

GESTION FINANCIÈRE

L3 GESTION

SÉANCE 4 : PROFITABILITÉ, RENTABILITÉ
ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Cours de Y. Giraud

Le principe du seuil de profitabilité

2

- Voir en quoi la structure des coûts influe sur le résultat de l'entreprise
- Le risque a des origines internes et externes
- La structure des coûts peut être choisie par l'entreprise ou subie (barrières à l'entrée, par exemple)
- Plus lourd est l'endettement, plus la part fixe des coûts est élevée contribuant à l'élévation du risque.

Coûts fixes et variables

3

- Coûts variables : ils varient en fonction du chiffre d'affaire
 - ▣ Exemples : charges de personnel (pas toutes), achats de marchandises et/ou de matières premières
- Coûts fixes : Ils ne varient pas en fonction du chiffre d'affaire (du moins, pas à court terme)
 - ▣ Exemples : Amortissements, charges d'entretien du matériel, certaines charges de personnel
- Résultat d'exploitation = $CA - CV - CF$

Seuil de profitabilité et structure des coûts (1)

4

- On a une entreprise réalisant un chiffre d'affaire de 150 000 euros.
- On a une marge sur coût variable de 60 %
- On a des coûts fixes de 50 000 euros (incl. amort.)
- Le résultat d'exploitation sera alors de :
 - $150\ 000 - 0.4 \times 150\ 000 - 50\ 000$
 $= 40\ 000$

Seuil de rentabilité et structure des coûts (2)

5

- On peut alors calculer un **seuil de rentabilité** (ou **point mort**), c'est à dire le CA minimum pour que le résultat d'exploitation soit nul.

$$0.6 CA^* - 50\ 000 = 0$$

$$CA^* = 83\ 333$$

- On peut l'exprimer en nombre de mois sur l'année.
 $(83\ 333 / 1\ 500\ 000) \times 12 = 6.5$ mois

Seuil de profitabilité et structure des coûts (3)

6

- Seuil de profitabilité :
 - ▣ coût fixe / marge sur coût variable.

- Levier d'exploitation : variation du résultat d'exploitation en fonction de la variation du chiffre d'affaire.
 - ▣ Si le chiffre d'affaire est de 200 000, on a:
$$R = 0.6 \times 200\,000 - 50\,000 = 70\,000$$

Seuil de profitabilité et structure des coûts (4)

7

□ L'effet de levier d'exploitation sera alors de :

□ $L = (\partial R/R)/(\partial CA/CA)$

□ $L = (30\ 000/40000)/(50\ 000/150\ 000)$

□ $L = 2.25$

□ Quand le chiffre d'affaire varie de 1 %, alors le résultat d'exploitation varie de 2.25 %. C'est un risque d'exploitation assez élevé.

Seuil de profitabilité et structure des coûts (5)

8

- Admettons que la marge sur coût variable baisse, elle est de 0.4 mais une baisse des coûts fixes à 30000
 - ▣ $R = 150\ 000 * 0.4 - 30\ 000 = 30\ 000$
- On alors le seuil de profitabilité suivant :
 - ▣ $CA^* = 30\ 000 / 0.4$
 - ▣ $CA^* = 75\ 000$
- Le seuil de profitabilité est atteint au bout de six mois.

Seuil de profitabilité et structure des coûts (6)

9

- Quelle sera alors dans ce cas le nouveau levier d'exploitation ? On repart d'une augmentation de CA de 50 000 euros.
- On a alors :
 - ▣ $R = 200\ 000 \times 0.4 - 30\ 000$
 - ▣ $R = 50\ 000$
 - ▣ $L = (20\ 000/30\ 000)/(50\ 000/150\ 000)$
 - ▣ $L = 2$
- Il y a alors réduction du risque d'exploitation.

Seuil de profitabilité et structure des coûts (7)

10

- On imagine un changement inverse dans la structure des coûts.
 - ▣ Marge = 0.8 et CF = 70 000
 - ▣ $R = 150\ 000 \times 0.8 - 70\ 000$
 - ▣ $R = 50\ 000$
 - ▣ $CA^* = 70\ 000 / 0.8 = 87\ 500$ (7 mois)
- Si le CA passe à 200 000, on a :
 - ▣ $R = 0.8 * 200\ 000 - 70\ 000 = 90\ 000$
 - ▣ $L = (40000 / 50000) / (50000 / 150000) = 2.4$

Seuil de rentabilité et structure des coûts (8)

11

- Deux facteurs explicatifs de l'instabilité des résultats dans le temps
 - ▣ La structure des coûts
 - ▣ Le positionnement du chiffre d'affaire par rapport au point mort
- Lors d'une progression du niveau d'activité, il faut rester vigilant quant à la rentabilité structurelle.
- Il peut y avoir une adaptation de la structure des coûts : le point mort va s'élever et le résultat va baisser.

