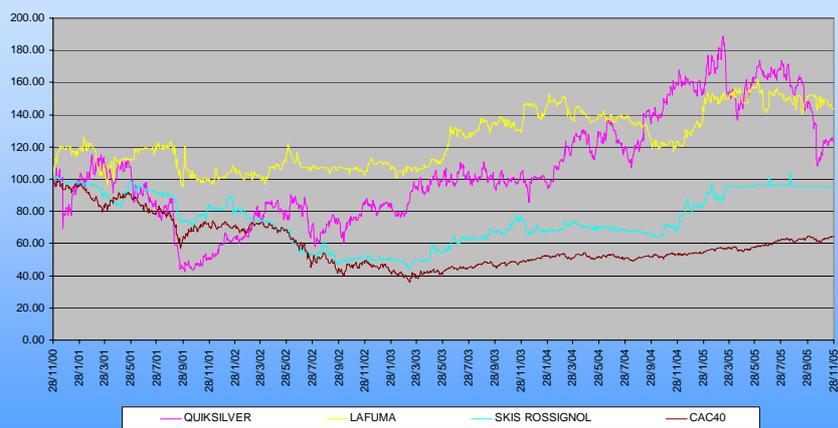


Management financier et création de valeur

Jean-Jacques Liti
Univ de Rennes 1 / IAE de Rennes

Master Management du sport - Univ Nice - 2005



Jean-Jacques Liti
Univ de Rennes 1 / IAE de Rennes

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Management financier et création de valeur

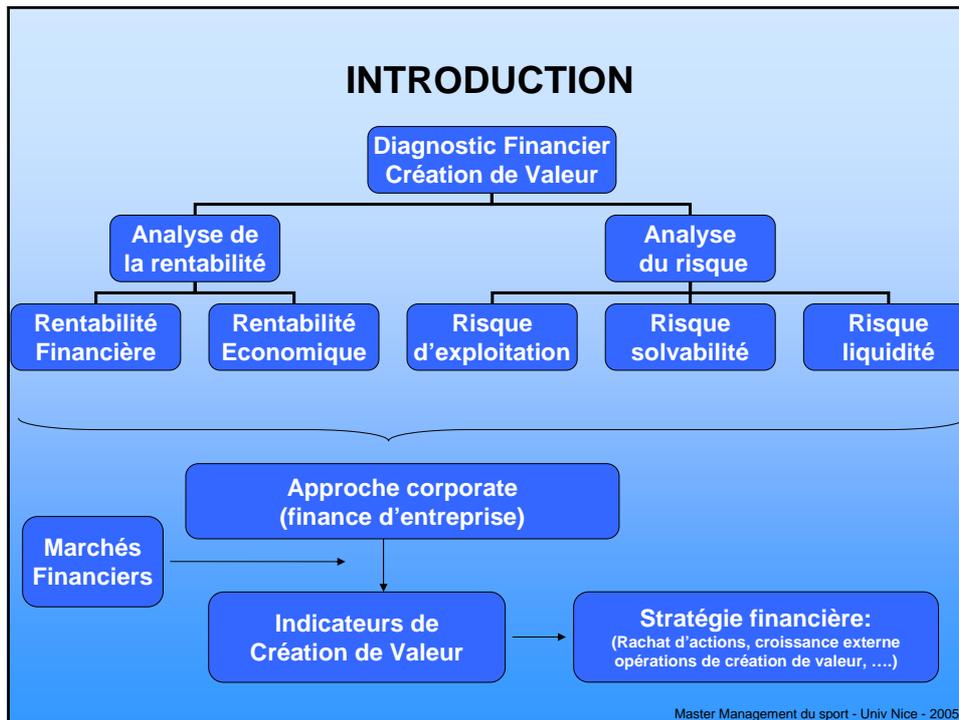
- **Rôle de la finance pour expliquer les stratégies des entreprises**
 - Quelles stratégies dans les années 1980 -90
 - Quelles changements en 1990 – 2000 ? Pourquoi ?
 - Comment expliquer les opérations récentes (Quiksilver, Owbow, Rossignol, Amer, Nike, Lafuma, etc)
 - Internationalisation ?
 - Rôle des marchés financiers ?
 - Rôle des actionnaires ?
- **Les approches traditionnelles**
 - ✓ Rentabilité financière et notion d'effet de levier financier
 - ✓ Diagnostic de la rentabilité économique
 - ✓ Exemple d'entreprise du secteur sportif
- **Les approches liées à la création de valeur**
 - ✓ Structure financière et valeur de l'entreprise
 - ✓ Rentabilité et création de valeur

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Management financier et création de valeur

- Introduction
 - ✓ Evolution de l'analyse financière
- Les approches traditionnelles
 - ✓ Rentabilité financière et notion d'effet de levier financier
 - ✓ Diagnostic de la rentabilité économique
- Les approches liées à la création de valeur
 - ✓ Structure financière et valeur de l'entreprise
 - ✓ Rentabilité et création de valeur

Master Management du sport - Univ Nice - 2005



Introduction

- Avant la crise de 1929: la solvabilité
 - Industrie de main d'œuvre
 - Rôle des banquiers limité aux financements de l'exploitation courante (crédits d'exploitation) – garantie indépendante de la situation de l'entreprise (biens fonciers & immobiliers)
 - Crédits d'équipements financés par autofinancement et/ou apports des actionnaires
 - Objectif du banquier: mesurer la solvabilité de l'entreprise

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Introduction

- Avant 1945: la liquidité
 - Analyse de la structure financière de l'entreprise
 - Rôle de la solvabilité et de la LIQUIDITE (faillites bancaires dues à l'illiquidité)
 - Notion de FDR considéré comme un matelas de sécurité (Actif circulant – Dettes à CT)
 - Permet de faire face à un incident d'exploitation (défaillance d'un client, mévente, etc)
 - FDR d'autant plus réel que financé par des CP: notion de FDR Propre : Actif cir – Passif exigible (CT et LT)
 - Emploi de fonds financé par une ressource de durée équivalente

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Introduction

- 1945 -1960: la notion de CAF
 - Rôle majeur de l'investissement lors de la reconstruction
 - Evolution des financements bancaires pour s'adapter à ce contexte
 - Apparition des plans de financement qui ont permis:
 - De planifier les investissements (y compris les renouvellements)
 - De présenter une structure de financement
 - Nécessaire équilibre entre les financements internes (notion de CAF, efforts des actionnaires) et externes (crédits bancaires)
 - Utilisation de ratios liés à l'utilisation du plan de fFinancement
 - D'autonomie financière: Dettes MLT/CP
 - De capacité de remboursement:
 - Dettes MLT/CAF
 - Échéance annuelle/CAF

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Introduction

- 1960 – 1973: l'approche fonctionnelle
 - Remise en cause de la primauté de la liquidité
 - Exigences des banquiers trop axées sur une approche liquidative de l'entreprise: frein à une croissance supra nationale des entreprises
 - L'analyse financière met en évidence les notions de cycles d'investissements et de financements:
 - Notions adaptées au besoin de croissance des entreprises à cette époque
 - Notion de FDR adapté au haut du bilan: équilibre entre ressources stables et emplois stables
 - Le bas de bilan apparaît comme un ensemble d'emplois et de ressources permanents: le solde (BFDR) doit donc être financé par des ressources permanentes (FDR).

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Introduction

- 1973 – 1980: la notion d'ETE et de flux
 - Période de forte d'inflation et de récession
 - Hausse nominale des besoins d'exploitation liés à l'inflation malgré l'absence de croissance réelle
 - Nécessité de mesurer la capacité à générer des liquidités et à rembourser ses dettes
 - Notion d'ETE: flux disponible après financement de l'accroissement du BFR
 - Critiques de l'approche fonctionnelle (FDR...) qui conduit parfois à considérer les crédits à CT (BFDR) comme une variable d'ajustement globale.
 - Rôle des capitaux propres ?
 - Surendettement des entreprises françaises

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Introduction

- 1980 – 1990: Primauté des marchés et de la rentabilité
 - Niveau Entreprises:
 - taux d'intérêt réels positifs
 - Internationalisation des entreprises
 - Stratégie de diversification coûteuse en capitaux
 - Niveau Marchés:
 - Engouement libéral
 - Développement des marchés financiers (marchés des produits dérivés, fonds d'investissements et de pension)
 - Impact fort sur la politique financière des entreprises
 - Rôle central:
 - Des capitaux propres (+ coût des emprunts accru sans inflation)
 - De la rentabilité économique et financière
 - De l'effet de levier financier (Modigliani et Miller)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Introduction

- Depuis 1990: Primauté des marchés et notion de création de valeur
 - Rôle des actionnaires et de la gouvernance des entreprises: stratégie recentrée sur les métiers de base très rentables pour les actionnaires (vente des filiales non rentables....)
 - Analyse des décisions en terme de valeur (décisions d'investissement ou de financement)
 - Analyse financière fondée sur:
 - Des indicateurs de création de valeur
 - L'évaluation des entreprises par le marché: notion de coût du capital (CMP)
 - La rentabilité exigée par les pourvoyeurs de fonds (via le Medaf)
 - La notion de notation financière

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

1ère Partie: Approches traditionnelles

- ✓ Rentabilité financière et notion d'effet de levier financier
- ✓ Diagnostic de la rentabilité économique

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- La rentabilité se définit par un rapport entre:
 - Un résultat (accroissement de richesse)
 - Des capitaux investis
- Différence entre marge et rentabilité:
 - La marge est le rapport entre un résultat et un volume d'activité (CA, Production, etc)
- Différence entre:
 - Rentabilité ex ante: calculée pour les investissements (à partir des cash-flows anticipés) ou pour les entreprises (à partir des anticipations des marchés financiers)
 - Rentabilité ex post: calculée lors d'un diagnostic financier

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

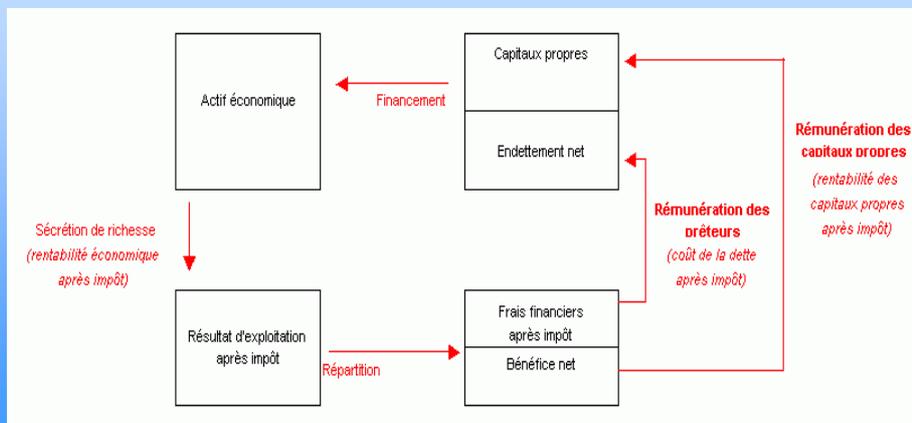
La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Différence entre une entreprise cotée et non cotée:
 - Entreprise non cotée:
 - La rentabilité est obtenue à partir des données comptables
 - Elle est comparée aux données du secteur d'activité, aux concurrents, etc
 - Entreprise cotée:
 - La rentabilité obtenue par les actionnaires peut être calculée à partir des cours boursiers (+dividendes)
 - Elle est comparée à la rentabilité exigée par les actionnaires (Medaf)
- Pour une entreprise cotée, les données comptables demeurent indispensables pour comprendre l'origine et l'évolution de cette rentabilité

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Création de richesse et répartition des rentabilités



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Création de richesse et répartition des rentabilités
 - Rentabilité économique:
 - Appelé également **ROA** (Return On Assets) ou **ROCE** (Return On Capital Employed): C'est une mesure comptable de la richesse créée après IS à répartir entre actionnaires et créanciers
 - Définit par : Rent économique = $k_a = \frac{\text{Résultat Economique après IS}}{\text{Actif Economique}}$
 - Actif économique: Immobilisations nettes+ BFRE
(+ VMP+Disponibilités si leurs montants est importants et structurels)
 - Résultat Economique: Doit être cohérent avec l'actif économique retenu. C'est le Résultat d'Exploitation après IS.
(+ Produits Financiers si VMP et Disponibilités intégrés dans l'A.Eco)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Création de richesse et répartition des rentabilités
 - Rentabilité Financière:
 - Appelé également **ROE** (Return On Equity). C'est une mesure comptable de la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires.
 - Définit par : Rent Financière = $k_c = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux Propres}}$
 - Capitaux Propres: représentés par les Capitaux non exigibles. Les non valeurs (frais d'établissement...) et les provisions pour risques et charges (risque réel) sont soustraites.

