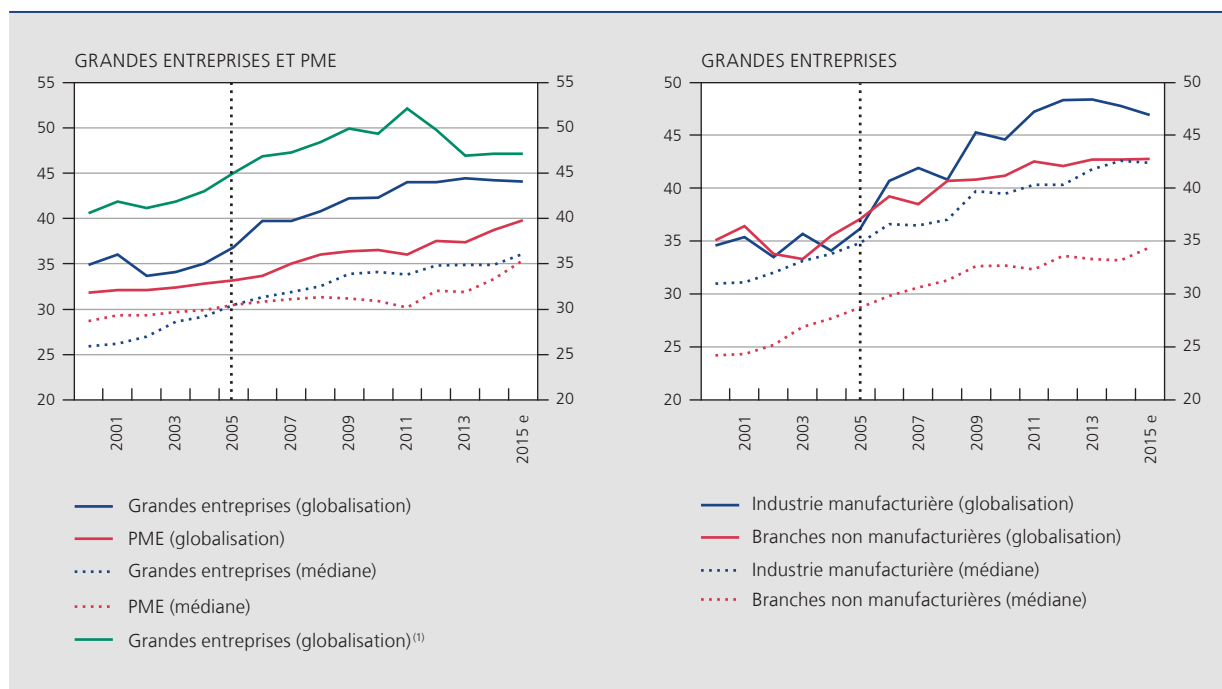
3.2.1 Degré d'indépendance financière

L'unité de mesure de la solvabilité la plus connue est le degré d'indépendance financière de l'entreprise, qui rapporte les fonds propres au passif total. Plus le degré d'indépendance financière est élevé, plus le taux d'endettement de l'entreprise est faible et plus son niveau de fonds propres, qui sert à rembourser ses créanciers, est important. Le degré d'indépendance financière mesure en d'autres termes la robustesse de la structure du capital d'une entreprise.

Les sociétés dont le degré d'indépendance financière est élevé paieront généralement des intérêts plus modérés sur leurs dettes (en raison du risque plus faible qu'elles présentent), ce qui leur laissera davantage de marge pour

(1) L'ICAS est un instrument permettant d'analyser la qualité de crédit des entreprises non financières belges dans le contexte de la politique monétaire de l'Eurosystème.

GRAPHIQUE 13 DEGRÉ D'INDÉPENDANCE FINANCIÈRE
(pourcentages)



Source : BNB.

(1) Compte tenu de la branche « activités de sièges sociaux ».

TABLEAU 13 TAUX DE LA DÉDUCTION DES INTÉRÊTS NOTIONNELS
(pourcentages)

Exercice d'imposition	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Taux de base	3,781	4,307	4,473	3,800	3,425	3,000	2,742	2,630	1,630	1,131
Taux majoré pour les PME	4,281	4,807	4,973	4,300	3,925	3,500	3,242	3,130	2,130	1,631

Source : SPF Économie.

investir ou verser des dividendes. Lorsque des moyens supplémentaires leur sont nécessaires, les entreprises présentant un degré d'indépendance financière supérieur auront par ailleurs plus de facilité à obtenir un crédit bancaire ou à se financer sur le marché des capitaux.

Les grandes entreprises se caractérisent par un degré d'indépendance financière plus élevé que les PME, surtout en termes globalisés. Cela signifie que les grandes entreprises financent une plus grande proportion de leur total bilantaire sur fonds propres. Depuis l'instauration en 2005 de la déduction fiscale pour capital à risque – également appelée « déduction des intérêts notionnels » –, l'écart entre le degré d'indépendance financière des grandes entreprises et celui des PME se creuse d'année en année. Cette mesure a permis d'attirer en Belgique une grande quantité de capitaux étrangers, essentiellement au profit de grandes entreprises, ce qui a sensiblement renforcé leur degré d'indépendance financière. Le plus gros afflux de capitaux étrangers a surtout été observé dans la branche « activités de sièges sociaux », qui n'est pas incluse dans la population de la présente étude. À titre d'illustration, l'évolution du degré globalisé d'indépendance financière des grandes entreprises incluant cette branche d'activité est présentée dans le volet gauche du graphique 13. Les grandes entreprises industrielles ont enregistré une augmentation de leur degré globalisé d'indépendance financière plus marquée que les grandes entreprises opérant dans l'industrie non manufacturière, probablement parce que nombre des plus grandes industries ont entre-temps commencé à assumer, en sus de leur activité primaire de production industrielle, une mission supplémentaire de coordination, endossant le rôle de

centre financier pour le groupe, une autre conséquence de l'instauration de la mesure de déduction fiscale pour capital à risque. Grâce à cette évolution, une plus grande quantité de capitaux étrangers du groupe a été transférée en Belgique. À compter de 2012 toutefois, une stagnation a été notée auprès des grandes entreprises en raison de la diminution au fil du temps du taux de la déduction des intérêts notionnels⁽¹⁾. Parmi les grandes industries, le ratio globalisé a même accusé un repli depuis 2014 sous l'influence de quelques grandes firmes industrielles qui ont significativement accru leurs participations grâce à des prêts intragroupes. Du côté des PME, le degré d'indépendance financière continue de progresser à pas comptés : ici aussi, l'attractivité de la déduction fiscale pour capital à risque, qui réserve par ailleurs un taux majoré aux PME, joue un rôle (cf. tableau 9). En 2015, la moyenne globalisée estimée du degré d'indépendance financière des grandes entreprises est demeurée à peu de choses près stable, à 44,1 %, tandis que le ratio globalisé des PME a continué de progresser, pour atteindre 39,8 %.