Rentabilité économique et financière

12

- Rentabilité économique =
 - ▣ Résultat d'exploitation / Actif économique
- Actif économique = Immobilisations d'exploitation + BFR d'exploitation
- Simplification
 - ▣ Actif économique = Capitaux propres + Dettes financières
- En gros, on a fait ici l'hypothèse que $FRNG = BFR$ d'exploitation

Rentabilité financière

13

- Rentabilité financière =
 - ▣ Résultat net / capitaux propres

- Question : la structure d'une entreprise (le rapport des dettes sur les capitaux propres) peut-elle favoriser la rentabilité financière ?

- Une réponse nous est donnée par l'effet de levier
 - ▣ Lien entre la rentabilité économique et la rentabilité financière

Interprétation des ratios

14

- La rentabilité économique exprime l'efficacité des moyens mis en œuvre.
 - ▣ Elle représente le **point de vue de l'entreprise** qui cherche à optimiser ses opérations d'exploitation.
- La rentabilité financière, elle, représente le **point de vue de l'actionnaire**.
 - ▣ C'est le rendement de l'action achetée.
- Le lien entre les deux s'effectue par l'intermédiaire du taux d'endettement.

La rentabilité financière

15

- On peut exprimer autrement la rentabilité financière

$$\frac{\text{Résultat Net}}{\text{CA HT}} \cdot \frac{\text{CA HT}}{\text{Actif Total}} \cdot \frac{\text{Actif Total}}{\text{Capitaux Propres}}$$

- La rentabilité financière dépend alors:
 - ▣ Du taux de marge nette (politique commerciale)
 - ▣ De l'efficacité productive de l'entreprise
 - ▣ De la structure financière

Effet de levier

16

- Il relie la rentabilité financière à la structure financière de la firme et à sa rentabilité économique.
- L'idée est la suivante :
 - ▣ si la rentabilité économique est supérieure aux taux d'intérêt et
 - ▣ si la croissance de l'entreprise est supportée par une hausse de l'endettement, alors,
 - ▣ l'actionnaire devrait être bénéficiaire du résultat dégagé.

Effet de levier : formalisation (1)

17

- On note :
 - ▣ R_f = rentabilité financière
 - ▣ R_e = rentabilité économique
 - ▣ REX = résultat d'exploitation
 - ▣ i = taux d'intérêt
 - ▣ FF = frais financiers
 - ▣ D = dettes financières
 - ▣ CP = capitaux propres
 - ▣ t = taux d'IS

Effet de levier : formalisation (2)

18

- $R_f = \text{Résultat net} / CP$
- $\text{Résultat net} = (\text{REX} - FF) \times (1 - t)$
- Or $FF = D \times i$
- De plus $R_e = \text{REX} / (\text{Actif Éco})$
- Or $\text{Actif Éco} = D + CP$
- Donc $\text{REX} = R_e \times (D + CP)$
- D'où $R_f = \frac{R_e \times (D + CP) - D \times i}{CP} \times (1 - t)$

Effet de levier : formalisation (3)

19

- En factorisant le tout par D/CP (le ratio de structure financière), on obtient :

$$R_f = \left[R_e + (R_e - i) \cdot \frac{D}{CP} \right] \cdot (1 - t)$$

- La rentabilité financière dépend alors de la différence entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt et du taux d'endettement.

Effet de levier et effet massue

20

- Si $R_e > i$, alors toute augmentation du poids des dettes conduira à une amélioration de la rentabilité financière
→ Effet de levier
- Si $R_e < i$, alors toute augmentation du poids des dettes conduira à une détérioration de la rentabilité financière
→ Effet massue

Exemple

21

- Si la rentabilité économique est de 15 %
- L'impôt sur le revenu est de 1/3
- On aura :

D / CP	0.5	1	1.5
i= 7.5 %	12.5	15	17.5
i= 10 %	11.6	13.3	15
i= 12.5 %	10.8	11.6	12.5
i= 16 %	9.6	9.3	9

Limites de l'effet de levier

22

- Il ne tient pas compte du risque que fait peser l'élévation du rapport D/CP.
- En effet, pour les analystes financiers, le rapport ne doit pas dépasser l'unité.
- Cela entraînera alors une augmentation de la rentabilité attendue par les actionnaires.
- Il y a donc une simple compensation et pas une amélioration réelle de la situation de l'entreprise.