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier

Analyse par un exemple:

- Lafuma a 2 filiales non cotées Lafuma-N et Lafuma-E
- Leurs actifs sont identiques égaux à 1000.
- Lafuma-N est financé à 100% par capitaux propres
- Lafuma-E est financé:
 - à 60% par capitaux propres
 - à 40% par endettement (coût de la dette 9%)
- Taux d'IS: 33 1/3 % / Pas de cessions d'actifs / Endettement constant / Investissements = DAP

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier

Analyse par un exemple:

Lafuma - N		
Actif Economique	1000	1000
Capitaux Propres	1000	1000
tx d'intérêt	9%	9%
tx IS	33.33%	33.33%

	N	N-1
EBE	145	385
DAP	100	100
Résultat Exploitation	45	285
Frais Financiers	0	0
Résultat avant IS	45	285
IS	15.00	95.00
Résultat Net	30.00	190.00
Taux de rentabilité économique après IS	3.00%	19.00%
Taux de rentabilité des capitaux propres	3.00%	19.00%
Coût de la dette après IS	6.00%	6.00%

2 remarques:

- Rentabilité Economique: sans Produits Financiers, ka = Rés. d'expl après IS

- Rentabilité Financière: sans endettement

- kc = ka
- les actionnaires sont seuls à se partager la richesse secrétée

$$\text{Rent économique} = \frac{\text{Résultat d'expl après IS}}{\text{Actif Economique}}$$

$$\text{Rent capitaux propres} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux Propres}}$$

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier
Analyse par un exemple:

Lafuma-E		
Actif Economique	1000	1000
Capitaux Propres	600	600
tx d'intérêt	9%	9%
tx IS	33.33%	33.33%

2 Remarques:

- Rentabilité économique:** mêmes caractéristiques d'exploitation, donc résultat économique identique à la filiale non endettée Lafuma - N. **La rentabilité économique est donc indépendante de la structure financière**

	N	N-1
EBE	145	385
DAP	100	100
Résultat Exploitation	45	285
Frais Financiers	36	36
Résultat avant IS	9	249
IS	3.00	83.00
Résultat Net	6.00	166.00
Taux de rentabilité économique après IS	3.00%	19.00%
Taux de rentabilité des capitaux propres	1.00%	27.67%
Coût de la dette après IS	6.00%	6.00%

- Rentabilité Financière:** avec l'endettement
 - les actionnaires doivent partager la richesse secrétée avec les créanciers
 - Le taux de Rentabilité Financière varie avec l'endettement....notion d'effet de levier financier**

$$\text{Rent économique} = \frac{\text{Résultat d'expl après IS}}{\text{Actif Economique}}$$

$$\text{Rent capitaux propres} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux Propres}}$$

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier
Analyse par un exemple:

EVOLUTION DE LA RENTABILITE FINANCIERE			
	Lafuma - N	Lafuma-E	% var
N-1	19.00%	27.67%	46%
N	3.00%	1.00%	-67%

- L'endettement influe sur la rentabilité financière

EFFET DE LEVIER			
Lafuma-E			
	ka	kd après IS	kc
N-1	19%	6%	27.67%
N	3%	6%	1.00%

surplus de rentabilité obtenu par les actionnaires ka-kd

- Les actionnaires obtiennent en N-1 un résultat de 166 pour un investissement de 600 i.e. 27,67% de rentabilité financière

• rentabilité des CP: $ka * CP = 19\% * 600 = 114$

• surplus obtenu sur les capitaux investis par les créanciers:

$$(ka - kd) = (19\% - 6\%) * 400 = 52$$

166

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier
Analyse par un exemple:

Finalement:

- En année N-1, on a

DÉCOMPOSITION DE LA RENTABILITÉ FINANCIÈRE N-1	
Rentabilité des Capitaux Propres: $ka \cdot CP$	114
Surplus sur les Capitaux des Créanciers: $(ka-kd) \cdot D$	52
Résultat Net obtenu par les actionnaires	166
Rentabilité Financière	27.67%



$ka > kd$
endettement bénéfique
aux actionnaires

- En année N, on obtient

DÉCOMPOSITION DE LA RENTABILITÉ FINANCIÈRE N	
Rentabilité des Capitaux Propres: $ka \cdot CP$	18
Surplus sur les Capitaux des Créanciers: $(ka-kd) \cdot D$	-12
Résultat Net obtenu par les actionnaires	6
Rentabilité Financière	1.00%



$ka < kd$
endettement défavorable
aux actionnaires qui doivent
supporter la perte (rémunération
contractuelle des créanciers)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier

$$k_c = \frac{\text{résultat net}}{\text{capitaux propres}} = \frac{(ka \cdot AE - kd \cdot D)}{CP} = \frac{ka \cdot (CP + D) - kd \cdot D}{CP} = \frac{ka \cdot CP - (ka - kd) \cdot D}{CP}$$

$$k_c = ka + (ka - kd) \cdot \frac{D}{CP} \quad \text{Relation de l'effet de levier}$$

\downarrow Prime de rentabilité \downarrow Levier Financier

Cette relation montre:

- la variation de la rentabilité financière en fonction
 - de l'endettement
 - de la prime de rentabilité

- l'augmentation du risque financier liée à l'endettement $\sigma_c = \sigma_a \cdot \left(1 + \frac{D}{CP}\right)$
(Cohérence avec l'approche des marchés financiers: cf Medaf)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier

Exemples de niveaux d'endettement par secteur d'activité

Aéronautique & défense	0,12	0,18	0,15	0,20	0,11
Agro-alimentaire	0,24	1,02	1,06	0,79	0,59
Automobile	1,01	1,21	1,27	1,21	1,17
Boissons	0,68	0,78	0,73	0,58	0,41
Chimie	0,62	0,89	0,73	0,59	0,53
Construction	0,71	0,82	0,78	0,69	0,61
Distribution spécialisée	0,20	0,20	0,42	0,39	0,36
Eau	0,92	1,21	1,26	1,20	1,17
Electricité	0,61	0,75	0,94	0,91	0,83
Grande distribution	0,69	0,89	0,80	0,79	0,73
Logiciels informatiques	-0,37	-0,43	-0,27	-0,33	-0,42
Loisirs & hôtellerie	0,75	0,61	0,64	0,47	0,41
Luxe	0,55	0,33	0,33	0,33	0,28
Matériel électrique & électronique	0,36	0,38	0,40	0,39	0,30
Matériel informatique	0,01	-0,08	-0,01	-0,04	-0,11
Matériel télécoms	-0,02	0,03	-0,05	0,01	0,04
Media	0,94	0,37	0,36	0,36	0,34
Métallurgie	0,18	0,33	0,33	0,29	0,25
Pétrole & gaz	0,26	0,17	0,21	0,25	0,23
Pharmacie & santé	0,20	0,15	0,08	0,05	0,02
Services informatiques	-0,17	-0,12	-0,09	-0,13	-0,20
Sidérurgie	0,83	0,78	0,76	0,70	0,63
Télécoms	0,79	0,52	0,53	0,58	0,61
Textile	0,75	0,67	0,80	0,62	0,44
Transports	1,11	1,11	1,21	1,19	1,10

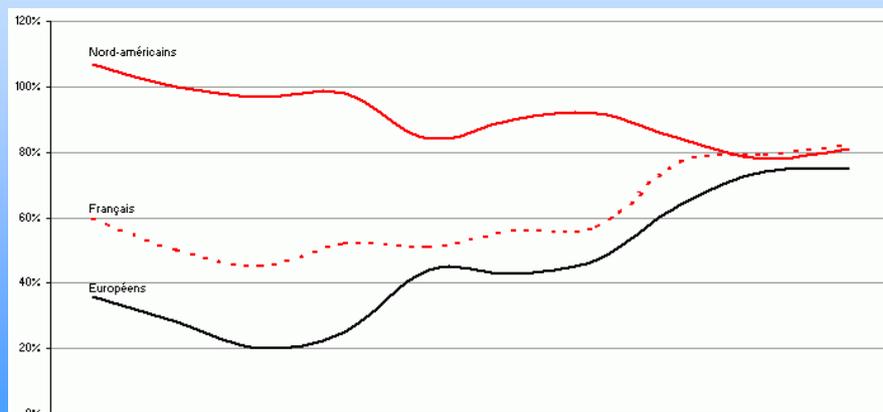
Source : BNP Paribas

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

La rentabilité financière et la notion d'effet de levier financier

- Mécanisme de l'effet de levier financier

Evolution des niveau d'endettement (endettement net / C.Propres)



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- La rentabilité financière s'explique avant tout par la rentabilité économique
- L'analyse de la rentabilité économique est réalisée à partir de sa décomposition en:
 - taux de marge économique: comparaison sectorielle + évolution
 - taux de rotation de l'actif économique

$$\underbrace{\frac{\text{Résultat économique après impôt}}{\text{Actif économique}}}_{\text{taux rentabilité économique}} = \underbrace{\frac{\text{Résultat éco après IS}}{\text{Indicateur d'activité}}}_{\text{taux de marge}} \cdot \underbrace{\frac{\text{Indicateur d'activité}}{\text{Actif économique}}}_{\text{taux de rotation de l'AE}}$$

L'indicateur d'activité est la production ou le CA (négoce)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Une bonne rentabilité économique s'obtient donc:
 - soit par une bonne profitabilité (i.e. marge élevée)
 - soit par une forte rotation des capitaux investis (i.e. activité peu capitalistique - pour 1 € d'actif économique, combien de CA est ce que l'entreprise génère ?)
 - Soit par les deux !!

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Exemple de décomposition de la rentabilité économique pour quelques entreprises

Données	Rentabilité économique après impôt	=	Résultat d'exploitation après impôt* / CA	x	Chiffres d'affaires / Actif économique
GlaxoSmithKline	43,6%		19,3%	x	2,3
Nokia	30,9%		7,0%	x	4,4
BMW	28,7%		4,8%	x	6,0
Unilever	17,1%		7,3%	x	2,4
Nestlé	16,7%		7,1%	x	2,4
Thomson Multimedia	16,2%		3,5%	x	4,6
RWE	14,8%		3,9%	x	3,8
L'Oréal	13,4%		7,7%	x	1,7
TotalFina Elf	12,8%		7,3%	x	1,8
Carrefour	12,2%		2,3%	x	5,3
Endesa	9,3%		12,8%	x	0,7
Bayer	6,6%		4,0%	x	1,7
France Télécom	5,9%		3,2%	x	1,8
Marks & Spencer	5,4%		3,8%	x	1,4
Volkswagen	2,5%		2,3%	x	1,1

* Taux d'imposition retenu : 35%

Source : BNP Paribas

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

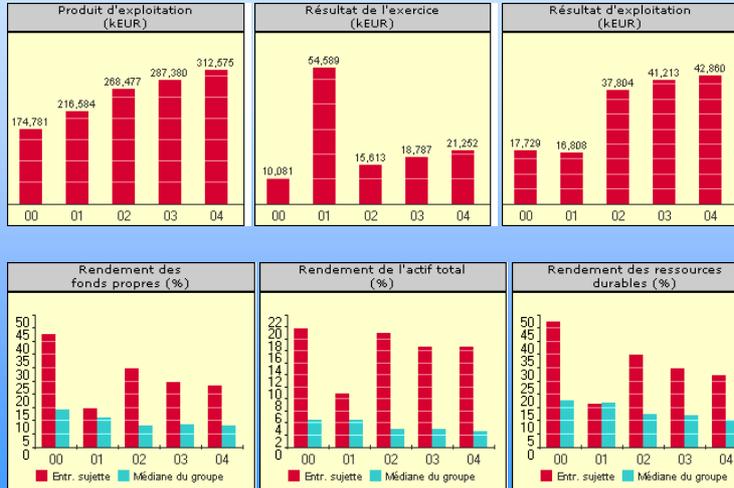
Le diagnostic de la rentabilité économique

- Exemple de calcul de rentabilité économique et financière et d'effet de levier (Groupe Quiksilver vs Rossignol)