3.2.2 Charges d'intérêts et ratio d'endettement financier net

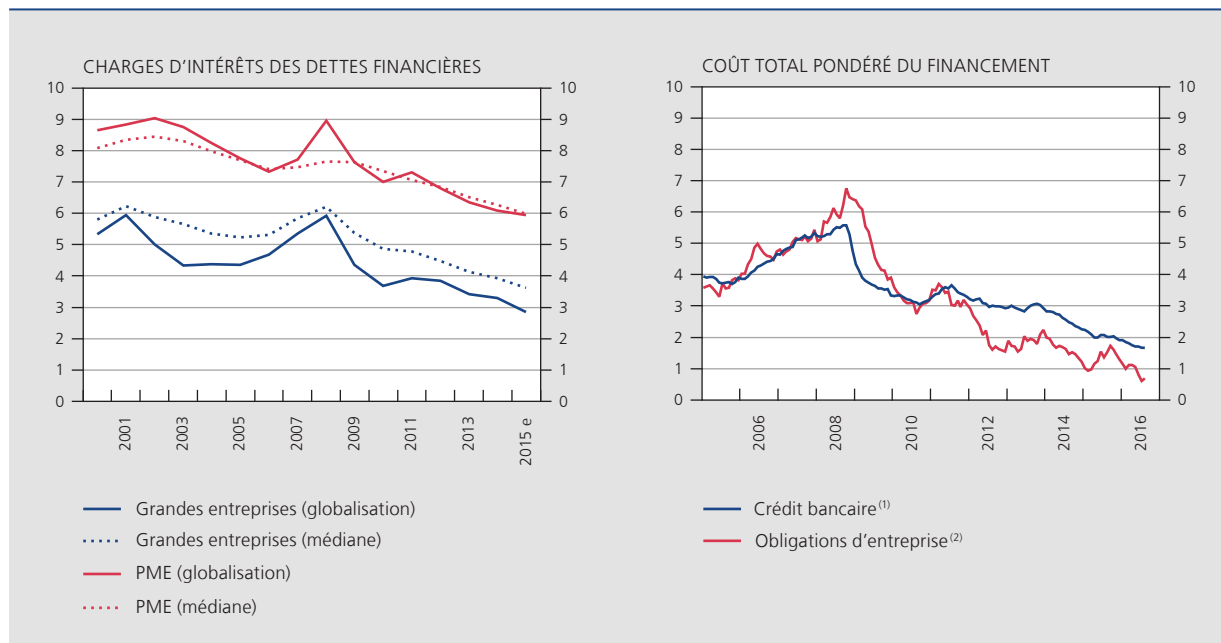
La position de solvabilité d'une société peut s'apprécier en combinant la mesure dans laquelle l'entreprise dépend de dettes financières pour financer ses actifs – jaugée par le ratio d'endettement financier net – et les charges d'intérêts.

Les charges d'intérêts mesurent le poids des frais à charge d'une entreprise au titre des intérêts dus sur ses dettes financières en proportion de la somme des dettes financières contractées à court et à long termes. Étant donné que les PME ne mentionnent pas séparément les charges d'intérêts dues sur les dettes financières, le numérateur est plus élevé dans leur cas et englobe tous les frais financiers. Outre les charges d'intérêts, les frais de change et les éventuelles réductions accordées lors de paiements au comptant des clients, y sont par exemple

(1) La déduction pour intérêts notionnels a diminué au cours des dernières années, d'une part parce que le taux de base de la déduction a baissé chaque année depuis l'exercice d'imposition 2011 (revenant plus précisément à 1,131 % pour l'exercice 2017 contre 4,473 % en 2010) et, d'autre part, parce que depuis l'exercice d'imposition 2013, il n'est plus possible pour les sociétés de reporter sur un exercice ultérieur le montant des intérêts dépassant celui de l'assiette fiscale. Le taux de base de la déduction des intérêts notionnels est déterminé par l'évolution du rendement des obligations linéaires (OLO) à dix ans émises par l'État belge.

GRAPHIQUE 14 COÛTS DE FINANCEMENT

(pourcentages)



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNB.

(1) Taux moyen pondéré appliqué par les banques belges aux nouveaux crédits aux entreprises. La pondération du taux s'effectue sur la base de l'encours des différentes formes de crédit.

(2) Rendement de l'indice d'obligations émises par des sociétés non financières belges, libellées en euros, assorties d'une durée de plus d'un an et d'une notation supérieure à Baa. La pondération de l'indice s'effectue sur la base des encours.

aussi comptabilisés. Un ratio faible signifie que l'entreprise peut contracter des dettes financières à des conditions avantageuses. Des charges d'intérêts qui diminuent chaque année peuvent s'expliquer en partie par une révision des emprunts permettant de bénéficier de meilleures conditions de taux. Un ratio qui s'accroît au fil des ans sous l'effet d'une hausse des charges d'intérêts peut également signifier que pour contracter des dettes financières supplémentaires, l'entreprise est contrainte de verser une prime de risque accrue. Ce dernier cas de figure peut être le signe d'éventuels problèmes de crédit.

En 2008, les charges d'intérêts moyennes ont culminé tant pour les grandes entreprises que pour les PME, avant de se contracter et d'atteindre un plancher en 2015 (selon les estimations, les moyennes globalisées se chiffraient à respectivement 2,8 et 5,9 % pour les grandes entreprises et les PME). Le repli presque ininterrompu des charges d'intérêts toutes entreprises confondues indépendamment de leur taille présente une évolution similaire de celle des coûts moyens pondérés que les banques belges imputent sur les nouveaux crédits qu'elles accordent aux entreprises, ou de celle du rendement des obligations d'entreprise (volet 2 du graphique 14). En 2015, les coûts des crédits bancaires

(surtout ceux à long terme) ont continué de régresser progressivement à la faveur du tour particulièrement accommodant que l'Eurosystème a redonné à sa politique au travers d'un faisceau de mesures telles que les orientations prospectives (*forward guidance*)⁽¹⁾ et le programme étendu d'achats d'actifs. Considérant tant les montants globalisés que la médiane, les charges d'intérêts moyennes sont plus élevées pour les PME que pour les grandes entreprises. Ce constat s'explique en majeure partie par la méthode de calcul, le numérateur du ratio des PME recouvrant un concept plus large que celui des grandes entreprises (voir ci-avant). D'autres explications existent : le risque de crédit accru pour les PME (cf. graphique 17) au titre duquel une prime de risque majorée leur est imputée, ainsi que le fait que les PME sont supposées pouvoir recourir moins fréquemment au financement de groupe assorti de moindres charges d'intérêts, contrairement aux grandes firmes, qui y recourent souvent.

(1) Les orientations prospectives sont un instrument de politique que les banques centrales utilisent afin de donner une indication quant à l'évolution à venir des taux directeurs. Il est supposé qu'une ligne politique déterminée (à savoir le maintien des taux directeurs au niveau bas qui est actuellement le leur) sera poursuivie aussi longtemps que certaines conditions seront réunies. L'objectif est d'encourager les établissements financiers à accorder des crédits à des emprunteurs à des conditions de taux plus intéressantes.

