

# Ses actionnaires peuvent-ils être satisfaits de la rentabilité ?

L'entreprise fait l'objet de l'attention des chercheurs académiques depuis fort longtemps. Dès 1932, Berle & Means ont identifié ce qui leur semblait être le mode d'organisation appelé à devenir majoritaire : l'entreprise dite "managériale".

Celle-ci présente deux caractéristiques principales: une direction professionnalisée ne détenant pas le contrôle patrimonial de l'entreprise et un actionnariat dispersé.

Dans cette optique, son efficacité économique est supposée supérieure aux autres, car elle permettrait d'obtenir la meilleure allocation des ressources. Compte tenu de l'ancienneté de cette position, on pourrait imaginer qu'elle s'est imposée dans l'ensemble des économies occidentales et constitue la forme la plus répandue de nos jours. En réalité, il n'en est rien.

Les entreprises familiales sont aujourd'hui la forme la plus répandue de l'initiative privée et ceci quels que soient les pays concernés. Même si l'on focalise son attention sur les grandes entreprises cotées en bourse, celles-ci demeurent très présentes voire majoritaires dans la plupart des pays occidentaux et particulièrement en France.

Allouche et Amann (2000)<sup>1</sup> ont identifié de très nombreuses définitions de l'entreprise familiale plus ou moins restrictives. D'après eux, les définitions les plus pertinentes sont celles qui utilisent conjointement plusieurs critères: le contrôle de la propriété (au sens d'une influence dominante), le contrôle ou au moins, l'influence sur le management et l'intention de transmettre l'entreprise à la génération future<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> (J.) Allouche et (B.) Amann, *L'entreprise familiale: un état de l'art*, Finance, Contrôle, Stratégie (vol. 3, n°1, 2000), p. 33-79.

<sup>2</sup> Pour des développements sur les entreprises familiales, on peut se reporter à (J.) Caby et (G.) Hirigoyen, *La gestion des entreprises familiales*, Economica, 2002.

## 7 L'ENTREPRISE EST-ELLE RENTABLE ?

Cette caractérisation de l'entreprise ne peut être sans influence sur la façon de la gérer. Même si juridiquement les actionnaires ne sont pas les propriétaires de la société, mais de ses actions, ils exercent un pouvoir au moins au travers des assemblées générales d'actionnaires et des conseils d'administration.

En outre, lorsqu'un membre de la famille actionnaire dirige l'entreprise, l'influence patrimoniale sur les objectifs est incontournable.

En tant qu'actionnaire, la famille attend de son investissement une rentabilité à la mesure du risque qu'elle a pris en immobilisant et en concentrant ses capitaux dans l'entreprise. Cette attente n'est pas le seul fait des actionnaires familiaux.

Même dans les sociétés où le modèle managérial est de mise, les actionnaires ont aujourd'hui un poids considérable. Cela participe au mouvement général de création de valeur pour l'actionnaire et de gouvernance de l'entreprise<sup>3</sup>.

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, d'abord aux États-Unis puis en Europe, les actionnaires ont acquis un réel pouvoir. Compte tenu du risque important qu'ils prennent en investissant dans les entreprises, ils en attendent un rendement élevé.

Pour s'assurer de la volonté des dirigeants de leur procurer ce rendement, les actionnaires utilisent des mécanismes de gouvernance d'entreprise comme les rémunérations incitatives ou une structuration adéquate du conseil d'administration.

Ces nouveaux comportements ont d'ailleurs appelé des modifications législatives et la loi française sur les Nouvelles Régulations Économiques (NRE) de 2001 comporte de nombreuses illustrations.

En dépit des contestations de diverses natures ou des aménagements proposés, on convient aujourd'hui qu'un objectif (pour certains, le seul) des entreprises est de créer de la valeur (de la rentabilité) pour leurs actionnaires<sup>4</sup>.

Bien qu'elle n'ait pas toujours figuré au premier rang des préoccupations des analystes financiers, la rentabilité de l'entreprise pour les actionnaires ou rentabilité financière peut être mesurée à partir des documents financiers. On dispose à cet effet d'instruments traditionnels et d'autres plus récents.

---

<sup>3</sup> Parfois également appelée gouvernement d'entreprise.