	Quiksilver	Rossignol
C. Productivité et rentabilité		
1. Efficacité économique (milliers/pers.)	191	38
2. Prod. du potentiel de production	5.52	0.48
3. Productivité du capital financier	0.46	0.29
4. Productivité du capital investi	0.31	0.1
5. Taux d'investissement productif (%)	3.59	19.83
6. Rentabilité économique (%)	18.66	-4.07
7. Performance (%)	12.83	-3.8
8. Rend. brut des f. propres nets (%)	27.12	-9.58
9. Rentabilité nette (%)	7.13	-10.76
10. Rend. des capitaux propres nets (%)	34.64	-27.12
11. Rend. des res. durables nettes (%)	24.63	4.23
D. Marge et valeur ajoutée		
1. Taux de marge commerciale (%)	54.86	8
2. Taux de valeur ajoutée (%)	26.08	13.09
3. Part des salariés (%)	27.74	119.43
4. Part de l'Etat (%)	18.34	7.45
5. Part des prêteurs (%)	8	54.29
6. Part de l'autofinancement (%)	30.66	-58.46

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Quiksilver



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Quiksilver

COMPTE DE RESULTATS (KEUR)

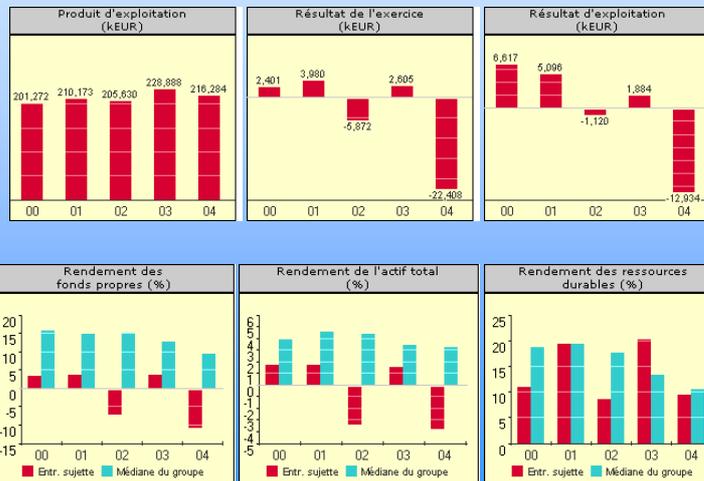
	31/03/2005	31/03/2004	31/03/2003	31/03/2002	31/03/2001
Comptes non consolidés	12 mois				
Produits d'exploitation	216,284	228,888	205,630	210,173	201,272
Coûts des ventes	-179,788	-177,312	-163,210	-168,911	-156,854
Autres charges d'exploitation	-49,430	-49,692	-43,540	-36,166	-37,801
Résultat d'exploitation	-12,934	1,884	-1,120	5,096	6,617
Résultat financier	5,020	1,378	-5,648	-1,574	-3,258
Impôts	1,145	1,392	1,231	-69	-677
Résultat exceptionnel	-15,639	-2,049	-335	527	-281
Résultat de l'exercice	-22,408	2,605	-5,872	3,980	2,401
Nombre d'employés	726	744	728	724	710

RATIOS

	31/03/2005	31/03/2004	31/03/2003	31/03/2002	31/03/2001
Rendement des fonds propres (%)	-10.84	3.59	-7.20	3.51	3.25
Rendement de l'actif total (%)	-3.83	1.51	-3.41	1.70	1.65
Rendement des ressources durables (%)	9.43	20.16	8.57	19.22	10.96
Performance (%)	-3.80	1.47	-3.36	1.77	1.71
Liquidité au sens large	1.02	1.05	1.22	0.84	1.10
Liquidité au sens strict (%)	29.15	40.67	45.04	47.41	47.92
Degré d'indépend. financière à long terme	4.72	30.37	18.82	49.92	17.89
Total de l'actif /employés (milliers)	285	291	272	287	287
Rentabilité des Fonds propres	2.85	2.43	2.14	1.98	1.90

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rossignol



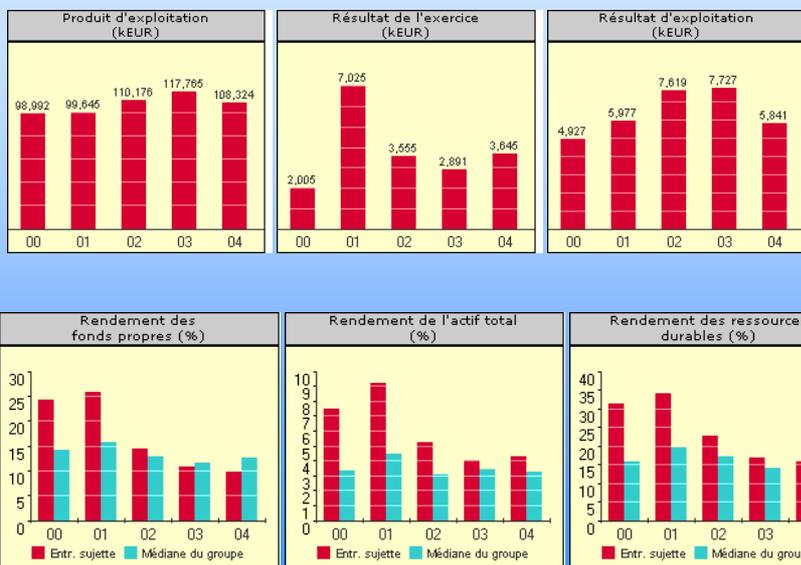
Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rossignol

COMPTE DE RESULTATS (kEUR)	31/03/2005	31/03/2004	31/03/2003	31/03/2002	31/03/2001
Comptes non consolidés	12 mois				
Produits d'exploitation	216,284	228,888	205,630	210,173	201,272
Coûts des ventes	-179,788	-177,312	-163,210	-168,911	-156,854
Autres charges d'exploitation	-49,430	-49,692	-43,540	-36,166	-37,801
Résultat d'exploitation	-12,934	1,884	-1,120	5,096	6,617
Résultat financier	5,020	1,378	-5,648	-1,574	-3,258
Impôts	1,145	1,392	1,231	-69	-677
Résultat exceptionnel	-15,639	-2,049	-335	527	-281
Résultat de l'exercice	-22,408	2,605	-5,872	3,980	2,401
Nombre d'employés	726	744	728	724	710
RATIOS	31/03/2005	31/03/2004	31/03/2003	31/03/2002	31/03/2001
Rendement des fonds propres (%)	-10.84	3.59	-7.20	3.51	3.25
Rendement de l'actif total (%)	-3.83	1.51	-3.41	1.70	1.65
Rendement des ressources durables (%)	9.43	20.16	8.57	19.22	10.96
Performance (%)	-3.80	1.47	-3.36	1.77	1.71
Liquidité au sens large	1.02	1.05	1.22	0.84	1.10
Liquidité au sens strict (%)	29.15	40.67	45.04	47.41	47.92
Degré d'indépend. financière à long terme	4.72	30.37	18.82	49.92	17.89
Total de l'actif /employés (milliers)	285	291	272	287	287
Rentabilité des Fonds propres	2.85	2.43	2.14	1.98	1.90

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Lafuma



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Lafuma

	30/09/2004	30/09/2003	30/09/2002	30/09/2001	30/09/2000
COMPTES DE RESULTATS (kEUR)					
Comptes non consolidés	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois	13 mois
Produits d'exploitation	108,324	117,765	110,176	99,645	98,992
Coûts des ventes	-70,706	-74,589	-70,896	-63,293	-70,752
Autres charges d'exploitation	-31,777	-35,449	-31,661	-30,375	-23,314
Résultat d'exploitation	5,841	7,727	7,619	5,977	4,927
Résultat financier	-877	-3,039	-1,693	2,456	1,987
Impôts	-1,016	-1,339	-1,652	-1,085	-1,678
Résultat exceptionnel	-303	-458	0	-323	-3,231
Résultat de l'exercice	3,645	2,891	3,555	7,025	2,005
Nombre d'employés	365	358	352	342	324
RATIOS					
Rendement des fonds propres (%)	9.69	10.61	14.31	25.65	24.11
Rendement de l'actif total (%)	4.25	4.02	5.22	9.22	7.42
Rendement des ressources durables (%)	15.70	16.66	22.55	33.95	31.13
Performance (%)	4.66	4.08	5.46	8.71	7.33
Liquidité au sens large	225.29	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Liquidité au sens strict (%)	43.18	37.16	35.86	35.47	30.40
Degré d'indépend. financière à long terme	58.66	50.44	59.89	73.21	82.63
Total de l'actif / employés (milliers)	320	326	323	267	265
Rentabilité des Fonds propres	2.08	2.60	2.62	2.95	3.29

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Exemple de calcul de rentabilité économique et financière et d'effet de levier

Chiffre d'affaires (CA)	1 232	1 318	1 513	1 577
Résultat courant (RC)	222	198	221	228
+ Charges financières nettes des produits (CF)	-6	-6	0	4
= Résultat d'exploitation (RE)	216	192	221	232
Immobilisations nettes (Im)	703	802	804	799
+ Besoin en fonds de roulement (BFR)	203	275	324	400
= ACTIF ECONOMIQUE (AE)	906	1 077	1 128	1 199
Capitaux propres (CP)	926	1 036	1 154	1 256
+ Endettement net (D)	-20	41	-26	-57
= ACTIF ECONOMIQUE (AE)	906	1 077	1 128	1 199
Taux d'impôt sur les sociétés (IS)	37,2%	40,6%	37,6%	34,4%

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Exemple de calcul de rentabilité économique et financière et d'effet de levier

Calcul

i	Coût net de l'endettement = $\frac{CF \times (1-IS)}{D}$	18,8%	-8,7%	0%	-4,6%
R _e	Rentabilité économique après impôt = $\frac{RE \times (1-IS)}{AE}$	15,0%	10,6%	12,2%	12,7%
R _e - i	Rentabilité économique après impôt - coût net de l'endettement	-3,8%	19,3%	12,2%	17,3%
D / CP	Levier financier	-0,02	0,04	-0,02	-0,05
	Effet de levier = $(R_e - i) \times \frac{D}{CP}$	0,1%	0,8%	-0,3%	-0,8%
R _{CP}	Rentabilité des capitaux propres = $\frac{RC \times (1-IS)}{CP}$ ou $R_e + \frac{D}{CP} \times (R_e - i)$	15,1%	11,4%	11,9%	11,9%

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Exemple de calcul de rentabilité économique et financière et d'effet de levier

Résultats

Marge économique après impôt ($RE \times (1-IS)/CA$)	11,0%	8,7%	9,1%	9,7%
×				
Taux de rotation de l'actif économique (CA/AE)	1,36	1,22	1,34	1,32
= Rentabilité économique (A)	15,0%	10,6%	12,2%	12,7%
Rentabilité économique - coût net de la dette ($R_e - i$)	-3,8%	19,3%	12,2%	17,3%
×				
Lever financier (D/C)	-0,02	0,04	-0,02	-0,05
= Effet de levier (B)	0,1%	0,8%	-0,3%	-0,8%
= Rentabilité des capitaux propres (A+B)	15,1%	11,4%	11,9%	11,9%

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Avantages et Limites des approches comptables et de l'effet de levier

- La rentabilité économique est l'un des principaux indicateurs de rentabilité et d'efficacité - intéressant pour l'analyse comptable ou la gestion d'un centre de profit.

•Exemples:

1. Analyse des stratégies des années 1960 (forte croissance + taux d'intérêts réels très faibles)

- faibles marges et investissements lourds (part de marché et prod de masse): rentabilité économique faible
- endettement important (inflation forte): rentabilité financière élevée mais très instable en cas de retournement de tendance (chute de l'inflation par exemple)
- Ex type: moulinex

2. Analyse des années 1980 (croissance limitée et coût de l'argent >0)

- objectif de diminution de l'endettement et d'amélioration de la rentabilité économique (rotation de l'AE via les stocks - JAT par ex)
- Ex type: Peugeot

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Avantages et Limites des approches comptables et de l'effet de levier
 - Permet d'analyser la rentabilité financière en déterminant son origine:
 - soit une performance opérationnelle (bon niveau de rentabilité économique)
 - soit une structure de financement à fort levier
- Très utile de lier la rentabilité économique avec le Coût Moyen Pondéré du Capital: approche de la création de valeur

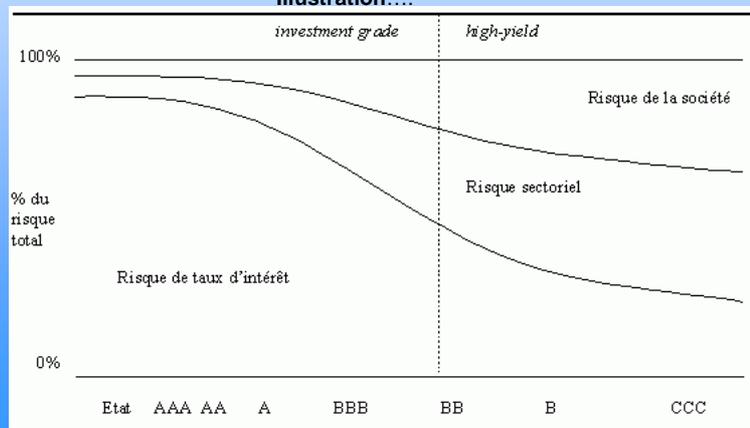
Mais....