Le ratio d'endettement financier net calcule le rapport entre la dette financière nette et le total bilantaire d'une société. Le numérateur s'obtient en additionnant l'ensemble des dettes financières que l'entreprise a contractées à court et à long termes et en déduisant les équivalents de trésorerie, autrement dit les valeurs disponibles et les placements de trésorerie. Les dettes financières recouvrent non seulement toutes les créances bancaires, mais aussi les emprunts obligataires, les dettes de location-financement, les emprunts subordonnés⁽¹⁾, les emprunts contractés auprès d'entreprises liées au groupe ou les emprunts par affacturage⁽²⁾. Un faible ratio est l'indication d'une politique de financement externe prudente

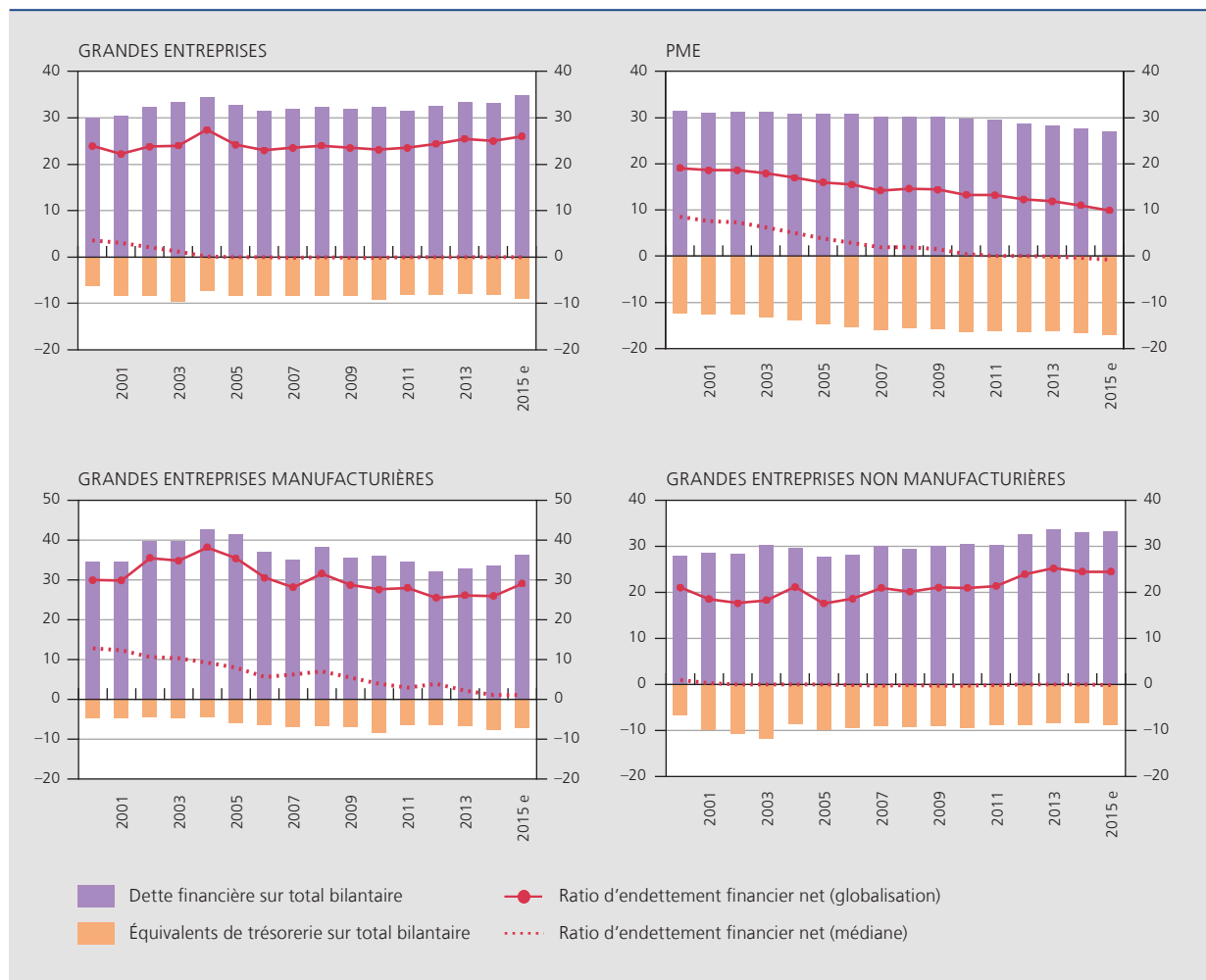
qui permettra à l'entreprise d'attirer plus facilement des fonds externes à l'avenir. Plus le ratio est élevé, plus il sera compliqué pour une société de contracter des emprunts supplémentaires, à moins d'acquitter des coûts de financement plus élevés. Si le ratio augmente continuellement au fil du temps, cela montre que l'entreprise finance en permanence ses activités opérationnelles en contractant de nouveaux emprunts auprès de prêteurs au lieu de se financer sur fonds propres.

Si le ratio d'endettement financier net globalisé des grandes entreprises affiche une évolution relativement stable sur la période considérée (2000-2015), celui des PME diminue. Entre 2000 et 2007, le ratio globalisé des PME s'est replié, celles-ci ayant augmenté la proportion de leurs équivalents de trésorerie dans le total bilantaire au fil des ans (de 12 % en 2000 à 16 % en 2007). On peut toutefois avancer une autre explication

(1) Les emprunts subordonnés sont des emprunts dont le remboursement n'est couvert par aucune garantie particulière et qui ne sont remboursables qu'après les autres dettes.

(2) L'affacturage permet à une entreprise d'obtenir un financement sur la base de l'encours des engagements de sa clientèle.

GRAPHIQUE 15 VENTILATION DU RATIO D'ENDETTEMENT FINANCIER NET
(pourcentages)



Source : BNB.