<sup>4</sup> Pour des développements sur la création de valeur ou la gouvernance d'entreprise, on peut se reporter à (J.) Caby et (G.) Hirigoyen, *La création de valeur de l'entreprise*, 3<sup>e</sup> édition, Economica, 2005.

# Mesures traditionnelles de la rentabilité financière

## Mesure de la rentabilité financière

La rentabilité financière se mesure traditionnellement à partir du ratio de rendement des capitaux propres :

**Résultat net**

**Capitaux propres**

Il résulte de la même logique que les ratios de rentabilité précédents. Les capitaux propres (ligne DL, page 2) représentent les moyens investis par les actionnaires.

Le capital social et les primes d'émission, de fusion, d'apports, etc. correspondent aux capitaux directement investis dans l'entreprise.

Les réserves et assimilés sont des résultats antérieurs que les actionnaires ont volontairement laissés à la disposition de l'entreprise en ne les prélevant pas sous forme de dividendes : il s'agit d'apports indirects en capitaux.

Le résultat net prend en compte l'ensemble des produits et des charges de l'entreprise et peut être identifié comme le résultat pour l'actionnaire, dans la mesure où celui-ci ne distingue pas ce qui relève de l'exploitation ou non. Il s'intéresse à l'entreprise dans sa globalité.

Pour la CIPA, on obtient les résultats suivants :

	2008	2009	2010	2011
Résultat net de l'exercice (en K€)	31	27	46	68
Capitaux propres (en K€)	598	626	670	671
Rendement des capitaux propres (en %)	5,2	4,3	6,9	10,1

On considère généralement que ce taux doit être de l'ordre de 12 à 15 % selon les entreprises et au moins supérieur à 10 % pour satisfaire les actionnaires, c'est-à-dire leur assurer une rémunération proportionnelle au risque qu'ils ont pris en investissant dans l'entreprise.

Concernant le cas spécifique de la CIPA, on constate que seule l'année 2011 satisfait de justesse à ce critère. On pourrait en déduire une insuffisante rentabilité financière en dépit de l'amélioration toute récente.

## 7 L'ENTREPRISE EST-ELLE RENTABLE ?

Deux phénomènes invitent à interpréter ces chiffres avec prudence :

- ▶ compte tenu des préoccupations patrimoniales du dirigeant – la CIPA est une entreprise familiale typique – les résultats sont maintenus artificiellement bas, ce qui conduit nécessairement à une rentabilité financière réduite ;
- ▶ comme nous le verrons ultérieurement, l'entreprise est sous-capitalisée. Sans s'attarder ici sur les raisons de cette sous-capitalisation, elle a pour effet automatique d'augmenter la rentabilité financière.

Comme on peut le constater, il est difficile d'apprécier la rentabilité financière de la CIPA, trop de considérations extérieures venant troubler sa lisibilité. Le deuxième ratio est la rentabilité des capitaux permanents.

De pertinence et d'actualité plus faibles, il consiste à rapporter la somme du résultat net et des intérêts sur les dettes à long et moyen terme et les capitaux permanents :

$$\frac{\text{(Résultat net + intérêts sur les dettes à long et moyen terme)}}{\text{Capitaux permanents}}$$

Son calcul pose deux problèmes :

- ▶ les intérêts financiers sur les dettes à long et moyen terme ne sont pas distingués des autres dans la liasse fiscale et cette information est difficile à obtenir ;
- ▶ le calcul des capitaux permanents est nécessaire ; ils sont composés des capitaux propres (ligne DL, page 2), des autres fonds propres (ligne DO, page 2), des provisions pour risques et charges (ligne DR, page 2) et des dettes financières à long et moyen terme (voir chapitre 10 pour le mode de calcul).

Dans le cas de la CIPA, son calcul n'est pas possible compte tenu de l'absence d'information sur les intérêts des dettes à long et moyen terme.

Son interprétation est délicate. Conceptuellement, il s'agit de mesurer le rendement des capitaux investis de façon durable dans l'entreprise, qu'ils soient apportés par les actionnaires ou par les créanciers (bancaires ou *via* le marché financier dans le cas des obligations).