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Limites des approches comptables et de l'effet de levier
 - L'approche reste purement comptable **sans intégration du risque**: il peut sembler facile d'améliorer la rentabilité financière en s'endettant (**quid de l'augmentation du risque lié à l'endettement**)

Illustration....

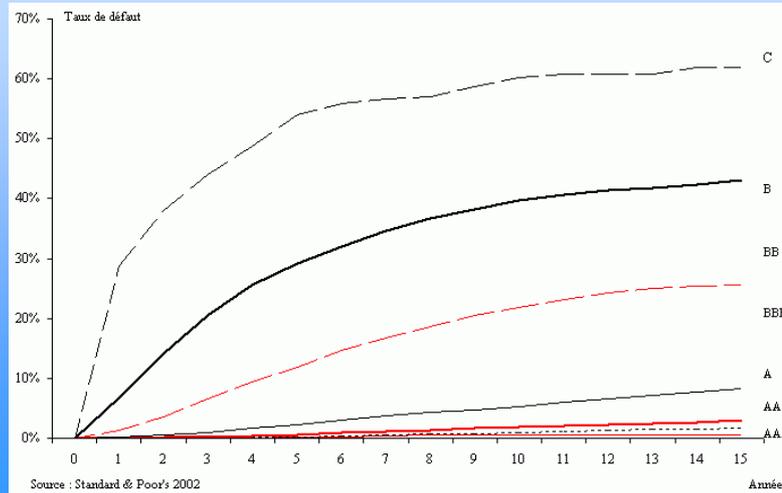


Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Limites des approches comptables et de l'effet de levier

Illustration

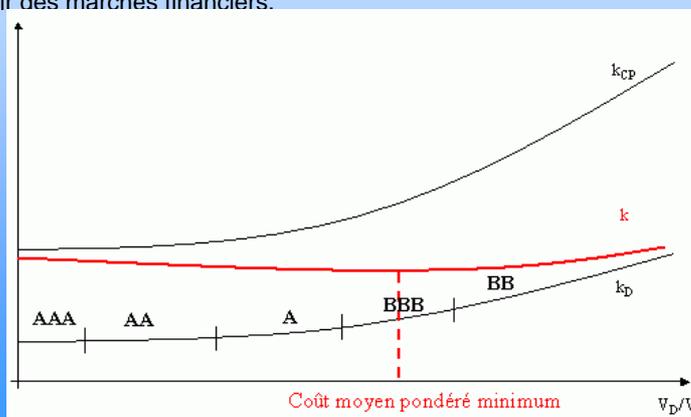


Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Limites des approches comptables et de l'effet de levier

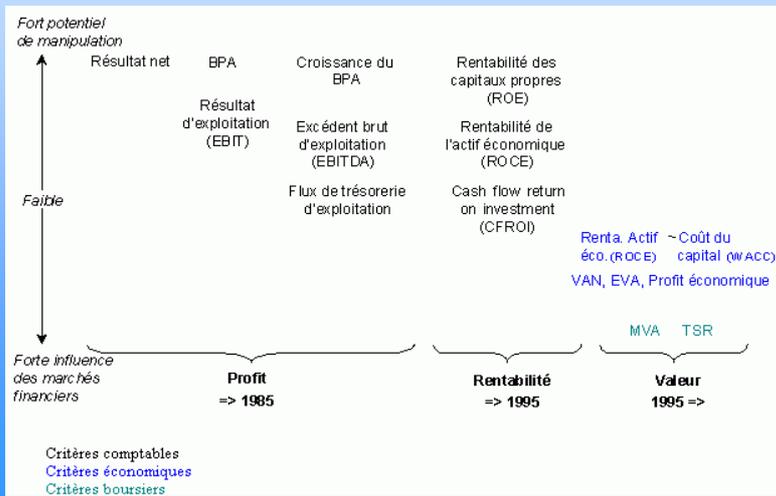
- L'approche fournit des rentabilités calculées ex post. Elles sont donc déconnectées des exigences de rentabilités (ex ante) des actionnaires établies à partir des marchés financiers.



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Le diagnostic de la rentabilité économique

- Limites des approches comptables et de l'effet de levier
 - Nécessité d'intégrer la logique des marchés financiers pour enrichir l'approche de l'effet de levier et de tenir compte des rentabilités exigées par les actionnaires (fonction du risque de l'entreprise (D/CP))



2nde Partie: Rentabilité: les approches liées à la création de valeur

- ✓ Structure financière et valeur de l'entreprise
- ✓ Rentabilité et création de valeur

2nde Partie: Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

La relation de l'effet de levier permet de comprendre l'origine de la rentabilité financière: rentabilité économique et endettement (via le levier financier)

Rentabilité financière:

- intérêt purement comptable et non financier
- MAIS elle permet de mieux définir les **objectifs d'une entreprise**:
 - **maximiser la valeur de l'actif économique** (cf la rentabilité économique): définition de la notion de création de valeur, conditions pour qu'une entreprise crée de la valeur, etc
 - ou **minimiser le coût des financements** (CP et dettes): Existe-t-il une structure financière qui permette de maximiser la valeur de l'actif économique ?

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Depuis les années 1980, montée en puissance de la notion de création de valeur.

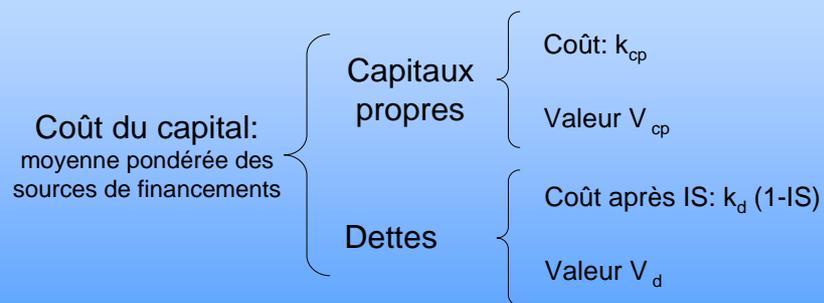
A défaut de quoi:

- risque d'OPA ou vente de filiale surtout lorsque les capitalisations boursières sont faibles (cf CAC 40, Eurostoxx, etc)
 - stratégie de Quiksilver: croissance externe pour rentabiliser des cash flows (rachat de rossignol)
 - stratégie de Lafuma /Oxbow
 - stratégie de TUI (vente d'Algeco)
 - stratégie de Accor (rachat du club Med)
- industrie métallurgique (arcelor)
- changement de direction....
- défiance ou sanction des marchés financiers (via des fonds d'investissement – fonds de pension – etc)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

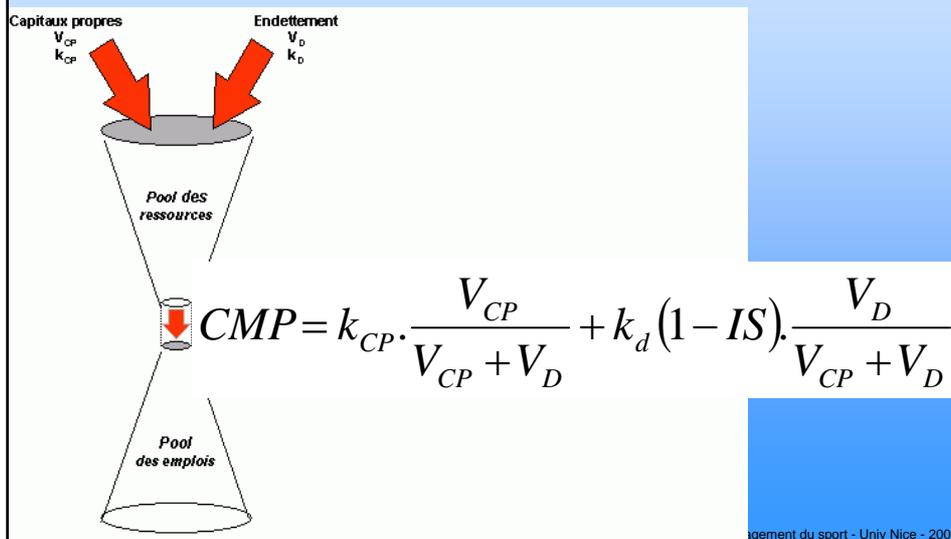
- Comment calculer le coût des financements ? **C'est la notion de coût du capital (ou CMPC: coût moyen pondéré du capital)**



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

- notion de coût du capital (ou CMPC: coût moyen pondéré du capital)

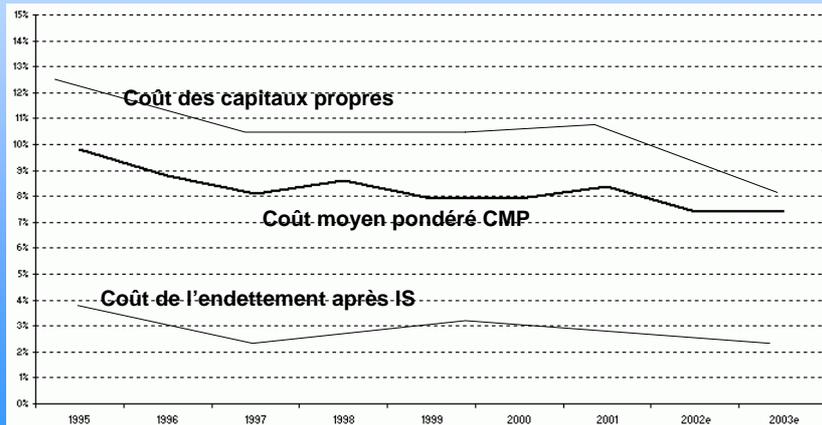


gement du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

- notion de coût du capital (ou CMPC: coût moyen pondéré du capital)

Evolution pour les principaux groupes européens cotés



Source: RNP Paribas

ce - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

- Evolution du coût du capital et de la valeur de l'entreprise avec l'endettement

3 approches:

- Sans fiscalité
- Avec fiscalité
- Avec fiscalité, coût de faillite et coût d'agence

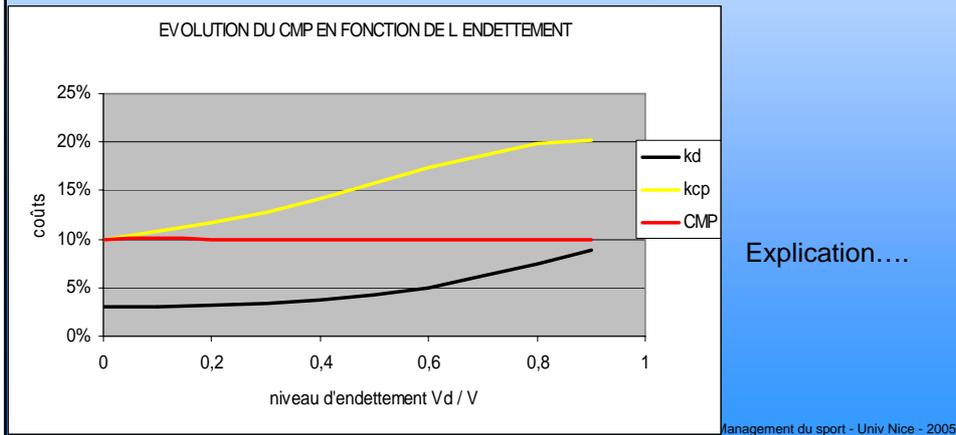
Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (sans fiscalité)**

On peut démontrer que:

- la valeur de l'entreprise est indépendante du niveau d'endettement
- le CMP reste constant quand l'endettement augmente



Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (sans fiscalité)**

1ère explication: L'endettement génère des effets croisés:

- Effet à la baisse sur le CMP: L'augmentation de l'endettement (dont le coût est plus faible) fait baisser le CMP
- Effet à la hausse sur le CMP: L'endettement va augmenter le risque:
 - augmentation du coût kd exigé par les créanciers
 - augmentation du risque de l'entreprise donc de la rentabilité kcp exigée par les actionnaires
- L'économie réalisée via l'endettement est compensée par l'augmentation du coût des capitaux propres
- c'est la « Pie Theory » de Modigliani et Miller

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• Evolution du coût du capital avec l'endettement (sans fiscalité)

2nde explication: Raisonnement d'arbitrage de Modigliani et Miller

	N	E
Flux de trésorerie	200	200
Capitaux Propres	1000	600
Dettes	0	400
Valeur de l'entreprise	1000	1000
Frais Financiers 10%	0	40
Résultat	200	160

	INVESTISSEMENT	
	NET	RESULTATS
STRATEGIE 1 Achat de k % des actions de l'entreprise E	k . CP E ou k . (VE - D)	k (CF - rd.D)
STRATEGIE 2 Achat de k % des actions de l'entreprise N: Emprunt d'un montant kD au taux rd: kD	k.Vn-k.D ou k (Vn-D)	k(CF-rd.D)

Les 2 stratégies donnent des résultats identiques: les investissements doivent donc être identiques sinon un arbitrage serait effectué....