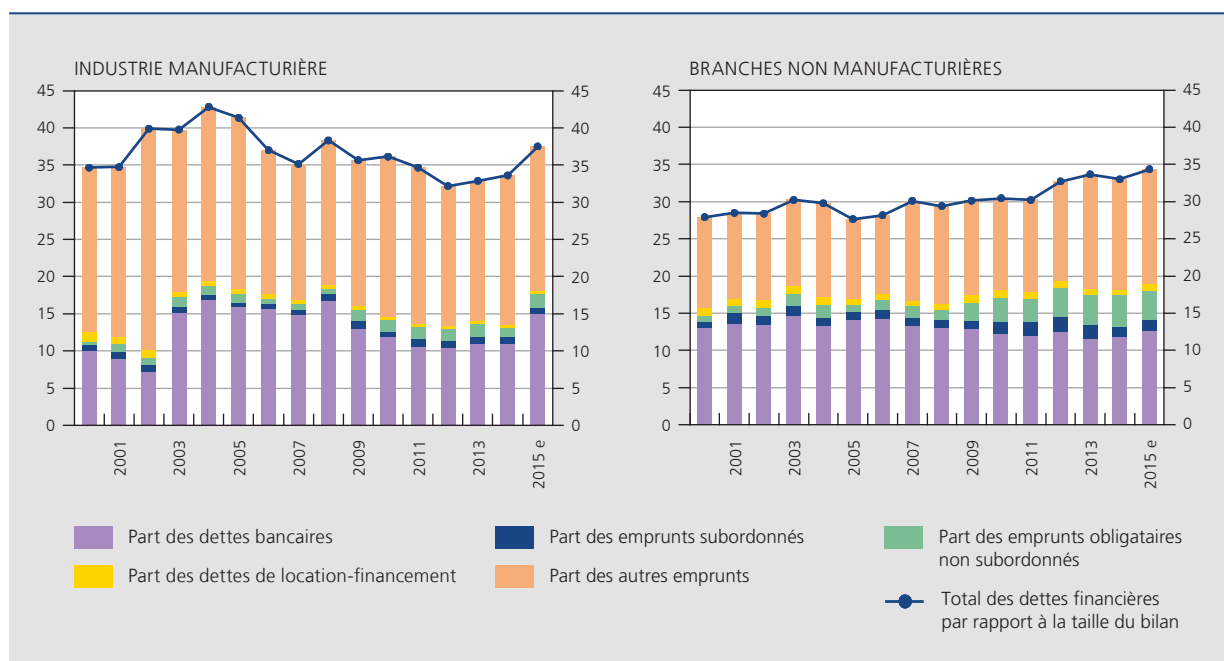
pour la période post-crise financière, à savoir que les PME ont réduit la part de leur endettement financier dans le total du bilan (de 30 % en 2007 à 27 % en 2015) et ont davantage financé leurs activités opérationnelles sur fonds propres (cf. graphique 13). La valeur médiane du ratio d'endettement financier net s'est même inscrite en territoire légèrement négatif entre 2014 et 2015, ce qui indique qu'un grand nombre de PME peuvent apurer leurs dettes financières au moyen de leurs équivalents de trésorerie. Le niveau du ratio d'endettement financier net globalisé des grandes entreprises (24 % en moyenne entre 2000 et 2015) est supérieur à celui des PME (15 % en moyenne entre 2000 et 2015), bien que ces deux types d'entreprises financent environ 30 % de leur total bilantaire par des dettes financières. La différence réside dans le rapport entre la quantité de trésorerie et la taille du bilan. Les PME possèdent relativement plus de valeurs disponibles et de placements financiers à court terme. La constitution de ces réserves peut indiquer un accès moins aisé à de nouveaux crédits pour compenser leurs besoins croissants non escomptés en fonds de roulement, pour couvrir les dépenses courantes comme le paiement des salaires et l'achat de matières premières, ou encore le financement d'investissements futurs.

Les grandes industries présentent pour leur part un ratio d'endettement financier net supérieur à celui des

grandes entreprises des branches non manufacturières, étant donné qu'elles disposent de relativement moins d'équivalents de trésorerie (cf. graphique 15) et qu'elles financent une plus grande partie de leur total bilantaire au moyen de dettes financières. Il s'agit en grande partie d'« autres emprunts » (cf. graphique 16), à savoir essentiellement des emprunts intragroupe. À partir de 2005, leur ratio d'endettement financier net s'inscrit à la baisse, dans la mesure où elles font de moins en moins appel aux crédits bancaires, comme elles ont pu attirer plus de capitaux étrangers en Belgique au moyen du mécanisme de « déduction fiscale pour capital à risque ». L'estimation pour l'année 2015 fait toutefois état d'une progression du ratio d'endettement financier net globalisé des grandes entreprises industrielles tandis que la valeur médiane continue à refluer (cf. graphique 15). Cela s'explique principalement par la création par une très grande entreprise pharmaceutique d'une filiale financée, d'une part, en mobilisant des équivalents de trésorerie disponibles et, d'autre part, en contractant des dettes bancaires supplémentaires, grâce au recul du coût des crédits en 2015 (cf. volet droit du graphique 14).

Le graphique 16 montre que les grandes entreprises ne procèdent pas à leur financement externe au travers de crédits bancaires uniquement, mais font de plus en plus appel à « d'autres emprunts » (à savoir l'obtention de

GRAPHIQUE 16 VENTILATION DU POIDS DES DETTES FINANCIÈRES PAR RAPPORT AU TOTAL BILANTAIRE DES GRANDES ENTREPRISES (pourcentages)



Source : BNB.

prêts auprès d'entreprises du même groupe). Après la crise financière, on observe qu'elles se mettent également en quête de pistes alternatives au travers de l'émission d'obligations d'entreprises, les principales concernées étant des entreprises issues des branches non manufacturières. Quelques géants du secteur de l'électricité, mais aussi de grandes entreprises de télécommunication, de commerce de détail et du secteur pharmaceutique y recourent dans une large mesure.

Le tableau 14 indique que le secteur de l'industrie pharmaceutique présente le ratio d'endettement financier net globalisé le plus faible, affichant même un niveau négatif pour les années 2012 et 2014. Ce ratio négatif indique que les entreprises pharmaceutiques sont en mesure de rembourser immédiatement leurs dettes financières au

moyen de leur trésorerie, ce qui n'est guère surprenant étant donné qu'elles génèrent quantité de liquidité et que ce secteur est connu pour son ratio d'endettement modéré. L'augmentation du ratio estimé pour 2015 provient des équivalents de trésorerie dépensés et – comme mentionné précédemment – des dettes financières supplémentaires contractées en vue de financer la création d'une nouvelle filiale par une grande entreprise pharmaceutique. Cette évolution détermine dans une large mesure l'accroissement du ratio du secteur dans son ensemble. Les entreprises de fabrications métalliques, de commerce de gros et de commerce de véhicules (respectivement 10,2 %, 11,7 % et 11,6 % en 2015) affichent aussi un modeste ratio d'endettement financier net, étant donné qu'elles souscrivent relativement moins de dettes financières et qu'elles disposent de davantage de trésorerie.

TABLEAU 14 RATIO D'ENDETTEMENT FINANCIER NET GLOBALISÉ DES GRANDES ENTREPRISES PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ
(pourcentages)

	Ratio d'endettement financier net				Part dans le total du bilan en 2015 e
	2012	2013	2014	2015 e	
Industrie manufacturière	25,5	26,1	26,0	29,1	32
dont:					
Industrie agro-alimentaire	36,7	35,2	33,9	32,6	5
Textiles, vêtements et chaussures	20,5	15,4	12,5	12,0	0
Bois, papier et imprimerie	23,6	37,5	35,4	27,2	1
Industrie chimique	29,2	28,5	31,7	27,3	8
Industrie pharmaceutique	-4,3	0,0	-8,4	5,0	4
Métallurgie et travail des métaux	24,4	23,6	21,8	19,7	2
Fabrications métalliques	10,1	8,6	9,8	10,2	4
Branches non manufacturières	23,9	25,2	24,5	24,5	68
dont:					
Commerce de véhicules automobiles	14,5	11,9	12,9	11,6	2
Commerce de gros	15,3	13,2	12,2	11,7	11
Commerce de détail	20,8	20,0	19,0	17,9	3
Transports et entreposage	16,7	17,0	18,8	18,6	7
Hébergement et restauration	22,2	21,9	23,2	26,3	1
Information et communication	31,1	33,1	32,3	32,1	4
Activités immobilières	38,6	40,4	40,9	41,5	6
Autres services aux entreprises	18,4	15,1	13,3	13,7	11
Énergie, eau et déchets	30,1	30,4	30,4	33,8	13
Construction	16,7	18,5	17,6	22,1	4
Total	24,4	25,5	25,0	26,0	100

Source: BNB.

