

Profitabilité n'est pas nécessairement synonyme de création de valeur

Les états financiers ne permettent pas la lecture directe du profit économique.



Par Xavier Paper, associé,
Paper Audit & Conseil

Une entreprise peut dégager des profits significatifs et, pourtant, détruire de la valeur. Comment expliquer cette situation apparemment paradoxale ?

1. Création de valeur

Les fonds alloués à une entreprise pour financer son actif économique (immobilisations et actifs d'exploitation) ont un coût. Ce qui semble une évidence pour les dettes financières, qui nécessitent le paiement d'une charge d'intérêt en sus du remboursement du capital, l'est beaucoup moins pour les fonds propres dont le coût apparent est souvent faible, voire nul, en l'absence de versement de dividendes. Les fonds propres d'une entreprise supportent en effet un coût, non directement observable¹, dénommé coût des fonds propres, qui correspond au coût d'opportunité d'un placement alternatif de même niveau de risque que celui attaché à l'entreprise en objet dont la mesure est équivalente au rendement total (dividendes et plus-values) des titres en capital du secteur et/ou du marché. Le coût global des ressources finançant l'actif économique de l'entreprise (AE), égal à la moyenne pondérée du coût des fonds propres et de l'endettement net, est dénommé coût du capital. Coût du capital et coût des fonds propres dépendent directement du niveau de risque de l'actif économique.

Ces éléments posés, il y a création de valeur pour l'entreprise lorsqu'apparaît une rente économique qui a pour origine une rentabilité des capitaux employés (ROCE ou return on capital employed ou résultat d'exploitation net d'impôt/capitaux propres + endettement net) supérieure au coût du capital. Cette rente économique est à l'origine de la valeur de marché, égale à la somme de la valeur comptable de l'actif économique et de la valeur créée. Le même raisonnement appliqué à l'actionnaire met en évidence une création de valeur dite «actionnariale» lorsque la rentabilité des fonds propres (ROE ou return on equity ou résultat net/capitaux propres) est supérieure au coût des fonds propres. Notons qu'un ratio de capitalisation boursière sur capitaux propres (PBR ou price to book ratio) supérieur à 1 permet de constater cette création de valeur.

2. Coût du capital et coût des fonds propres

Le Medaf (modèle d'équilibre des actifs financiers) fournit un

cadre conceptuel permettant d'estimer le coût des ressources sur la base des taux implicites résultant de l'observation du marché des actions. Selon le Medaf, le coût du capital, noté KAE, est égal à :

$$K_{AE} = r + \beta_{AE} \times (r_M - r)$$

r : taux de l'argent sans risque,

β_{AE} : bêta de l'actif économique

r_M : taux de rentabilité du marché des actions

Le coût des fonds propres (KCP) est calculé selon la même formule en remplaçant le bêta de l'actif économique, qui mesure la sensibilité de l'actif économique par rapport à celle du marché, par le bêta de l'action (β_{CP}), qui mesure la sensibilité de l'action par rapport à celle du marché. Ces deux bêtas sont liés par une formule dont l'expression varie en fonction des hypothèses liées à l'endettement net et à la fiscalité.

3. Exemple illustratif : la communication financière du groupe Accor

Dans son document de référence 2013, le groupe Accor précise à la page 170 les modalités de détermination de la création de valeur économique :

«La création de valeur économique se détermine comme suit : (ROCE après impôt – coût moyen pondéré du capital) x capitaux employés

Avec un ROCE après impôt de 11,4 % et un coût moyen pondéré du capital de 8,8 % en 2013, appliqué à 6,35 milliards d'euros de capitaux employés, Accor crée de la valeur (economic value added, EVA) pour 165 millions d'euros en 2013, contre 164 millions d'euros en 2012.»

Il apparaît donc que le surprofit (profit économique), matérialisé par la différence positive entre le ROCE et le coût du capital, égal à 2,6 %, est à l'origine d'une création de valeur économique d'un montant de 165 millions d'euros (~ 2,6 % x 6,35 milliards d'euros) pour l'exercice 2013.

4. Conclusion

Les développements qui précèdent montrent que la notion de profit comptable ne permet pas, à elle seule, de rendre compte de la performance de l'entreprise et de sa capacité à créer de la valeur. L'appréciation de la création de valeur suppose une analyse plus fine fondée, en particulier, sur le profit économique, dont les états financiers ne permettent pas la lecture directe. ■

1. Le résultat net, qui correspond à la rémunération maximum offerte aux actionnaires, soit l'excédent brut d'exploitation après opérations de répartition (renouvellement du capital économique via les dotations aux amortissements, couverture des risques via les dotations aux provisions, coût de l'endettement financier net, impôt sur les sociétés) ne constitue pas une mesure du coût des fonds propres mais le reliquat disponible pour les actionnaires.