Aujourd'hui, les coûts respectifs de ces ressources sont devenus très différents : les capitaux propres exigent une rémunération supérieure à 10 % et les dettes bancaires ou obligataires tournent autour de 5 % après prise en compte de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts<sup>5</sup>.

De ce fait, le taux obtenu exprime une moyenne pondérée du rendement des fonds investis à long terme, sans qu'une référence réelle puisse être dégagée.

<sup>5</sup> Ce point fera l'objet de développements approfondis lors de l'analyse de la solvabilité.

## L'effet de levier financier

De la même façon que les rentabilités d'exploitation et économique ont fait l'objet d'une décomposition, il en va de même avec la rentabilité financière. Elle se présente comme suit :

$$\frac{\text{RN}}{\text{Capitaux Propres}} = \frac{\text{RN}}{\text{CA}} \times \frac{\text{CA}}{\text{Actif total}} \times \frac{\text{Actif total}}{\text{Capitaux Propres}}$$

Les deux premiers termes correspondent à la décomposition de la rentabilité économique par le résultat et le troisième renvoie à la structure de financement de l'entreprise. Plus précisément ce troisième terme fait référence à l'effet de levier financier. En effet, on peut transformer le ratio Actif total/Capitaux propres :

$$\begin{aligned} \frac{\text{Actif total}}{\text{Capitaux Propres}} &= \frac{\text{Passif total}}{\text{Capitaux Propres}} = \frac{(\text{Capitaux Propres} + \text{Dettes})}{\text{Capitaux Propres}} \\ &= 1 + \left( \frac{\text{Dettes}}{\text{Capitaux Propres}} \right) \end{aligned}$$

Le ratio Dettes/Capitaux propres est le levier d'endettement. L'effet de levier financier mesure l'incidence positive ou négative de l'endettement de l'entreprise sur sa rentabilité financière. On peut démontrer que :

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

Avec :

- R<sub>f</sub>**: la rentabilité financière ;
- R<sub>e</sub>**: le taux de rentabilité économique ;
- i**: le taux d'intérêt sur les dettes financières ;
- D**: les dettes financières ;
- CP**: les capitaux propres ;
- t**: le taux d'imposition sur les sociétés.

En notant :

- R<sub>f</sub>**: la rentabilité financière ;
- R<sub>e</sub>**: le taux de rentabilité économique avant impôt ;
- i**: le taux d'intérêt sur les dettes financières ;
- D**: le montant des dettes financières ;
- CP**: le montant des capitaux propres ;
- A**: l'actif économique correspondant à la somme de CP et D
- t**: le taux d'imposition sur les sociétés.

## 7 L'ENTREPRISE EST-ELLE RENTABLE ?

Le résultat net de l'entreprise, c'est-à-dire le résultat pour les actionnaires peut être appréhendé selon l'enchaînement suivant :

<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>ReA</b>
- Intérêts payés pour la dette	iD
<hr/>	
= Résultat courant	Re A - iD
- Impôts sur les bénéfices	(ReA - iD)t
<hr/>	
- Résultat net	(ReA - iD) (1-t)
<hr/>	

Le taux de rentabilité financière des capitaux propres égale :

$$R_f = \frac{(ReA - iD)(1 - t)}{CP}$$

Ou encore :

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

Le ratio  $D/CP$  est le ratio d'endettement global (ou levier) et  $(Re - i)$  est le bras du levier. La lecture de l'équation permet de comprendre le mécanisme de l'effet de levier financier et de son influence sur la rentabilité financière.

Cette dernière dépend tout d'abord de la rentabilité économique (Re) après impôts<sup>6</sup>. Cependant, une partie des capitaux investis dans l'entreprise pour "produire" la rentabilité économique n'est pas fournie par les actionnaires, mais par les créanciers.

C'est ici qu'intervient le bras du levier  $(Re - i)$ . Les créanciers sont rémunérés par l'intérêt (i). Si les fonds qu'ils ont prêtés sont investis dans une activité dont la rentabilité (Re) est supérieure à leur coût (i), les actionnaires bénéficient de cette marge. On dit qu'ils enregistrent un effet de levier positif.

<sup>6</sup> On suppose que le taux de rentabilité économique a été calculé avant impôts, ce qui n'était pas le cas dans nos développements précédents.