Le ratio d'endettement financier net globalisé se maintient à un niveau élevé dans la branche « activités immobilières », dans la mesure où les entreprises de ce secteur se caractérisent par un ratio d'endettement financier relativement haut de 48,5 % en moyenne sur la période 2012-2015, tandis qu'il s'établit à 32 % en moyenne pour une grande entreprise au cours de cette même période.

Parmi les branches industrielles, les industries chimique et agro-alimentaire affichent le ratio d'endettement le plus lourd par rapport au total du bilan. S'agissant de l'industrie chimique, le fléchissement du ratio d'endettement financier net globalisé estimé en 2015 s'explique avant tout par le poids accru des équivalents de trésorerie dans la taille du bilan. L'augmentation de ces réserves peut traduire la mise en œuvre d'investissements futurs ou d'éventuels besoins croissants en fonds de roulement dans l'industrie chimique. Quant à l'industrie agro-alimentaire, le reflux du ratio globalisé provient d'une diminution du poids des dettes financières dans le total bilantaire. Envisagée dans son ensemble, l'industrie manufacturière présente néanmoins un redressement de l'estimation du ratio globalisé pour 2015, qui s'explique pour l'essentiel par l'évolution de l'industrie pharmaceutique (cf. supra).

En termes de total bilantaire, les principales branches non manufacturières enregistrent des évolutions divergentes en 2015, de sorte que le ratio globalisé de l'ensemble du secteur demeure constant. Le ratio d'endettement financier net globalisé de la branche « énergie, eau et déchets » s'inscrit en hausse, un important fournisseur de gaz et d'électricité ayant puisé dans ses avoirs de trésorerie pour verser un dividende très élevé. Dans le commerce de gros, on observe une légère baisse du ratio en raison d'un affermissement relatif des avoirs de trésorerie au sein de la branche. Le ratio d'endettement financier net globalisé estimé du secteur de la construction a progressé en 2015, une grande entreprise de construction de pipelines sous-marins ayant acquis une participation majoritaire financée en grande partie par des emprunts intragroupe.

3.3 Risque de crédit

En 2015, la BCE a approuvé le système interne d'évaluation du crédit (*In-house Credit Assessment System* (ICAS))⁽¹⁾ de la Banque, système qui est désormais utilisé pour évaluer la qualité de crédit d'entreprises non

financières belges dans le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème. Cette qualité de crédit offre une mesure du risque de défaut de paiement. Un indicateur de risque peut être calculé par secteur d'activité. Le graphique 17 illustre l'évolution des quartiles (premier quartile, médiane et dernier quartile) du risque sectoriel de crédit pour les PME et les grandes entreprises. Les données trimestrielles reflètent sa progression depuis la mi-2012 jusqu'au troisième trimestre de 2016. Plus les lignes supérieure (le troisième quartile) et inférieure (le premier quartile) sont hautes, plus le risque de crédit est considéré comme élevé.

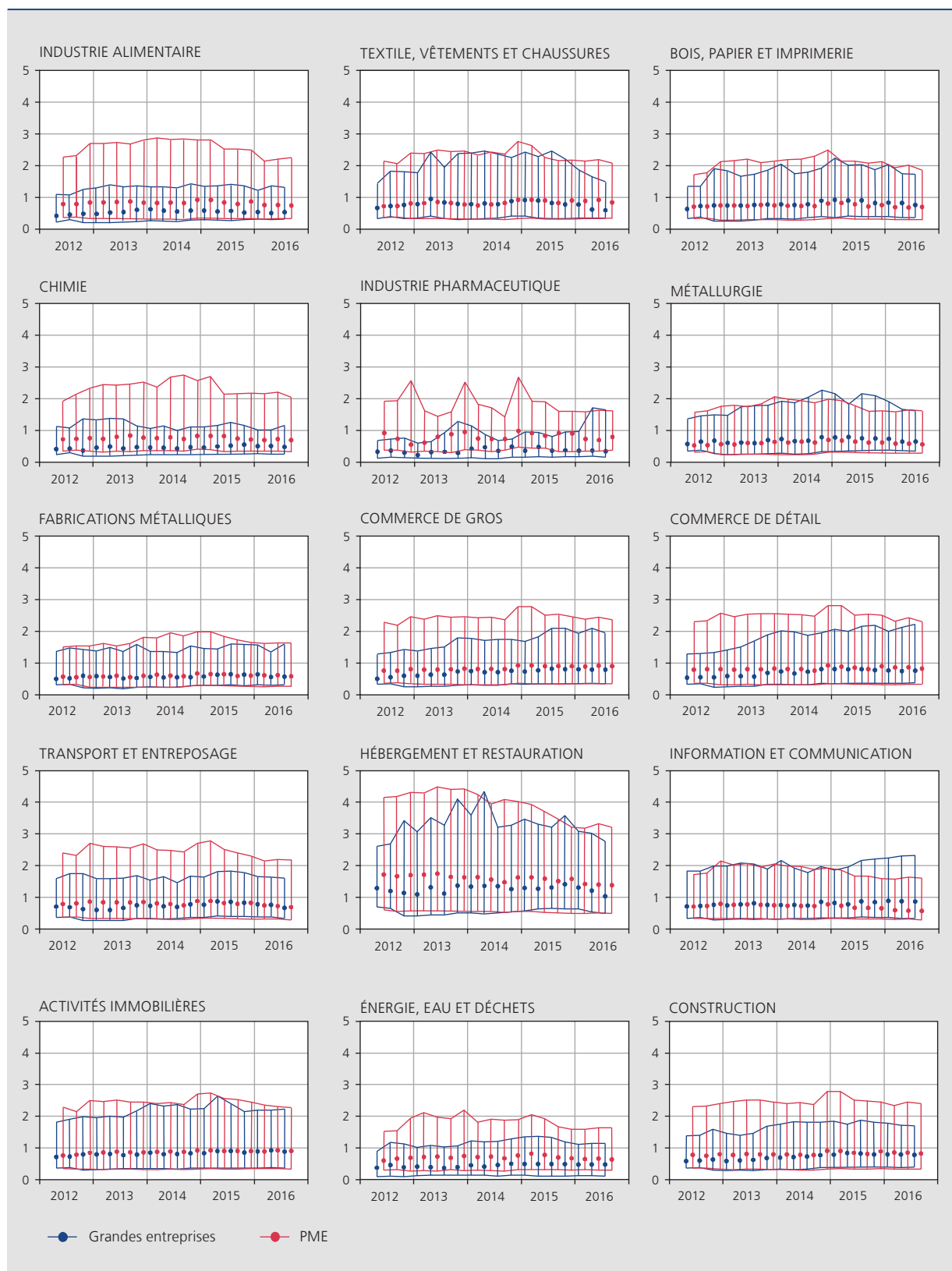
Le graphique permet de conclure que la probabilité de défaut est plus dispersée, et donc plus importante, chez les PME que parmi les grandes entreprises. L'on peut aussi noter que les grandes entreprises de l'industrie chimique présentent le risque le plus faible sur la période 2012-2016, et que le troisième quartile augmente en 2016 bien que la médiane reste très basse. Comme la population de grandes entreprises dans l'industrie pharmaceutique est très restreinte⁽²⁾, la valeur accrue du troisième quartile en 2016 ne suscite pas d'inquiétudes. La probabilité de défaut au cours de l'année à venir reste extrêmement mince dans cette branche d'activité. Dans la chimie, l'industrie alimentaire et la branche « énergie, eau et déchets », les grandes entreprises se caractérisent également par un risque de crédit relativement limité. Dans l'Horeca, tant les PME que les grandes entreprises affichent un risque de défaut assez grand. Pour les PME, la probabilité de défaut a diminué en 2015. Selon les données les plus récentes, le risque de crédit est resté modéré au cours des trois premiers trimestres de 2016.