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• Evolution du coût du capital avec l'endettement (sans fiscalité)

2nde explication: Raisonnement d'arbitrage de Modigliani et Miller

	N	E
Flux de trésorerie	200	200
Capitaux Propres	1000	600
Dettes	0	400
Valeur de l'entreprise	1000	1000
Frais Financiers 10%	0	40
Résultat	200	160

	INVESTISSEMENT	
	NET	RESULTATS
STRATEGIE 1 Achat de k % des actions de l'entreprise E	k . CP E ou k . (VE - D) 60	k (CF - rd.D) 16
STRATEGIE 2 Achat de k % des actions de l'entreprise N: Emprunt d'un montant kD au taux rd: kD	k.Vn-k.D ou k (Vn-D) 60	k(CF-rd.D) 16

Sans arbitrage, on a $k (VE - D) = k (VN - D)$

Les deux entreprises ont donc des valeurs identiques

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital avec l'endettement (sans fiscalité)**

2nde explication: Raisonnement d'arbitrage de Modigliani et Miller

Dans le cas contraire (par exemple si $VE > VN$)

SI $VE > VN$

	INVESTISSEMENT		RENTABILITE
	NET	RESULTATS	
STRATEGIE 1 Achat de k % des actions de l'entreprise E	k . CP E ou k . (VE - D) 70	k (CF - rd.D) 16	23%
STRATEGIE 2 Achat de k % des actions de l'entreprise N: Emprunt d'un montant kD au taux rd: kD	k.Vn-k.D ou k (Vn-D) 60	k(CF-rd.D) 16	27%

Les stratégies ne fournissent pas la même rentabilité. Les investisseurs vont donc réaliser un arbitrage en faveur de la stratégie 2. On aura donc:

- Achat important d'actions N dans le cadre de la stratégie 2
- Augmentation du cours jusqu'à ce que $VN = VE$
- Aux cours d'équilibre les rentabilités seront identiques

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement**

3 facteurs modifient très sensiblement ce résultat

- les paramètres fiscaux
- les risques de faillite liés à un endettement excessif
- les conflits d'intérêts entre les actionnaires, les dirigeants et les créanciers –notion de coût d'agence et de gouvernement d'entreprise.

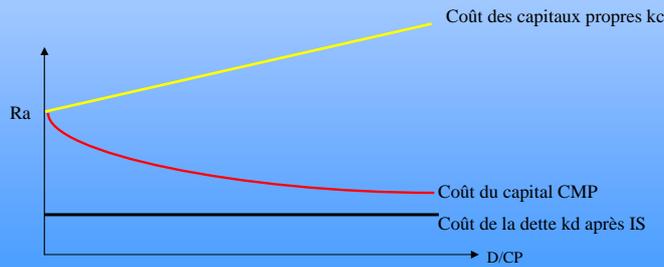
Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact de la fiscalité)**

On peut démontrer que:

- la valeur de l'entreprise augmente avec l'endettement
- le CMP diminue quand l'endettement augmente
- ces effets proviennent des économies d'impôt sur les frais financiers



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact de la fiscalité)**

Montant des économie d'IS en % de la valeur des CP

V _D /V	k _{CP}	Maturité de la dette		
		5 ans	10 ans	Infinie
0 %	10,0 % ⁽¹⁾	0 %	0 %	0 %
25 %	11,0 %	2,1 %	3,3 %	5,1 %
33 %	11,4 %	3,1 %	4,8 %	7,0 %
50 %	12,9 %	5,8 %	8,7 %	12,0 %
66 %	15,6 %	10,1 %	14,3 %	17,9 %

Actif Eco = 100
 Endettement 50% à 5%, IS=31%,
 Résultat Expl toujours positif (>2,5)
 Eco d'IS = 31%.2,5 = 0,775

$$VA \text{ des éco d'IS} = \frac{(5\% \cdot 50) \cdot 31\%}{12,9} = 6$$

Valeur des capitaux propres = 56

Augmentation de la valeur en % des CP = 6/50 = 12%

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement
 (impact de la fiscalité)

Explication: Répartition des flux entre actionnaires – créanciers - Etat

- Les créanciers perçoivent un flux constant (contractuel) = kD que l'entreprise soit imposée ou non.
- Les actionnaires bénéficient de la déductibilité des frais financiers. Plus l'entreprise sera endettée, plus les actionnaires bénéficieront d'économies d'IS sur les frais financiers (si l'entreprise est bénéficiaire).
- Finalement, c'est l'Etat qui subit ce supplément de valeur versé aux actionnaires.

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement
 (impact de la fiscalité)

Explication:

		INVESTISSEMENT NET	RESULTATS
STRAT 1	Achat de k % des actions de l'entreprise E	$k \cdot CP E$ ou $k \cdot (VE - D)$	$k(CF - rd.D)$ (1-IS)
STRAT 2	Achat de k % des actions de l'entreprise N: $k.Vn$ Emprunt d'un montant $k.D$ (1-IS) au taux $rd: kD$ (1-IS)	$k.Vn-k.D$ (1-IS) ou $k(Vn-D)$ (1-IS)	$k(CF^*(1-IS)-rd.D)$ (1-IS) ou $k(CF^*-rd.D)$ (1-IS)
		INVESTISSEMENT NET	RESULTATS
STRAT 1	Achat de k % des actions de l'entreprise E	$k \cdot CP E$ ou $k \cdot (VE - D)$??	$k(CF - rd.D)$ (1-IS) 10,672
STRAT 2	Achat de k % des actions de l'entreprise N: $k.Vn$ Emprunt d'un montant kD au taux $rd: kD$	$k.Vn-k.D$ (1-IS) ou $k(Vn-D)$ (1-IS) 73,32	$k(CF^*-rd.D)$ (1-IS) 10,672

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact de la fiscalité)**

Explication:

	INVESTISSEMENT NET	RESULTATS
STRAT 1 Achat de k % des actions de l'entreprise E	$k \cdot CP_E$ ou $k \cdot (V_E - D)$??	$k(CF - rd.D)(1-IS)$ 10,672
STRAT 2 Achat de k % des actions de l'entreprise N: k.Vn Emprunt d'un montant kD au taux rd: kD	$k \cdot Vn - k.D.(1-IS)$ ou $k(Vn - D.(1-IS))$ 73,32	$k(CF^* - rd.D).(1-IS)$ 10,672

Donc $k(V_E - D) = k(V_N - D.(1 - IS))$
 donc $V_E = V_N + IS.D$

Valeur actuelle des économies d'IS
 VA de $IS.rd.D$ au taux kd
i.e. $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{IS.kd.D}{(1 + kd)^t} = IS.D$

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact de la fiscalité)**

- La valeur d'une entreprise endettée bénéficie d'une prime égale à la valeur actuelle de ses éco d'IS:

$$V_E = V_N + IS.D$$

- Le CMP diminue donc avec l'endettement

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

- **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact du sur-endettement et des coûts de faillite)**

Ce résultat implique que toutes les entreprises devraient être très endettées ! En réalité, les politiques financières intègrent d'autres facteurs tels que:

- Les coûts de sur endettement
- Les conflits actionnaires-dirigeants-créanciers (théorie de l'agence)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

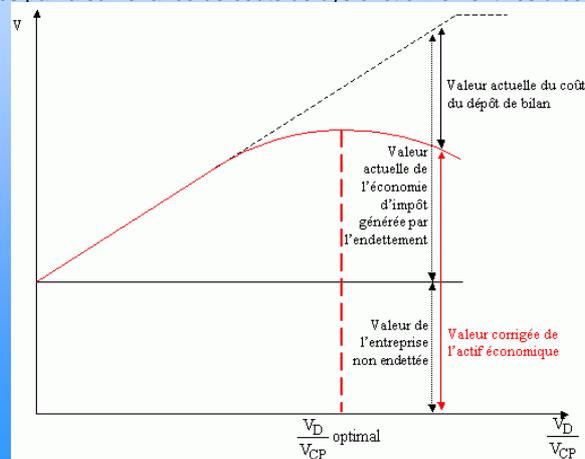
Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

- **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact du sur-endettement et des coûts de faillite)**

On peut démontrer que:

- la valeur de l'entreprise atteint un optimum pour un certain endettement
- au-delà de cet optimum, les effets bénéfiques de l'endettement (éco d'IS) sont compensés par la survenance de coûts de dysfonctionnement liés à ce sur endettement.



nt du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement
(impact du sur-endettement et des coûts de faillite)**

Les coûts de dysfonctionnement et/ou de faillite liés au sur endettement peuvent provenir:

- d'une diminution des crédits FRNS + annulation de cdes
- d'une difficulté à trouver de nouvelles sources de financement pour des projets rentables
- d'une réduction des frais de R&D, de maintenance
- d'une réduction des dépenses de formation, de communication
- d'une mauvaise notation (rating ou Assurance crédit)
- d'une diminution de la productivité (démobilisation du personnel, grèves, etc)
- d'éventuels coûts liés à une mise en liquidation (frais de procédures, avocats, etc)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement
(impact des coûts d'agence)**

• Les coûts d'agence et l'endettement

- Notion de coûts d'agence des fonds propres liés aux conflits actionnaires / dirigeants
- Problème d'utilisation du free cash flow à un taux de rentabilité égal au taux exigé par les actionnaires
- Solution: réduction des coûts d'agence par l'endettement
 - Endettement / LBO
 - Rachats d'actions

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement**
(impact des coûts d'agence)

- Notion de coûts d'agence (des fonds propres)
 - Managers et dirigeants ont des objectifs différents dans les entreprises **manageriales** (séparation du pouvoir et de la propriété)
 - Ces coûts d'agence proviennent des conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants (Jensen & Meckling, 1976)
 - Utilisation du free cash flows* par les dirigeants ?