## SES ACTIONNAIRES PEUVENT-ILS ÊTRE SATISFAITS DE LA RENTABILITÉ ?

7

Celui-ci sera d'autant plus élevé que l'entreprise est endettée, c'est-à-dire que le levier d'endettement ( $D/CP$ ) sera important. Autrement dit, trois cas peuvent se présenter :

- ▶  **$(Re - i) > 0$ ,**  
**la rentabilité économique est supérieure au taux de rémunération de la dette.**  
 L'entreprise présente un effet de levier financier positif : dès lors plus elle recourra à l'endettement pour financer son actif économique, plus elle bénéficiera de l'écart entre le taux de rentabilité économique et le taux d'intérêt sur une base plus importante, donc plus elle améliorera sa rentabilité financière par rapport à sa rentabilité économique ;
- ▶  **$(Re - i) < 0$ ,**  
**la rentabilité économique est inférieure au taux de rémunération de la dette.**  
 L'entreprise présente un effet de levier négatif ou "effet de massue" ou "effet de marteau" : dès lors plus elle recourra à l'endettement, plus elle devra prélever sur sa rentabilité économique pour rémunérer ces capitaux empruntés, donc elle dégradera sa rentabilité financière par rapport à la rentabilité économique ;
- ▶  **$(Re - i) = 0$ ,**  
**la rentabilité économique est égale au taux de rémunération de la dette.**  
 L'entreprise ne présente aucun effet de levier positif ou négatif : la rentabilité financière n'est pas affectée par sa structure financière.

L'effet de levier financier a connu diverses fortunes au cours des dernières décennies. Très recherché au cours des années soixante-dix, il a été honni au cours des années quatre-vingt alors que de nombreuses entreprises se débattaient avec des endettements très importants issus de la période précédente et des effets de levier négatifs. Il est revenu au goût du jour au cours des années quatre-vingt-dix lorsque le souci de l'actionnaire s'est manifesté avec force<sup>7</sup>. Les déboires d'entreprises comme France Telecom ou Vivendi Universal – qui ont eu recours à l'endettement dans des proportions très importantes pour financer leur croissance et qui font l'objet d'un renversement de l'effet de levier (du positif vers le négatif) – pourraient annoncer une nouvelle ère de rejet.

### Exemple simplifié de l'effet de levier

Supposons que la rentabilité économique ( $Re$ ) de l'actif d'une entreprise puisse prendre des valeurs variables : 4 %, 6 %, 8 %, 10 %, 12 %. On peut calculer la rentabilité financière de cette entreprise pour chacune de ces valeurs dans les trois hypothèses de financement ci-dessous :

- ▶ elle se finance exclusivement par capitaux propres, soit un levier de 0 ;
- ▶ elle se finance pour moitié par capitaux propres et pour moitié par dettes, soit un levier de 1 ;
- ▶ elle se finance à 20 % en capitaux propres, soit un levier de 4.

<sup>7</sup> Le recours à un fort effet de levier financier permet de satisfaire sans trop de peine les objectifs de rentabilité exigés par les actionnaires.

## 7 L'ENTREPRISE EST-ELLE RENTABLE ?

Cette entreprise est imposée au taux de 50% et elle rémunère ses dettes à 8%. Le total de l'actif est égal à 1000.

Le tableau ci-dessous reprend les résultats.

Rentabilité de l'actif	4%	6%	8%	10%	12%
Résultat avant impôts et intérêts	40	60	80	100	120
<b>Hypothèse levier = 0</b>					
Résultat avant impôts et intérêts	40	60	80	100	120
- Intérêts	0	0	0	0	0
= Résultat avant impôts	40	60	80	100	120
- Impôts	20	30	40	50	60
= Résultat net	20	30	40	50	60
<b>Rentabilité des capitaux propres</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>
<b>Hypothèse levier = 1</b>					
Résultat avant impôts et intérêts	40	60	80	100	120
- Intérêts	40	40	40	40	40
= Résultat avant impôts	0	20	40	60	80
- Impôts	0	10	20	30	40
= Résultat net	0	10	20	30	40
<b>Rentabilité des capitaux propres</b>	<b>0</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>
<b>Hypothèse levier = 4</b>					
Résultat avant impôts et intérêts	40	60	80	100	120
- Intérêts	64	64	64	64	64
= Résultat avant impôts	- 24	- 4	16	36	56
- Impôts	0	0	8	18	28
= Résultat net	- 24	- 4	8	18	28
<b>Rentabilité des capitaux propres</b>	<b>- 12%</b>	<b>- 2%</b>	<b>4%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>