Définition de la valeur

23

- En finance, la notion de ‘valeur’ signifie que :
 - ▣ La rentabilité des actions d’une entreprise est supérieure à la rentabilité exigée par les investisseurs
 - ▣ En pratique, cela signifie que la rentabilité financière
 - Ne doit pas seulement être positive
 - Mais doit être supérieure à un certain niveau
 - ▣ Comment se détermine ce niveau ?

La création de valeur

24

- Pour comprendre le mécanisme de la création de valeur, il faut comprendre l'actualisation.
- Si je place 1000 euros à 10 % l'an pendant trois ans, j'aurai :
 - ▣ $1000 \times 1,10^3 = 1331$
 - ▣ Donc la valeur actualisée de 1331 euros dans 3 ans est 1000 euros
- Pour qu'une action crée de la valeur, il ne suffit pas qu'elle soit rentable, il faut qu'elle soit supérieure à ce que j'aurais gagné si j'avais placé mon argent.

Absence de création de valeur

25

- Si la rentabilité financière est de 10 %

	0	1	2	3
Capitaux propres	1000	1100	1210	1331
Valeur actuelle	1000	1000	1000	1000
Valeur actuelle (VA)/Valeur comptable (VC)	1	1	1	1

Création de valeur positive

26

- Avec une rentabilité de 15 %, on a :

	0	1	2	3
Capitaux propres	1000	1150	1322	1520
Valeur actuelle	1000	1045	1092	1142
VA/VC	1	1.045	1.092	1.142

- Le ratio VA/VC est corrélé à la rentabilité financière et à la croissance de l'entreprise

Règle de la création de valeur

27

- Il y a équilibre si le taux de rentabilité financière est égal au taux de rentabilité exigé par le marché.
- Il y a perte de valeur immédiate si le taux de rentabilité financière est inférieur au taux de rentabilité exigé par le marché
- Il y a création de valeur lorsque le taux de rentabilité financière est supérieur au taux de rentabilité exigé par le marché

De quoi dépend la création de valeur ?

30

- Elle dépend de deux facteurs :
 - ▣ Facteurs externes
 - Niveau des taux d'intérêt dans l'économie
 - Contexte macroéconomique
 - ▣ Facteurs internes
 - Capacité de l'entreprise à dégager du résultat d'exploitation et des flux de trésorerie (CAF)
 - Structure financière de l'entreprise
 - Notion de risque financier

Les agences de notation

31

- Il s'agit d'un organisme dont l'activité consiste à évaluer le risque financier d'une entreprise (ou d'une collectivité publique)
- La notation :
 - ▣ Aura un impact sur le taux d'intérêt exigé par les créanciers de l'entreprise
 - ▣ Aura un impact sur la valeur des actions / obligations émises par l'entreprise

Note	Sur 20	Signification
AAA	20	Solvabilité extrêmement forte
AA	17 à 19	Très forte solvabilité
A	14 à 16	Forte Solvabilité
BBB	11 à 13	Sensibilité de la solvabilité aux conditions économiques
BB	8 à 10	Solvabilité incertaine en cas de conditions économiques défavorables
B	5 à 7	Vulnérabilité plus forte que la note précédente
CCC	5 à 4	Solvabilité très douteuse
CC	1	Solvabilité extrêmement douteuse et précaire
D	0	Défaut de paiement

Le référentiel des agences de notation

33

- De AAA à BBB, on parle une entreprise de catégorie « investissement » et de BB à D d'une entreprise « spéculative ».
- La rentabilité attendue d'une entreprise dépend de cette notation. La rentabilité d'une entreprise AAA est égale à celle l'actif sans risque (bon du trésor, par exemple), mais celle d'une entreprise notée B devrait être d'au moins 5 fois supérieure.

Les ratios utilisés par les agences de notation

34

- Marge d'exploitation = REX/CA
- Rentabilité économique = $REX/Actif\ Eco$
- Rentabilité Fi = $Res.\ courant/Capitaux\ propres$
- Le rapport FF/EBE
- $CAF/Dette\ Financière$
- $Dettes / Capitaux\ Propres$

Exemple

35

- Pour être BBB :
 - ▣ $FF/REX = 25 \%$
 - ▣ $FF/EBE = 15 \%$
 - ▣ $DF/EBE = 2.3$
 - ▣ $CAF/DF = 30.5 \%$
 - ▣ $DF \text{ à terme} / \text{ressources stables} = 41 \%$
 - ▣ $DF / \text{Actif Economique} = 47.4 \%$
- Ces chiffres dépendent du positionnement compétitif d'une entreprise dans son secteur.