Les actionnaires craignent:

- une gestion trop laxiste (inv non rentables, frais de fonctionnement abusifs, maintien de filiales peu rentables, etc)
- des attributions d'avantages pour les dirigeants

*EBE (EBITDA) - IS/res expl – var BFR – Inv (capex)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement**
(impact des coûts d'agence)

- Notion de coûts d'agence (des fonds propres)
 - **Coûts d'agence renforcés par des aspects PAYS (modèle de gouvernance)**
 - **Modèle anglo-saxon: financement et contrôle des entreprises par le marché**
 - un cadre réglementaire défavorable aux banques
 - des marchés financiers plus réactifs et puissants
 - le poids des fonds de pension
 - **Modèle germanique (ou japonais): l'appui d'un système bancaire puissant**
 - Allemagne:
 - Système de la Hausbank
 - l'influence syndicale encore marquée
 - un actionnariat plus concentré
 - Japon:
 - spécificités de l'organisation des entreprises
 - rôle des banques: le keiretsu

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact des coûts d'agence)**

• **Notion de coûts d'agence (des fonds propres)**

• **Modèle français: le pouvoir de l'Etat limité par les privatisations et l'internationalisation**

- Depuis 1980: internationalisation de l'actionnariat et des stratégies Cf tableau suivant – diversification géographique ?
- Une certaine bipolarité du contrôle financier (Suez / BNP-Paribas) dans le système industriel
- Un réseau très dense de participations croisées
- 4 formes de contrôle:
 - noyau dur (ex: privatisés)
 - holding: 30% des entreprises cotées (ex: LVMH)
 - Actionnariat de référence (ex: michelin, promodes, casino, Quiksilver)
 - Actionnariat ouvert (ex: Danone, TUI,) et rôle des fonds de pensions et d'investissements)

• Les recommandations des rapports Viénot et Marini Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement (impact des coûts d'agence)**

• **Notion de coûts d'agence (des fonds propres)**

• **Modèle français: le pouvoir de l'Etat limité par les privatisations et l'internationalisation**

	France	Allemagne	Italie	Pays-Bas	Espagne	Suisse	R.U.	E.U.
France	1	0,96	0,96	0,98	0,78	0,76	0,75	0,90
Allemagne	0,96	1	0,95	0,97	0,86	0,82	0,80	0,88
Italie	0,96	0,95	1	0,97	0,86	0,87	0,82	0,90
Pays-Bas	0,98	0,97	0,97	1	0,86	0,84	0,85	0,93
Espagne	0,78	0,86	0,86	0,86	1	0,85	0,92	0,88
Suisse	0,76	0,82	0,87	0,84	0,85	1	0,86	0,80
Royaume-Uni	0,75	0,80	0,82	0,85	0,92	0,86	1	0,92
Etats-Unis	0,90	0,88	0,90	0,93	0,88	0,80	0,92	1

Source : Datastream

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

**• Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement
(impact des coûts d'agence)**

• Notion de coûts d'agence (des fonds propres)

• Dans une situation financière favorable, l'utilisation des free cash flows* doit permettre aux dirigeants:

- de verser des dividendes élevés
- d'entamer une politique de diversification (1980-90) (contraire aux préconisations depuis les années 1990)
- de lancer une politique de rachats d'actions ? (systématique de depuis 10 ans)
- de se désendetter ?
- etc

*EBE (EBITDA) - IS/res expl – var BFR – Inv (capex)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

**• Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement
(impact des coûts d'agence)**

• Notion de coûts d'agence (des fonds propres)

• Pour éviter que les dirigeants prennent des décisions défavorables aux actionnaires (donc pour diminuer ces coûts d'agence), on considère que 3 outils peuvent être efficaces:

• L'endettement (rachat de cibles dans une stratégie de croissance)

- peut inciter les managers et les dirigeants à une discipline financière très stricte
- limite les coûts d'agence
- rassure le marché et donc augmente la valeur de l'entreprise
- exigence de croissance externe rentable (utilisation des cash flows)
- Niveau de rentabilité évalué par rapport aux marchés financiers

• Le LBO

- caractéristique des firmes managériales très rentables, à free cash-flows importants et coûts d'agence élevés
- poids de la dette considérable
- entrée de fonds d'investissements (equity fund anglo-saxon) dans le capital

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement**
(impact des coûts d'agence)

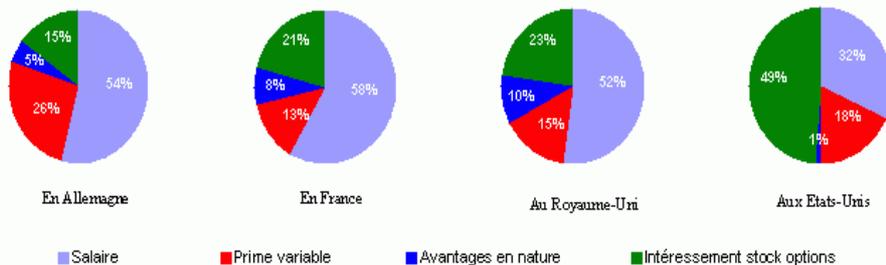
- Notion de coûts d'agence (des fonds propres)
 - le rachat d'actions (super dividende si distribution de fonds limitée)
 - restitution de fonds aux actionnaire en l'absence de projets rentables (free cash flows)
 - versements de liquidités fiscalement favorables (p.r. aux dividendes)
 - création de plans de stock options
 - signalisation d'un cours sous évalué

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
 Structure financière et création de valeur: minimiser le coût des financements

• **Evolution du coût du capital et de la valeur avec l'endettement**
(impact des coûts d'agence)

- Notion de coûts d'agence (des fonds propres)
 - le rachat d'actions (super dividende si distribution de fonds limitée)
 - création de plans de stock options: convergence d'intérêts actionnaires / dirigeants ou managers



2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Rentabilité et création de valeur

- La rentabilité de l'entreprise est fonction:
 - de variables internes
 - les composantes de la rentabilité économique par exemple
 - le risque de l'entreprise: structure financière, risque d'exploitation, position concurrentielle, type de marché, etc
 - de variables externes
 - Risque perçu par les marchés financiers: le beta
 - Niveau de rentabilité exigé par les marchés financiers (MEDAF: Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Rentabilité et création de valeur

- Dans l'environnement actuel, la rentabilité ne peut être mesurée par une approche seulement comptable
 - Environnement économique
 - Montée en puissance de la notion de création de valeur (actionnariale)
 - Sanctions possibles des marchés (revente des titres par les equity funds, OPA, chute du cours de bourse, LBO, etc)
 - Poids des equity funds dans le capital des entreprises (ex CAC 40)
 - Environnement technique et financier
 - Rôle des marchés financiers dans l'évaluation du risque et de la rentabilité: quels modèles d'évaluation pour les marchés ?
 - Quels indicateurs sont utilisés par les marchés financiers pour mesurer la rentabilité ?
 - Contraintes les entreprises à intégrer les critères de mesure des marchés

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Rentabilité et création de valeur

- **Modèle fondamental utilisé par les marchés financiers depuis les années 1980: le MEDAF**
 - **Permet de déterminer la rentabilité exigée par les marchés pour une entreprise en fonction de son risque**
 - **Relation linéaire entre le risque et la rentabilité exigée par les actionnaires**
 - **Risque de l'entreprise estimé via un paramètre: le beta**
 - **c'est un risque spécifique calculé par rapport à un indice de marché**
 - **le beta est corrélé positivement avec l'endettement (cf [graphique](#))**
 - **relation entre la rentabilité exigée et le beta**

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Rentabilité et création de valeur

- **Modèle fondamental utilisé par les marchés financiers depuis les années 1980: le MEDAF**
 - **Permet de déterminer la rentabilité exigée par les marchés pour une entreprise en fonction de son risque**
 - **Relation linéaire entre le risque et la rentabilité exigée par les actionnaires**
 - **Risque de l'entreprise estimé via un paramètre: le beta**
 - **c'est un risque spécifique calculé par rapport à un indice de marché**
 - **le beta est corrélé positivement avec l'endettement (cf [graphique](#))**
 - **relation entre la rentabilité exigée et le beta**

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

. Origine du Medaf

2 actions:

Action A:

- $E(R) = 9 \%$
- $\sigma(R) = 9,76\%$

Action B:

- $E(R) = 7,4 \%$
- $\sigma(R) = 9,52\%$

Portfeuille	a % invest X	E(Rp)	V(Rp)	Ecart Type(Rp)
P1	100%	9.0%	0.952%	9.76%
P2	90%	8.8%	0.704%	8.39%
P3	80%	8.7%	0.510%	7.14%
P4	70%	8.5%	0.370%	6.08%
P5	60%	8.4%	0.284%	5.33%
P6	50%	8.2%	0.253%	5.03%
P7	40%	8.0%	0.275%	5.25%
P8	30%	7.9%	0.352%	5.93%
P9	20%	7.7%	0.482%	6.95%
P10	10%	7.6%	0.667%	8.17%
P11	0%	7.4%	0.906%	9.52%

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

. Origine du Medaf

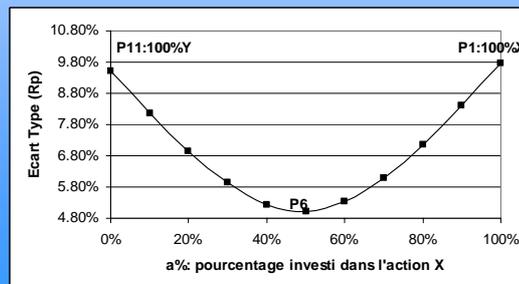
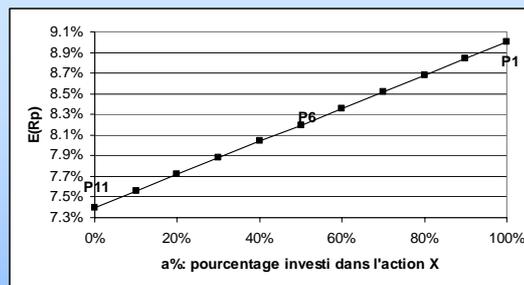
2 actions:

Action A:

- $E(R) = 9 \%$
- $\sigma(R) = 9,76\%$

Action B:

- $E(R) = 7,4 \%$
- $\sigma(R) = 9,52\%$



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

. Origine du Medaf

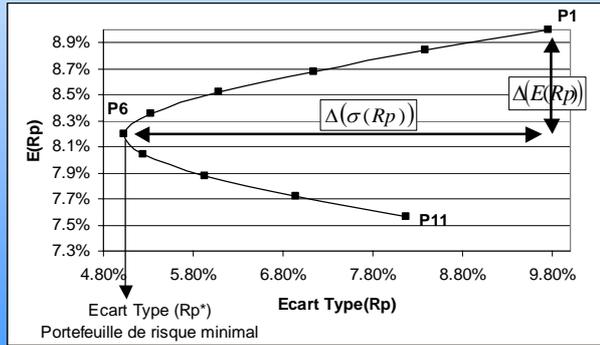
2 actions:

Action A:

- $E(R) = 9\%$
- $\sigma(R) = 9,76\%$

Action B:

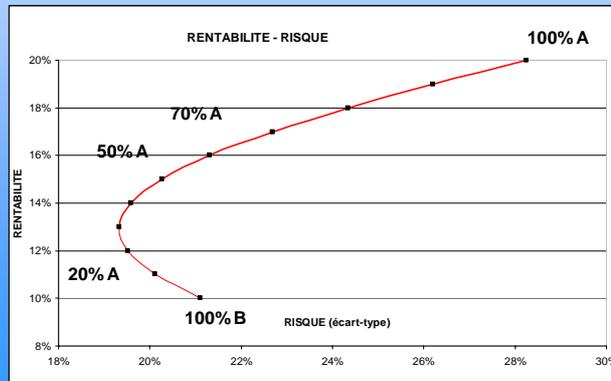
- $E(R) = 7,4\%$
- $\sigma(R) = 9,52\%$



A: 50,85%
B: 49,15%

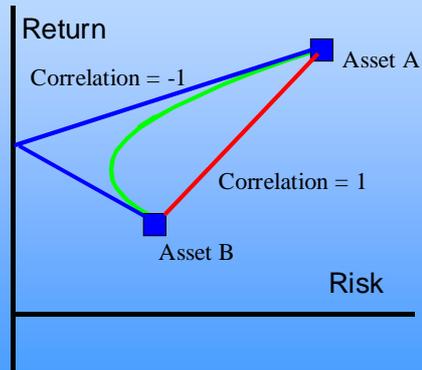
. Origine du Medaf

- Harry Markowitz , Frontière efficiente: 1952
- Réduit l'investissement à 2 dimensions (avec une hypo de normalité des distributions de rentabilités)
- Montre que les portefeuilles "efficients" sur-performent les autres
- Approche statistique de l'investissement



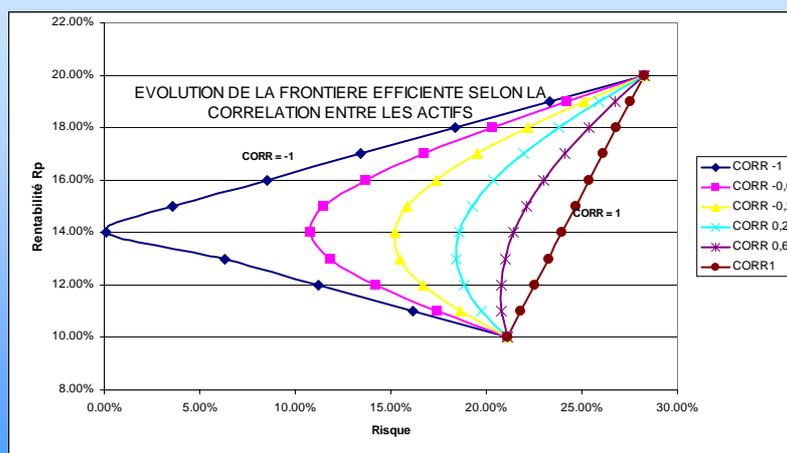
. Origine du Medaf

- Rôle fondamental de la covariance (ou corrélation) entre les actifs
- Chaque actif permet une opération de couverture
- n actifs (quelque soit leur corrélation) permettront toujours un meilleur couple rentabilité/risque qu'un seul actif