## SES ACTIONNAIRES PEUVENT-ILS ÊTRE SATISFAITS DE LA RENTABILITÉ ? 7

Plusieurs constats se dégagent :

- ▶ lorsque le levier est nul, la rentabilité des capitaux propres dépend uniquement de la rentabilité économique ;
- ▶ lorsque la rentabilité de l'actif est égale au taux d'intérêt (8%), celle des capitaux propres est identique, quel que soit le levier ;
- ▶ lorsque le levier est égal à 1 ou 4, le bras du levier entre en action : il accroît les écarts avec l'hypothèse nulle à la hausse (rentabilité de l'actif supérieure au taux d'intérêt) et à la baisse (rentabilité de l'actif inférieure au taux d'intérêt) ;
- ▶ plus le levier est important (4), plus ces écarts sont importants ;
- ▶ l'effet de "marteau" ou de "massue" peut rendre une entreprise déficitaire en dépit d'une rentabilité de l'actif positive lorsque le levier est élevé (4).

Dans la perspective d'une analyse financière, il n'est pas nécessaire de réaliser dès à présent le calcul du levier financier, les analyses concernant l'endettement étant réalisées lors de l'étude de la solvabilité.

En revanche, comme dans le cas du schéma Du Pont de Nemours, on doit garder à l'esprit cette influence lors de l'analyse de la rentabilité financière.

Pour l'instant, on se contente de constater que la rentabilité financière dépend de la rentabilité économique de l'entreprise, elle-même liée à la marge dégagée.

Cette suite de liens démontre l'interdépendance entre les différentes optiques de rentabilité.

## 7 L'ENTREPRISE EST-ELLE RENTABLE ?

# Mesures récentes de la rentabilité financière

Dans la perspective de la création de valeur pour l'actionnaire, de nombreux indicateurs de mesure ont été proposés. Pour cet ouvrage d'initiation, nous nous contenterons de présenter le plus emblématique de ces nouveaux outils de mesure de la rentabilité financière, l'EVA (*Economic Value Added* ou Valeur Économique Ajoutée) développée par le cabinet américain Stern-Stewart.

L'EVA est définie pour une période  $t$  comme le produit des capitaux investis par le différentiel de la rentabilité économique de ses capitaux sur le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise, soit :

$$EVA_t = (r_{et} - k_t) \times C_t$$

■  $EVA_t$  : la valeur économique ajoutée de la période  $t$ .

■  $C_t$  : le montant des capitaux investis en  $t$ . Ils correspondent au capital économique, déjà abordé lors de l'analyse de la rentabilité d'exploitation, à la différence que les immobilisations doivent ici être prises pour leur valeur nette.

■  $r_{et}$  : la rentabilité économique en  $t$  des capitaux investis. Cette valeur est égale au ratio  $R_{Et}/C_t$  ( $R_{Et}$  : le résultat net d'exploitation avant frais financiers et après impôts). Le résultat net d'exploitation est un concept d'origine anglo-saxonne qui n'a pas réellement d'équivalent en comptabilité française. Il peut être approché par le résultat d'exploitation, duquel on aurait déduit l'impôt sur les sociétés.

■  $k_t$  : le coût moyen pondéré du capital en  $t$ . Il s'agit du coût des différentes sources de fonds (capitaux propres et dettes financières) mises à la disposition de l'entreprise.

Les différentes composantes du calcul de l'EVA appellent des précisions. En effet, dans la pratique, de très nombreux retraitements sont nécessaires pour faire correspondre les éléments comptables avec la réalité financière à l'esprit des concepteurs de cet indicateur.

Néanmoins, on la retrouve souvent dans les travaux des analystes financiers en dépit des difficultés de son calcul, d'ailleurs d'autant plus grandes que l'entreprise est une PME non cotée.

