Chapitre 3 : L'analyse de la rentabilité

1

1

1. Définitions et indicateurs

1.1 La rentabilité

La rentabilité d'une entreprise peut être définie comme son aptitude à dégager un résultat pour un montant donné de capitaux investis.

On distingue rentabilité économique et rentabilité financière

2

2

1.2 La rentabilité économique

La rentabilité économique mesure la capacité de l'entreprise à dégager un résultat économique sans tenir compte des décisions financières.

Elle mesure la rentabilité des capitaux investis dans l'entreprise, que ceux-ci soient des capitaux propres ou des capitaux empruntés.

On peut notamment la mesurer par le ratio suivant :

$$\frac{\text{Résultat d'exploitation après impôt}}{\text{Capitaux propres + dettes financières globales}}$$

Elle reflète la capacité de l'entreprise à rémunérer ses apporteurs de capitaux (prêteurs et actionnaires)

3

1.3 La rentabilité financière

La rentabilité financière (ou rentabilité des capitaux propres) mesure la rentabilité du point de vue des associés :

$$\frac{\text{Résultat de l'exercice}}{\text{Capitaux propres}}$$

La terminologie internationale désigne le ratio de rentabilité financière après impôt sous le nom de ROE (pour Return On Equity : Net Income/Equity)

5

5

Rque : on décompose également ce ratio de rentabilité économique en :

Taux de marge x taux de rotation des capitaux investis

Où : taux de marge = résultat d'exploitation après impôt/CA

et taux de rotation des capitaux investis = CA/capitaux investis

Re = Rex après impôt/CA X CA/Capitaux investis

La terminologie internationale désigne le ratio de rentabilité économique sous le nom de ROCE (pour Return on Capital Employed) qui rapporte le NOPAT (Net Operating Profit After Tax) au "capital employed" : NOPAT/Capital employed

4

4

2. L'effet de levier financier

Entre le résultat net qui revient aux actionnaires et le résultat d'exploitation, fruit du métier de l'entreprise, intervient le problème du financement externe.

L'écart entre la rentabilité économique et la rentabilité financière dépend de la politique d'endettement.

On appelle **Effet de levier financier le supplément (ou la dégradation) de la rentabilité financière imputable à l'endettement**

L'incidence réelle des charges financières pour l'entreprise est fonction :

- Du coût des dettes financières (et donc des taux d'intérêt en vigueur)
- Du poids des dettes (et notamment du rapport dettes financières / Capitaux propres).

6

6

Si on suppose l'absence de résultats exceptionnels et de participation des salariés et qu'on néglige les produits financiers on peut écrire la relation simplifiée suivante:

Résultat net = Résultat d'exploitation - charges financières - impôts sur bénéfices
 = résultat d'exploitation après impôt - charges financières après impôt

Or, on peut également écrire :

Charges financières après impôt = $i \cdot D$ où :
 i = coût moyen des dettes financières après impôt
 D = Dettes financières globales

On notera Re la rentabilité économique et Rf la rentabilité financière

7

7

On a alors :

Résultat net = Résultat d'exploitation après impôt - $i \cdot D$

Résultat net = $Re \cdot (CP + D) - i \cdot D$

Résultat net = $Re \cdot CP + Re \cdot D - i \cdot D$

Résultat net = $Re \cdot CP + (Re - i) \cdot D$

Résultat net / CP = $Re + (Re - i) \cdot (D / CP)$

Soit

$Rf = Re + (Re - i) \cdot D / CP$

Effet de levier financier = $(Re - i) \cdot D / CP$

8

8

La rentabilité financière dépend ainsi de la rentabilité économique mais aussi d'un terme dont le signe dépend du signe de **(rentabilité éco-i)**

Si rentabilité économique > taux d'intérêt des dettes financières, le différentiel est positif et majore d'autant plus la rentabilité financière que D/CP est fort.

Il y a effet de levier financier positif

Si rentabilité économique < taux d'intérêt des dettes financières, le différentiel est négatif et la rentabilité financière est d'autant plus dégradée que l'endettement est fort.

Il y a effet de levier financier négatif ou effet de massue.

9

9

Situation	Impact sur la rentabilité financière	Effet de levier financier
$D=0$	$Rf=Re$	Absence de levier financier si l'entreprise n'est pas endettée
$D>0$ et $Re>i$	$Rf=Re + \text{un complément}$	Effet de levier positif : l'endettement améliore la rentabilité des capitaux propres. Un supplément de dettes ΔD génère, à capitaux propres constants, un supplément de résultat d'exploitation après impôts supérieur au supplément de charges financières après impôt et donc un supplément de résultat net. « L'endettement supplémentaire permet un enrichissement des actionnaires »
$D>0$ et $Re<i$	$Rf=Re - \text{un complément}$	Effet de levier négatif ou effet massue : l'endettement détériore la rentabilité des capitaux propres. Un supplément de dettes ΔD génère, à capitaux propres constants, un supplément de résultat d'exploitation après impôts inférieur au supplément de charges financières après impôt et donc une diminution du résultat net. « L'endettement supplémentaire appauvrit les actionnaires »

10

10

3. Le risque financier

Le risque financier est le risque de variation de la rentabilité financière en cas de variation du chiffre d'affaires

Il correspond mathématiquement à l'écart type du taux de rentabilité financière $\sigma(Rf)$

Du fait de la formule de l'effet de levier financier

$Rf = Re + (Re - i) \cdot D / CP$

On a :

$\sigma(Rf) = \sigma(Re) * (1 + D / CP)$

11

11

Si l'entreprise est endettée, le risque financier supporté par les actionnaires est d'autant plus important que le ratio D/CP est élevé.

Exemple

Si les dettes financières sont égales aux capitaux propres ($D/CP = 1$), la rentabilité financière sera 2 fois plus volatile que la rentabilité économique.

L'effet de levier financier positif se traduit par un supplément de rentabilité pour les actionnaires mais également par un risque financier supérieur.

12

12