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

. Origine du Medaf

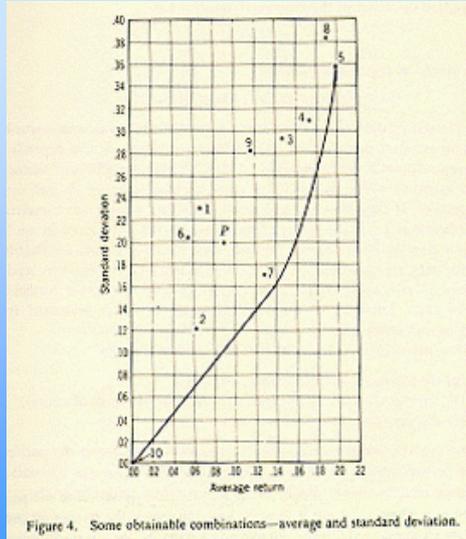


Master Management du sport - Univ Nice - 2005

. Origine du Medaf

1ère frontière de Markowitz (1952)

- A partir d'actions du Nyse
- Optimisation pour un risque donné: minimisation du risque $\text{Var}(R_p)$ pour une rentabilité R^* donnée



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Détermination des portefeuilles efficients

Programme d'optimisation ss contraintes:

$$\text{Min Var}(R_p) \begin{cases} E(R_p) = W^T * R \\ \sigma(R_p) = \sqrt{W^T * S * W} \end{cases} \text{ sous contraintes: } \begin{cases} \sum_{i=1}^n w_i \cdot E(R_i) = R^* \\ \sum_{i=1}^n w_i = 1 \end{cases}$$

$$Z = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i \cdot w_j \cdot \sigma_{ij} + \lambda_1 \left(\sum_{i=1}^n w_i \cdot E(R_i) - R^* \right) + \lambda_2 \left(\sum_{i=1}^n w_i - 1 \right)$$

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

. Origine du Medaf

Programme d'optimisation ss contraintes:

$$\frac{\partial Z}{\partial w_1} = 2.w_1.\sigma_{11} + 2.w_2.\sigma_{12} + \dots + 2.w_n.\sigma_{1n} + \lambda_1.R_1 + \lambda_2 = 0$$

.....

$$\frac{\partial Z}{\partial w_n} = 2.w_1.\sigma_{n1} + 2.w_2.\sigma_{n2} + \dots + 2.w_n.\sigma_{nn} + \lambda_1.R_n + \lambda_2 = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_1} = w_1.R_1 + w_2.R_2 + \dots + w_n.R_n - R^* = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_2} = w_1 + w_2 + \dots + w_n - 1 = 0$$

$$\underbrace{\begin{bmatrix} 2\sigma_{11} & 2\sigma_{12} & \dots & 2\sigma_{1n} & R1 & 1 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ 2\sigma_{n1} & 2\sigma_{n2} & \dots & 2\sigma_{nn} & Rn & 1 \\ R1 & R2 & \dots & Rn & 0 & 0 \\ 1 & 1 & \dots & 1 & 0 & 0 \end{bmatrix}}_{S^*} \underbrace{\begin{bmatrix} w1 \\ \dots \\ wn \\ \lambda_1 \\ \lambda_2 \end{bmatrix}}_{w^*} = \underbrace{\begin{bmatrix} 0 \\ \dots \\ 0 \\ R^* \\ 1 \end{bmatrix}}_{K^*}$$

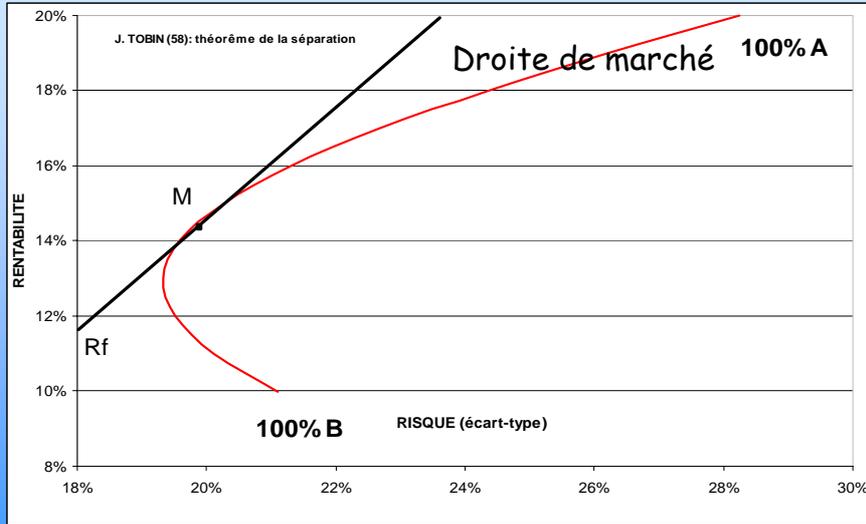
La composition d'un portefeuille efficient est donné par

$$W^* = S^{*-1} . K^*$$

. Origine du Medaf

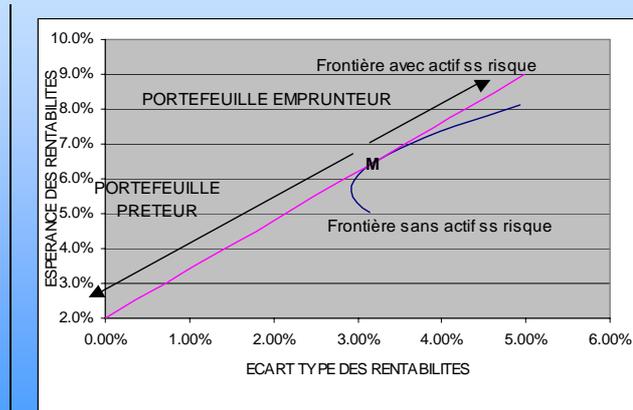
Séparation du portefeuille

- Pour tous les investisseurs averse au risque ayant des préférence du type moyenne-variance, leur portefeuille optimal se trouve sur la CML: plus il est au NE, moins l'investisseur est averse au risque
- Le portefeuille optimal ne contient que 2 composantes qui sont les mêmes pour tous les investisseurs
 - l'actif sans risque, rentabilité r_f
 - le portefeuille tangent, rentabilité r_T (appelé portefeuille de marché)
- Les différences entre investisseurs se limitent aux seules différences entre les pondérations w attribuées à ces 2 composantes



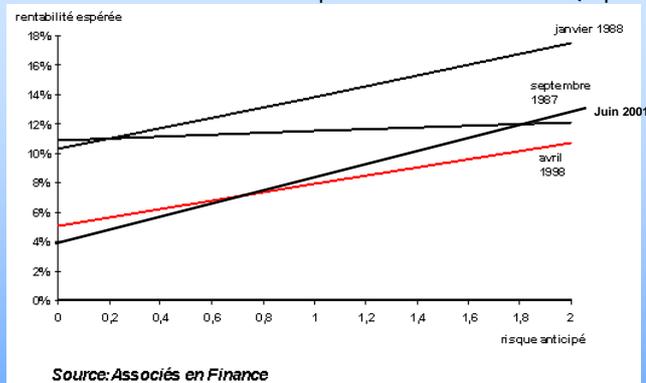
Master Management du sport - Univ Nice - 2005

. Origine du Medaf



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Exemples de droite de marché (capital market line)



- Evaluation et choix d'actions dans un portefeuille via la droite de marché (détermination d'actions surévaluées et sous évaluées)
- Introduction du modèle de marché de W. Sharpe (1963): notion de beta d'une action.

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Rentabilité et création de valeur

- **Modèle fondamental utilisé par les marchés financiers depuis les années 1970-1980: le MEDAF**

• Equation du Medaf

$$\underbrace{E(R_i)}_{\substack{\text{rentabilité} \\ \text{exigée par le} \\ \text{marché pour une} \\ \text{entreprise } i}} = \underbrace{R_f}_{\substack{\text{taux sans} \\ \text{risque}}} + \beta_i \cdot \underbrace{(E(R_m) - R_f)}_{\text{prime de risque}}$$

β_i : Beta de l'action i

$E(R_m)$: rentabilité du marché (Indice action : CAC 40, Eurostoxx 50)

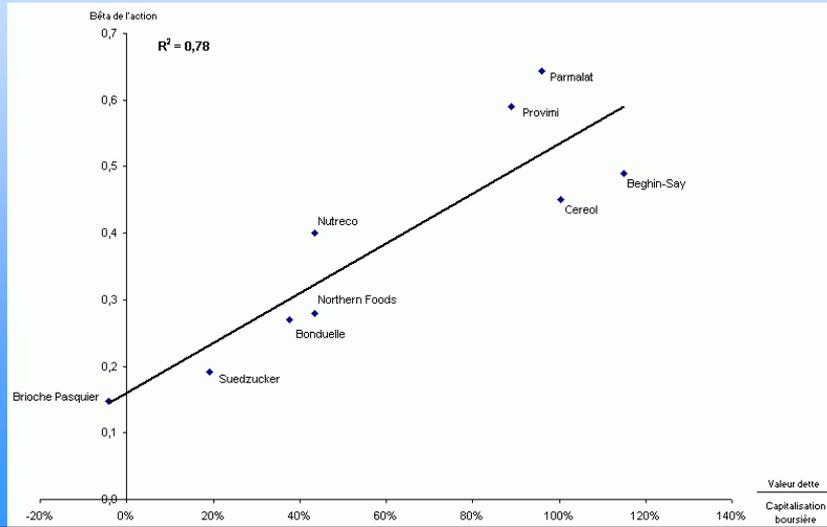
R_f : taux sans risque (Bons du Trésor 3 mois par ex)

- Valeur et interprétation du beta ?

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Rentabilité et création de valeur

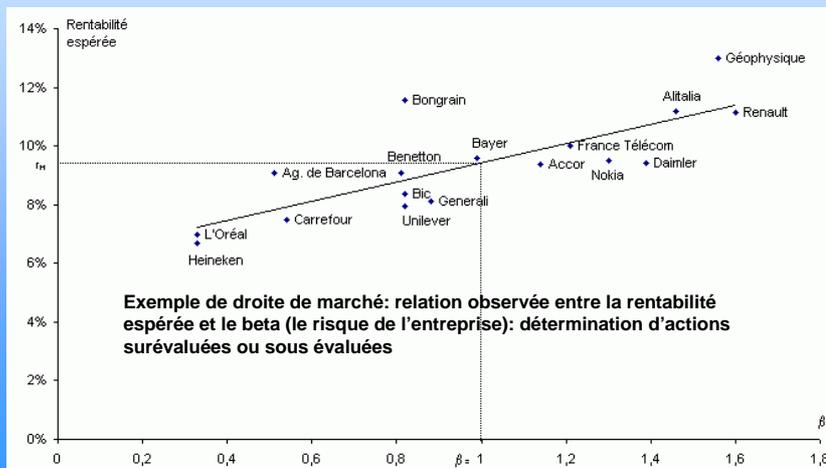
- **Modèle fondamental utilisé par les marchés financiers depuis les années 1970-1980: le MEDAF**



2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Rentabilité et création de valeur

- **Modèle fondamental utilisé par les marchés financiers depuis les années 1970-1980: le MEDAF**



Source : Associés en Finance, 2002

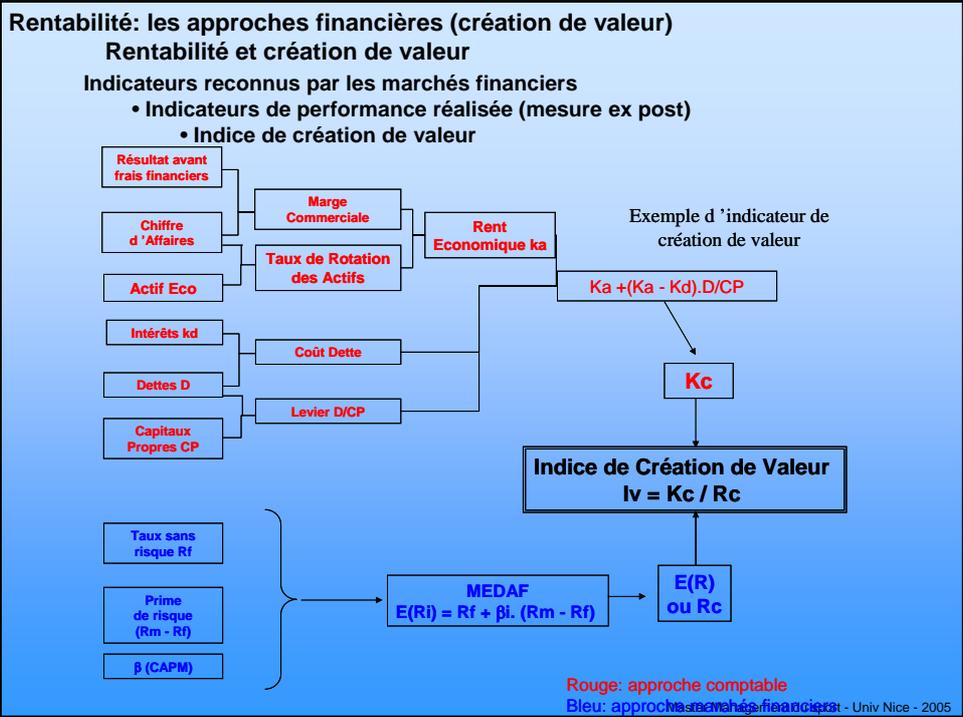
15

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Rentabilité et création de valeur