L'EVA est la valeur ajoutée par l'entreprise aux capitaux employés pendant un exercice. Il s'agit donc d'un résultat économique après rémunération de tous les capitaux. Cela signifie que si l'EVA est positive, l'entreprise a créé de la valeur pour ses actionnaires et inversement si l'EVA est négative.

Les données disponibles sur la CIPA ne permettent pas d'envisager un calcul de l'EVA. En revanche, nous proposons, page suivante, une description de l'implantation de l'EVA chez Hewlett-Packard.

## SES ACTIONNAIRES PEUVENT-ILS ÊTRE SATISFAITS DE LA RENTABILITÉ ?

7



### Implantation de la méthode EVA chez Hewlett-Packard

Chez Hewlett-Packard (HP), l'introduction de la méthode EVA a été progressive. En 1991, l'entreprise a commencé à utiliser la rentabilité des actifs (ROA) comme mesure centrale de la performance et, courant 1993, HP a initié l'implantation de l'EVA.

Les dirigeants opérationnels de HP n'ont pas été perturbés par le passage du ROA à l'EVA dans la mesure où cela nécessitait simplement d'introduire le coût du capital dans le raisonnement. La division "Produits Informatiques" (micro-ordinateurs et imprimantes) a été l'une des premières à expérimenter ce changement.

Aujourd'hui, l'EVA joue un rôle important dans la gestion du portefeuille d'activités de HP. Cet étalon est devenu indispensable à la planification. L'EVA fournit une référence pour comparer des divisions aux caractéristiques très dissemblables comme l'unité "Test et Mesures", à forte marge et intensité capitalistique, et l'unité "Micro-Informatique", à faible marge.

Chaque unité utilise un coût du capital spécifique dépendant de sa structure financière et de son degré d'exposition à la concurrence. En 1990, le segment des systèmes RISC ne gagnait pas son coût du capital. En se focalisant sur la création de valeur, ce groupe a obtenu une EVA positive en 1995, contribuant au meilleur résultat jamais enregistré sous la direction du PDG Leo Platt.

Le trésorier Larry Tomlinson a pris la tête d'un groupe d'action responsable de la mise en place de l'EVA au sein de HP. Son objectif est de parvenir à une implantation totale au niveau des centres d'activité et, dès que possible, des unités de production.

L'un des plus grands défis consiste à développer des systèmes permettant l'allocation de dépenses partagées comme la recherche et développement.

L'EVA de Hewlett-Packard de 1990 à 1996 (en millions de dollars):

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>a</sup>
<b>EVA<sub>t</sub></b>	-346	-916	-465	-168	526	888	1331
<b>ret<sup>b</sup></b>	11,5	7,7	11,4	12,8	15,8	19,0	19,8
<b>kt<sup>c</sup></b>	14,7	15,2	15,0	14,0	12,5	13,7	13,2

a- Estimations Morgan Stanley Research. b- Rentabilité du capital investi en t. c- Coût moyen pondéré du capital en t.

Source: (J.) Caby et (G.) Hirigoyen, *La création de valeur de l'entreprise*, 2<sup>e</sup> édition, Economica, 2001 d'après (S.) Milunovich et (A.) Tsuei, *EVA in computer industry*, Journal of Applied Corporate Finance (vol. 9, n°1, 1996), p. 104-115.

## 7 L'ENTREPRISE EST-ELLE RENTABLE ?



### Démarche générique d'analyse de la rentabilité financière

Pour analyser la rentabilité financière, il convient de procéder à plusieurs analyses successives en fonction des données disponibles :

- 1 Le calcul et l'interprétation du rendement des capitaux propres.** Il consiste à rapporter le résultat net et les capitaux propres. On considère généralement que ce taux doit être de l'ordre de 12 à 15 % selon les entreprises et au moins supérieur à 10 % pour satisfaire les actionnaires, c'est-à-dire leur assurer une rémunération proportionnelle au risque qu'ils ont pris en investissant dans l'entreprise. Dans les entreprises de tailles modestes et contrôlées à près de 100 % par un même actionnaire, on prendra garde aux arbitrages fiscaux que l'entrepreneur est susceptible de pratiquer entre sa rémunération et les dividendes. Ils sont susceptibles d'altérer la véracité des chiffres obtenus.
- 2 Le calcul et l'interprétation du rendement des capitaux permanents.** De pertinence et d'actualité plus faibles, il consiste à rapporter la somme du résultat net et des intérêts sur les dettes à long et moyen terme et les capitaux permanents. Son interprétation est délicate. Conceptuellement, il s'agit de mesurer le rendement des capitaux investis durablement dans l'entreprise, qu'il soient apportés par les actionnaires ou par les créanciers (bancaires ou *via* le marché financier dans le cas des obligations).