Les observations précitées tirées de l'évolution du risque de crédit confirment dans les grandes lignes les résultats découlant de l'analyse de ratios décrite dans les paragraphes précédents : ainsi, le degré d'autofinancement plus élevé des grandes entreprises laisse en effet présumer que leur risque de crédit est plus faible, ce que confirme le graphique 17. Le fait que les grandes entreprises de l'industrie pharmaceutique fassent dans une moindre mesure appel aux dettes financières pour soutenir leur activité amène de même à présager que ces sociétés présentent un risque de crédit plus limité. Il convient ici d'également signaler que plusieurs ratios sont combinés pour calculer l'indicateur du risque de crédit et qu'une analyse expert vient même dans certains cas les compléter. Contrairement aux ratios, qui sont exclusivement mesurés sur la base des comptes annuels, l'indicateur de risque est aussi disponible pour des périodes plus récentes, ce qui confère un avantage considérable à ce type d'indicateur et peut ainsi enrichir l'analyse classique.

(1) Cf. <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>

(2) L'on parle de 30 grandes entreprises présentant une dette financière en 2016.

GRAPHIQUE 17 RISQUE DE CRÉDIT SELON LA BRANCHE D'ACTIVITÉ ET LA TAILLE DE L'ENTREPRISE



Source: ICAS.

Conclusion

En 2015, comme ses partenaires de la zone euro, l'économie belge a bénéficié d'un contexte relativement favorable, ce qui s'est traduit par une croissance de 3,9 % de la valeur ajoutée totale créée par les sociétés non financières, soit une progression significativement plus vigoureuse que celle observée au cours des années précédentes. D'après les comptes des grandes entreprises, qui permettent de décomposer la valeur ajoutée, cette croissance est surtout provenue, et ce pour la troisième année consécutive, de la baisse du montant des achats, alors que le montant des ventes s'est à nouveau tassé.

En parallèle, la croissance des frais de personnel est restée modérée, dans un contexte marqué, entre autres, par le blocage des adaptations salariales conventionnelles, par l'inflation basse et par le saut d'index instauré par le gouvernement à partir du 1^{er} avril 2015. La progression des amortissements, pour sa part, est elle aussi demeurée à un niveau nettement inférieur à sa moyenne de long terme, confirmant la prudence des entreprises en matière d'investissement depuis plusieurs années. Cette situation ressort notamment du taux de renouvellement des immobilisations corporelles qui, quelle que soit la mesure et la branche d'activité considérée, demeure à des niveaux historiquement bas. Pour les deux dernières années sous revue, on observe cependant un léger rétablissement du ratio médian, tant pour les PME que pour les grandes entreprises: ceci témoigne d'une reprise des efforts d'investissement pour une majorité d'entreprises, qui peut avoir été induite par plusieurs facteurs, dont la faiblesse des taux d'intérêts, l'importance des réserves de trésorerie ou encore le degré élevé d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière.

Combinée avec la hausse plus prononcée de la valeur ajoutée, la progression modérée des coûts a induit un net rebond du résultat d'exploitation en 2015 (+13 % à 35 milliards d'euros), après quatre années de forte stabilité. À prix courants, le résultat d'exploitation des entreprises a ainsi quasiment retrouvé le sommet atteint avant l'éclatement de la crise financière (35 milliards d'euros en 2007).

Au cours des deux dernières années sous revue, et contrairement à la tendance de long terme, c'est dans l'industrie manufacturière que les résultats ont progressé le plus rapidement, spécialement en ce qui concerne le résultat d'exploitation. Le rebond des sociétés industrielles s'est produit en dépit de la baisse des montants vendus, car les montants achetés se contractés de manière plus prononcée sous l'effet de la chute généralisée des cours des matières premières et des produits énergétiques,

elle-même largement induite par le nouvel essoufflement de l'activité des pays émergents. Logiquement, les branches manufacturières affichant les progressions de résultat les plus significatives depuis deux ans sont aussi les plus intensives en matières premières, à savoir la chimie, la métallurgie, la pétrochimie et le raffinage.

Si l'effet de la baisse des matières premières a également été ressenti dans les principales branches non manufacturières, l'effet y a été beaucoup plus limité vu la part nettement moins importante qu'elles occupent dans leurs achats, qui sont surtout composés de consommables, de fournitures et de marchandises. Les dynamiques non manufacturières ont par ailleurs été plus variées et dépendantes de particularités sectorielles. Ainsi, dans le commerce, les activités de gros ont suivi des tendances assez proches de celles rencontrées dans l'industrie, en raison des liens étroits qui existent entre les deux branches, et du fait que certains grossistes exercent pour partie des activités industrielles ou connexes. Dans le commerce de détail, à l'opposé, si les ventes ont poursuivi leur progression parallèlement au raffermissement de la consommation privée, la valeur ajoutée n'a que très légèrement augmenté: les marges sont en effet à nouveau restées sous pression, dans un contexte toujours fortement concurrentiel. Le commerce de détail a en outre été marqué par une restructuration d'ampleur chez l'un des principaux distributeurs, ce qui s'est traduit par une contraction du résultat d'exploitation en raison des provisions y afférentes.

L'article se penche par ailleurs sur les spécificités de la construction. Il ressort que les résultats globaux de la branche sont largement influencés par le génie civil, et plus spécialement par les activités de dragage et de construction en mer, qui sont surtout exercées par de (très) grandes entreprises. La décomposition de la valeur ajoutée en fonction de la taille des entreprises permet de constater les différences structurelles qui existent entre les grandes entreprises et les PME de la branche. On constate ainsi que les grandes entreprises de construction sont nettement plus orientées vers le génie civil (dont plus de la moitié dans le domaine du dragage et de la construction maritime) et la construction générale. À l'inverse, les PME sont largement plus impliquées dans les travaux d'installation (tels que l'électricité, la plomberie, le chauffage, la ventilation et l'isolation) et de finition (tels que la menuiserie, le revêtement des sols et des murs, la peinture et la vitrerie). Ces différences entre les deux catégories d'entreprises ont des répercussions significatives sur l'évolution de leur compte de résultats, car les conditions de marché sont très variables d'une sous-branche à l'autre: les entreprises du génie civil sont en partie dépendantes de l'environnement international

et de l'obtention de marchés publics spécifiques; de plus, comme dans la construction générale, elles sous-traitent généralement une part conséquente de leurs contrats. Au contraire, les PME réalisant des travaux d'installation et de finition sont nettement plus liées à la demande intérieure, et exercent régulièrement en tant que sous-traitant.