Indicateurs reconnus par les marchés financiers

- Indicateurs de performance réalisée (mesure ex post)
 - **Indice de création de valeur du Strategic Planning Associates**
 - $I_v = \frac{\text{Rentabilité financière}}{\text{Rentabilité exigée (Medaf)}}$
 - Objectif: $I_v > 1$ (création de valeur passée)
 - **L'EVA (Stern-Stewart): Economic Value Added**
 - $EVA = (k_a - CMP) \cdot \text{Actif Eco}$
 - Déclinaison opérationnelle aisée mais concept peu novateur

Master Management du sport - Univ Nice - 2005



Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Rentabilité et création de valeur

Indicateurs reconnus par les marchés financiers

- Indicateurs de performance anticipée (mesure ex ante)
 - Droite de valeur

Ratio de Marris
Val boursières CP / Val cptables
(perf futures)

Perf futures >
Perf passées

Perf futures <
Perf passées

Iv (perf passées)

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)
Rentabilité et création de valeur

Indicateurs reconnus par les marchés financiers

- Indicateurs de performance anticipée (mesure ex ante)
 - Matrice du Marakon Associates

Q de Tobin
Capi Boursière+ Dettes / Actif Eco
(perf futures)

révitalisation

excellence

Ornière

Déclin

Rc - Kc (perf passées)

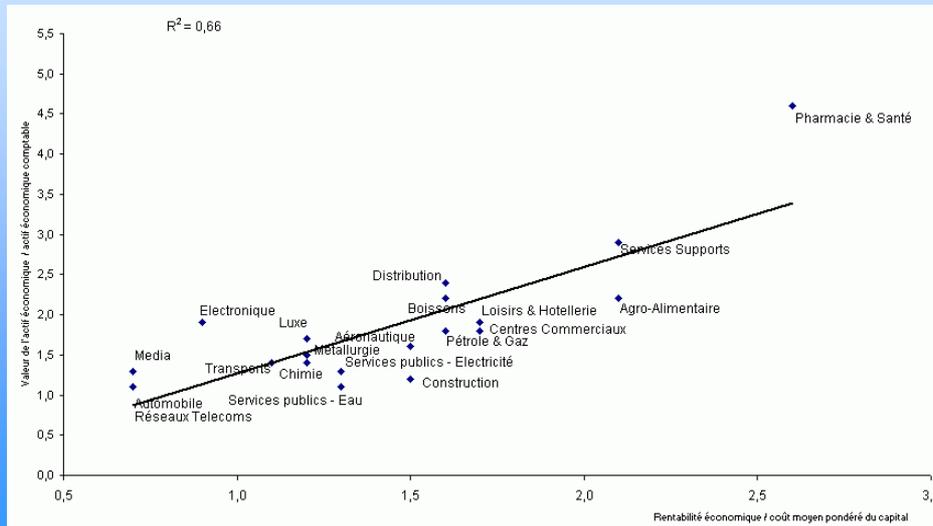
Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Rentabilité et création de valeur

Indicateurs reconnus par les marchés financiers

- Indicateurs de performance réalisée (mesure ex post)
- Indice de création de valeur



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Rentabilité et création de valeur

Indicateurs reconnus par les marchés financiers

- Indicateurs de performance anticipée (mesure ex ante)
 - MVA (valeur de marché ajoutée)
 - Valeur actualisée des EVA futurs anticipés par les marchés
 - Mesure absolue de la création de valeur
 - Semblable au ratio de Tobin (en valeur absolue)
 - $MVA = \text{Capitalisation boursière} + \text{Dettes} - \text{Actif économique}$

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Rentabilité et création de valeur

Indicateurs reconnus par les marchés financiers

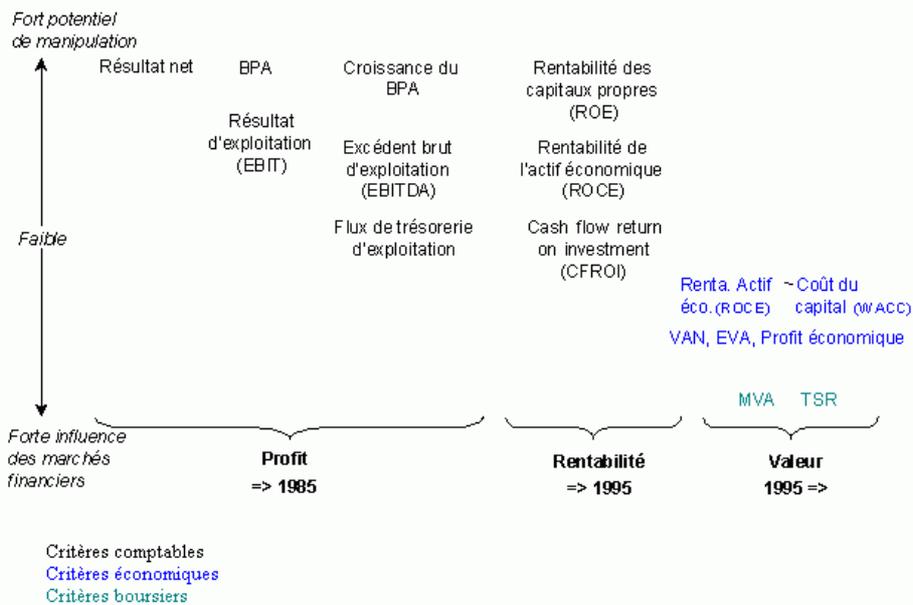
- Indicateurs de performance anticipée (mesure ex ante)
- MVA (valeur de marché ajoutée)

1	1	FRANCE TELECOM	Telecom fixed line	708,995	304,279	-554	1,958	7.8%	9.3%	240,837	243,050	8.1%	8.5%
2	3	CARREFOUR	Retailers	355,249	132,846	1,142	1,725	8.9%	11.8%	81,272	46,974	7.5%	8.1%
3	E	TOTAL FINA ELF	Oil integrated	347,655	185,201	-1,162	-12,145	7.2%	4.2%	318,170	285,660	8.5%	8.4%
4	2	L'OREAL	Health Care	304,650	229,325	1,735	2,482	10.9%	12.9%	48,891	47,410	7.4%	7.7%
5	E	STMICROELECTRONICS	Electronic equipment	258,110	36,359	1,075	285	15.0%	11.6%	23,909	21,367	10.5%	10.3%
6	9	LVMH MOET VUITTON	Luxury	235,716	50,882	58	-1,184	9.7%	7.8%	65,910	60,868	9.6%	9.8%
7	4	VIVENDI	Diversified industry	196,630	132,282	-8,655	-392	4.5%	7.6%	250,366	147,745	8.0%	7.9%
8	5	PINAULT PRINTEMPS	Distribution miscellaneous	170,685	99,041	-382	1,047	9.4%	10.2%	61,672	48,963	10.0%	8.1%
9	E	AVENTIS	Pharmaceuticals	147,002	140,470	-14,408	-3,174	-1.4%	4.2%	175,201	124,465	6.8%	6.8%
10	E	EQUANT	Telecom equipment	142,843	73,212	-883	-660	-8.5%	-7.7%	4,040	2,956	13.4%	14.6%
11	198	ALCATEL	Telecom equipment	121,767	-45,576	-15,829	-14,074	3.7%	4.2%	175,097	183,607	12.8%	11.8%
12	6	PROMODES	Retailers	116,202	63,973	630	850	10.2%	12.8%	25,866	17,866	7.7%	8.0%
13	10	CAP GEMINI	Software & computer services	107,513	46,394	445	277	13.0%	11.1%	14,944	15,168	10.0%	9.3%
14	14	CANAL +	Broadcasting	106,210	33,804	-1,923	-2,125	-1.2%	0.4%	20,766	24,349	8.1%	9.1%
15	33	BOUYGUES	Other construction	88,410	8,152	72	-1,005	9.8%	5.2%	35,275	29,792	9.6%	8.5%
16	41	ZODIAC	Aerospace & defense	57,029	4,815	166	-3	12.3%	8.5%	4,032	3,578	8.1%	8.6%
17	7	GROUPE DANONE	Food processors	52,800	59,109	-645	-1,271	8.3%	7.0%	73,564	75,109	9.2%	8.7%
18	11	AIR LIQUIDE	Diversified industry	47,860	42,986	463	-335	9.5%	8.4%	50,603	45,293	8.6%	9.2%
19	16	DASSAULT SYSTEMES	Software & computer services	45,146	26,555	476	475	36.2%	21.3%	1,937	4,001	11.6%	9.4%
20	13	CASINO GUICHARD	Retailers	44,011	38,818	-551	-287	5.9%	6.8%	32,970	25,879	7.5%	7.9%
21	25	SCHNEIDER ELECTRIC	Electrical equipment	43,815	14,308	866	1,580	11.3%	13.5%	41,516	36,956	9.2%	9.2%
22	28	METROPOLE TV (M6)	Broadcasting	40,736	12,525	671	242	94.8%	29.2%	801	1,237	11.0%	9.7%
23	E	CHRISTIAN DIOR	Luxury	37,642	-7,239	-2,173	-5,626	6.1%	3.6%	102,515	91,089	8.3%	9.8%
24	29	ALTRAN TECHN.	Software & computer services	37,239	12,255	286	206	27.2%	27.8%	1,537	1,103	8.6%	9.1%
25	24	LAFARGE	Building materials	33,066	14,604	552	1,550	8.7%	9.0%	75,496	71,243	7.9%	6.8%
26	27	HERMES INTL	Luxury	31,372	12,962	534	387	22.3%	23.5%	3,216	2,637	11.9%	8.9%
27	18	ACCOR	Diversified industry	30,192	24,734	349	-24	9.9%	7.2%	31,814	32,143	8.8%	7.3%
28	15	SODEXHO ALLIANCE	Business support	30,046	26,587	632	-498	11.6%	5.8%	18,398	13,856	8.2%	9.4%
29	E	AEROSPATIALE MATRA	Aerospace & defense	29,413	10,299	46	1,569	10.2%	16.3%	22,711	22,904	10.0%	9.4%
30	20	TF1	Broadcasting	26,151	16,929	1,018	421	45.7%	20.8%	2,972	3,835	11.4%	9.8%
31	17	LEGRAND	Electrical equipment	25,190	26,159	317	641	12.2%	14.2%	13,328	12,321	9.8%	9.0%
32	E	THOMSON MULTIMEDIA	Electronic equipment	24,746	-3,897	123	-887	11.1%	3.7%	16,577	15,551	10.4%	9.4%
33	43	NRJ	Broadcasting	21,951	4,573	169	32	24.1%	13.1%	1,189	903	9.9%	9.5%
34	48	ATOS	Software & computer services	20,618	2,598	256	237	17.7%	15.0%	3,043	3,887	9.3%	8.9%
35	26	SIDEL	Diversified industry	19,918	13,264	255	363	18.1%	27.5%	2,773	1,975	8.9%	9.2%

Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Rentabilité: les approches financières (création de valeur)

Rentabilité et création de valeur



Master Management du sport - Univ Nice - 2005

Bibliographie

- Gérard Charreaux, *Gestion Financière*, Litec, 2003

Un peu théorique – ouvrage de référence

- Pascal Quiry et Franck Ceddaha, *Vernimmen: Finance d'Entreprise*, Dalloz, 2004

Excellent ouvrage assez pratique – excellent site web www.vernimmen.net (exercices, qcm, statistiques, FAQ, mises à jour très fréquentes, etc)

- <http://www.eva.com>

- <http://www.sternstewart.com>