Aujourd'hui, les coûts respectifs de ses ressources sont devenus très différents : les capitaux propres exigent une rémunération supérieure à 10 % et les dettes bancaires ou obligataires tournent autour de 5 % après prise en compte de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts. De ce fait, le taux obtenu exprime une moyenne pondérée du rendement des fonds investis à long terme sans qu'une référence réelle puisse être dégagée.
- 3 La décomposition de la rentabilité financière.** Les deux premiers termes correspondent à la décomposition de la rentabilité économique par le résultat et le troisième renvoie à la structure de financement de l'entreprise, et plus précisément à l'effet de levier financier. Ce dernier mesure l'incidence positive ou négative de l'endettement de l'entreprise sur sa rentabilité financière. Cela doit permettre de comprendre la formation de la rentabilité financière et de son évolution en constatant qu'elle dépend de la rentabilité économique de l'entreprise, elle-même liée à la marge dégagée. Cette suite de liens démontre l'interdépendance entre les différentes optiques de rentabilité. Pour l'analyse, le recours à l'effet de levier financier offre des pistes de réflexion et propose des orientations afin d'améliorer la rentabilité financière des entreprises.
- 4 Le calcul et l'interprétation de l'EVA.** Nouvel outil emblématique de mesure de la rentabilité financière, l'EVA s'inscrit dans une perspective de création de valeur pour l'actionnaire. L'EVA est la valeur ajoutée par l'entreprise aux capitaux employés pendant un exercice. L'EVA est un résultat économique après rémunération de tous les capitaux. Cet indicateur est d'une utilisation très délicate, en particulier dans les sociétés non cotées en bourse.



## Synthèse

### Analyse de la rentabilité de la CIPA

La CIPA enregistre une diminution continue de son chiffre d'affaire qui correspond à une réorientation de l'activité avec une volonté à terme d'abandonner l'injection plastique pour "monter en gamme". Si la valeur ajoutée est bien maîtrisée, on constate néanmoins un niveau intrinsèquement et sectoriellement faible de l'excédent brut d'exploitation.

Le jugement global de l'exploitation est donc mitigé. La situation de l'exploitation de la CIPA semble s'améliorer, mais les efforts des dernières années n'ont pas encore porté leurs fruits. Si l'entreprise parvient à dégager des marges de manœuvre dans le cadre de la réorientation de son activité, ces ajustements restent pour l'instant limités à la maîtrise des charges liées aux achats.

En revanche, cette maîtrise n'est pas avérée pour ce qui concerne les frais de personnel et contribue à un handicap durable de sa capacité à enregistrer des excédents d'exploitation. Par ailleurs, cette faiblesse relative se traduit par des rentabilités d'exploitation, économique et financières peu élevées, mais qui se redressent progressivement.

Ces constats semblent corroborer le virage stratégique de l'entreprise en direction de produits à plus haute valeur ajoutée et concordent avec la hausse de l'intensité capitalistique et la baisse des effectifs. Cela devrait se traduire à terme par une amélioration générale de la rentabilité.

On doit aussi rapprocher cette analyse de la volonté du dirigeant de ne pas dégager de niveaux de résultat trop élevés pour des raisons patrimoniales. Les résultats des années futures permettront de valider ou d'invalider ces conclusions.

Les développements précédents étaient destinés à montrer comment on pouvait apprécier la rentabilité d'une entreprise en s'appuyant sur l'exemple de la CIPA.

Cela ne clôt pas l'analyse financière. L'estimation de la rentabilité n'est pas suffisante pour assurer la pérennité d'une entreprise. L'établissement d'un diagnostic de la situation financière passe par un deuxième point incontournable : l'appréciation de la solvabilité.