Les ratios de rentabilité qui font abstraction des revenus financiers de participations – c'est-à-dire la marge nette sur ventes et la rentabilité nette des actifs d'exploitation – affichent une hausse limitée en 2015 pour les grandes entreprises, et ce en particulier dans l'industrie manufacturière. Le niveau de rentabilité des PME est relativement élevé, grâce aux marges plus importantes dégagées par la branche « services aux entreprises » dans laquelle 20 % des PME opèrent, et est resté assez constant au cours des dernières années. Les PME sont en effet plus insensibles à la conjoncture étant donné qu'elles sont moins orientées vers les activités industrielles et le commerce international.

La rentabilité des grandes entreprises progresse légèrement en 2015, mais l'on constate que leur taux d'investissement, pourtant crucial pour le potentiel de croissance des entreprises, ne lui emboîte pas le pas. Éprouvée, la thèse selon laquelle un niveau réduit d'investissements est la conséquence de versements substantiels de dividendes n'a pas été confirmée. En moyenne 22 % de l'ensemble des grandes entreprises distribuent un dividende, et 45 % d'entre elles distribuent une part de bénéfice excédant leur flux de trésorerie disponible. Par rapport à l'ensemble de la population de grandes entreprises, les sociétés qui versent plus de quatre années de suite des dividendes supérieurs à leur flux de trésorerie disponible sont des firmes qui jouissent d'une rentabilité économique positive et qui affichent un taux d'investissement suffisamment haut. Il s'avère néanmoins qu'au-delà de la sortie de trésorerie, il leur faut aussi contracter des dettes financières pour couvrir une partie de la distribution de dividendes. Les sociétés qui mènent semblable politique de distribution pendant plus de quatre années d'affilée sont économiquement moins rentables, renouvellent moins leurs immobilisations corporelles et doivent davantage recourir à des dettes financières pour pouvoir verser leurs dividendes. Le nombre d'entreprises en pareille situation est très restreint.

À partir de 2005, les grandes entreprises industrielles ont vu leur taux globalisé d'indépendance financière progresser plus fortement que celles des branches non manufacturières, probablement parce que, suite à l'introduction de la « déduction fiscale pour capital à risque », plusieurs grandes industries se sont entre-temps mises à remplir, accessoirement à leur activité principale de production

industrielle, une tâche de coordination dans le cadre de laquelle elles assument le rôle de centre financier du groupe. Pour les grandes entreprises, l'on assiste à une stagnation depuis 2012 car la déduction d'intérêt notionnel a à partir de là diminué d'année en année. Les PME ont également vu leur taux d'indépendance financière grimper lentement grâce à l'attrait de la déduction d'intérêt notionnel, pour laquelle les PME bénéficient en outre d'un meilleur taux.

Les charges d'intérêts moyennes de toutes les sociétés, quelle que soit leur taille, affichent une baisse quasi ininterrompue depuis 2008, ce qui coïncide avec l'évolution des taux pondérés moyens appliqués par les banques belges aux nouveaux crédits ainsi que de celle du rendement des obligations de société.

Le ratio globalisé d'endettement financier net des PME a chuté au cours de la période 2000-2015, en partie parce que les PME ont accru la part de leurs équivalents de trésorerie et en partie parce qu'elles ont progressivement réduit le poids de leur endettement financier après la crise financière. Les PME disposent de relativement plus de valeurs disponibles et de placements de trésorerie à court terme que les grandes entreprises. La formation de ces réserves peut indiquer qu'elles obtiennent moins facilement de nouveaux crédits. Les grandes entreprises industrielles voient leur ratio d'endettement financier net baisser depuis 2005; elles recourent toujours moins aux crédits bancaires étant donné que la déduction d'intérêt notionnel leur a permis d'attirer en Belgique le capital étranger du groupe. Les grandes entreprises ne font pas seulement appel au financement externe au travers de crédits bancaires, elles émettent par ailleurs des obligations de société et des emprunts intragroupe. Ce dernier type de financement externe est très important dans les entreprises industrielles. L'industrie pharmaceutique se caractérise par un ratio d'endettement financier net très faible, étant donné que cette branche d'activité dégage beaucoup de liquidités et est connue pour son faible taux d'endettement. L'immobilier affiche un ratio en permanence élevé à cause de l'importance de son taux d'endettement financier.

Le système interne d'évaluation du crédit (ICAS) permet d'estimer le risque de défaut de paiement des sociétés non financières belges au cours de l'année à venir. Les constatations à ce sujet corroborent dans les grandes lignes les résultats produits par l'analyse des ratios. Le risque de défaut de paiement parmi les PME a diminué en 2015. Selon les données les plus récentes, ce risque de crédit est resté faible au cours des trois premiers trimestres de 2016.

ANNEXES

Annexe 1

REGROUPEMENTS SECTORIELS

	Divisions NACE-BEL 2008
Industrie manufacturière	10-33
dont:	
Industries agricoles et alimentaires	10-12
Textiles, vêtements et chaussures	13-15
Bois, papier et imprimerie	16-18
Industrie chimique	20
Industrie pharmaceutique	21
Métallurgie et travail des métaux	24-25
Fabrications métalliques	26-30
Branches non manufacturières	01-09, 35-82, 85.5 et 9⁽¹⁾
dont:	
Commerce de véhicules automobiles	45
Commerce de gros ⁽²⁾	46
Commerce de détail ⁽²⁾	47
Transport et entreposage	49-53
Hébergement et restauration	55-56
Information et communication	58-63
Activités immobilières	68
Services aux entreprises ⁽³⁾	69-82
Énergie, eau et déchets	35-39
Construction	41-43

(1) Excepté 64, 65, 70100, 75, 94, 98 et 99.

(2) À l'exclusion des véhicules automobiles et des motos.

(3) À l'exclusion des activités de sièges sociaux (70100).

Annexe 2

TAUX DE RENOUVELLEMENT DES IMMOBILISATIONS CORPORELLES, PAR BRANCHE D'ACTIVITÉ

(globalisations, pourcentages)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 e
Industrie manufacturière	22,2	20,2	22,2	24,1	21,6	23,0	23,3
dont:							
Industries agricoles et alimentaires	28,4	21,7	21,8	22,5	24,1	23,1	25,2
Textiles, vêtements et chaussures	17,8	18,5	22,8	21,3	22,4	26,7	23,4
Bois, papier et imprimerie	19,4	18,5	16,9	18,6	17,7	20,1	18,8
Industrie chimique	14,9	18,8	23,2	31,2	22,6	26,1	22,8
Industrie pharmaceutique	37,9	22,9	25,8	25,1	22,7	18,8	18,2
Métallurgie et travail des métaux	19,9	18,6	21,4	19,8	17,0	22,2	22,6
Fabrications métalliques	22,8	21,2	21,4	20,6	17,4	22,0	21,1
Branches non manufacturières	18,7	16,5	18,3	16,0	17,6	15,9	13,8
dont:							
Commerce de véhicules automobiles	20,6	23,9	23,1	21,6	18,9	20,8	20,5
Commerce de gros ⁽¹⁾	21,9	21,9	23,9	22,5	22,3	20,8	20,1
Commerce de détail ⁽¹⁾	22,3	22,1	23,1	22,9	20,8	21,1	21,2
Hébergement et restauration	15,4	15,9	16,1	15,6	13,7	13,6	12,6
Information et communication	21,1	18,7	24,0	24,6	27,6	29,2	24,1
Activités immobilières	10,6	9,8	13,1	10,0	10,3	10,9	9,3
Services aux entreprises	27,3	26,8	31,4	28,5	24,2	27,0	25,3
Énergie, eau et déchets	17,4	13,0	11,8	10,9	17,3	9,9	7,7
Construction	27,0	22,9	25,8	20,9	18,4	19,8	18,3
Total	19,3	17,0	18,9	17,1	18,2	16,8	15,0

Source: BNB.

(1) A l'exclusion des véhicules automobiles et des motocycles.

Annexe 3

DÉTAIL DU COMPTE D'EXPLOITATION POUR UNE SÉLECTION DE BRANCHES D'ACTIVITÉ, GRANDES ENTREPRISES

(millions d'euros)

	2013	2014	2015 e	Différence 2015-2013
Industrie manufacturière				
Ventes et prestations	(+) 222 683	221 488	216 512	-6 171
Approvisionnements et marchandises	(-) 145 389	142 649	133 867	-11 522
Services et biens divers	(-) 34 898	35 232	37 451	+2 553
Valeur ajoutée	42 396	43 607	45 194	+2 798
Frais de personnel	(-) 25 887	25 816	25 803	-84
Amortissements et réductions de valeur ⁽¹⁾	(-) 8 011	8 298	7 882	-129
Autres charges d'exploitation	(-) 1 602	1 381	1 384	-218
Résultat net d'exploitation	6 896	8 113	10 125	+3 229
Commerce de gros				
Ventes et prestations	(+) 202 236	199 653	192 583	-9 652
Approvisionnements et marchandises	(-) 167 675	164 926	155 377	-12 297
Services et biens divers	(-) 16 556	16 659	17 983	+1 427
Valeur ajoutée	18 006	18 067	19 223	+1 218
Frais de personnel	(-) 9 674	9 627	9 651	-23
Amortissements et réductions de valeur ⁽¹⁾	(-) 2 319	1 752	1 733	-586
Autres charges d'exploitation	(-) 3 073	3 135	3 359	+286
Résultat net d'exploitation	2 940	3 554	4 481	+1 541
Principaux autres services marchands⁽²⁾				
Ventes et prestations	(+) 151 096	157 492	166 016	+14 920
Approvisionnements et marchandises	(-) 81 732	84 122	88 116	+6 384
Services et biens divers	(-) 28 819	30 644	32 893	+4 073
Valeur ajoutée	40 545	42 726	45 007	+4 462
Frais de personnel	(-) 25 614	26 832	28 038	+2 424
Amortissements et réductions de valeur ⁽¹⁾	(-) 7 491	8 656	9 574	+2 083
Autres charges d'exploitation	(-) 1 420	1 533	1 534	+115
Résultat net d'exploitation	6 021	5 705	5 860	-160
Construction				
Ventes et prestations	(+) 27 185	27 953	28 810	1 625
Approvisionnements et marchandises	(-) 16 185	16 777	17 136	951
Services et biens divers	(-) 4 103	4 381	4 538	435
Valeur ajoutée	6 897	6 796	7 136	239
Frais de personnel	(-) 4 500	4 624	4 700	200
Amortissements et réductions de valeur ⁽¹⁾	(-) 757	756	788	31
Autres charges d'exploitation	(-) 337	224	272	-65
Résultat net d'exploitation	1 303	1 192	1 376	73

Source : BNB.

(1) Sur immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et frais d'établissement (rubrique 630).

(2) Soit la somme du commerce de détail, des services aux entreprises, des activités d'information et de communication, du commerce de véhicules automobiles, de l'immobilier et de l'horeca.

Annexe 4

DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
1. Taux de renouvellement des immobilisations corporelles		
Numérateur (N)	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Dénominateur (D)	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio :		
Exercice comptable de 12 mois		
8169 + 8229 – 8299 > 0 ⁽¹⁾		
2. Marge nette sur ventes		
Numérateur (N)	9901 + 9125	9901 + 9125
Dénominateur (D)	70 + 74 – 740	70
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio :		
Schémas abrégés: 70 > 0		
3. Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges de dettes, hors résultat exceptionnel		
Numérateur (N)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Dénominateur (D)	20/58	20/58
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio :		
Exercice comptable de 12 mois		
4. Rentabilité nette des capitaux propres avant impôts, hors résultat exceptionnel		
Numérateur (N)	9904 – 76 + 66 + 9134	9904 – 76 + 66 + 9134
Dénominateur (D)	10/15	10/15
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio :		
Exercice comptable de 12 mois		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		
5. Rentabilité nette des actifs d'exploitation		
Numérateur (N)	9901	9901
Dénominateur (D)	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1
Ratio = N/D × 100		
Conditions de calcul du ratio :		
Exercice comptable de 12 mois		

(1) Condition valable pour le calcul de la médiane mais pas pour la globalisation.

DÉFINITION DES RATIOS FINANCIERS (suite)

	Rubriques attribuées dans le schéma	
	complet	abrégé
6. Degré d'indépendance financière		
Numérateur (N)	10/15	10/15
Dénominateur (D)	10/49	10/49
Ratio = N/D × 100		
7. Charges d'intérêts moyennes des dettes financières		
Numérateur (N)	650	
Dénominateur (D)	170/4 + 42 + 43	
Ratio = N/D × 100		
Condition de calcul du ratio :		
Exercice comptable de 12 mois		
8. Endettement financier net		
Numérateur (N)	170/4 + 43 + 8801 – 54/58 – 50/53	170/4 + 43 + 42 – 54/58 – 50/53
Dénominateur (D)	20/58	20/58
Ratio = N/D × 100		

Annexe 5

VALEURS MÉDIANES DES FLUX DE TRÉSORERIE POUR LES ENTREPRISES DISTRIBUTRICES DE DIVIDENDES

(milliers d'euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ⁽¹⁾
	(entreprise médiane 1)								
Flux de trésorerie opérationnel	835	845	968	891	750	782	782	747	776
Flux de trésorerie d'investissement	-140	-140	-105	-103	-119	-120	-100	-98	-105
Flux de trésorerie libre	428	404	560	483	363	429	420	416	419
Dividendes	427	450	450	450	415	400	466	400	405
Résultat net de l'exercice	631	586	535	566	531	524	453	467	504
Flux de trésorerie au cours de l'exercice ...	9	2	9	8	0	1	1	4	9
Total bilantaire	8 183	8 143	7 965	7 928	7 626	7 942	7 689	7 559	7 874
	(entreprise médiane 2)								
Flux de trésorerie opérationnel	303	303	302	327	289	255	312	286	273
Flux de trésorerie d'investissement	-207	-200	-148	-143	-169	-188	-141	-152	-161
Flux de trésorerie libre	-22	-18	3	30	-4	-5	29	10	-5
Dividendes	500	500	500	500	476	435	598	502	480
Résultat net de l'exercice	630	565	529	557	511	505	433	454	486
Flux de trésorerie au cours de l'exercice ...	-59	-91	-75	-94	-91	-93	-66	-46	-70
Total bilantaire	8 794	8 671	8 401	8 602	8 455	8 040	7 905	8 189	7 986

Source : BNB.

(1) Les chiffres de 2015 sont basés sur la population disponible au 10 septembre 2016.

