



GESTION FINANCIERE

Séance 3

Les notions d'actualisation/capitalisation



?

TEMPS

+

INCERTITUDE

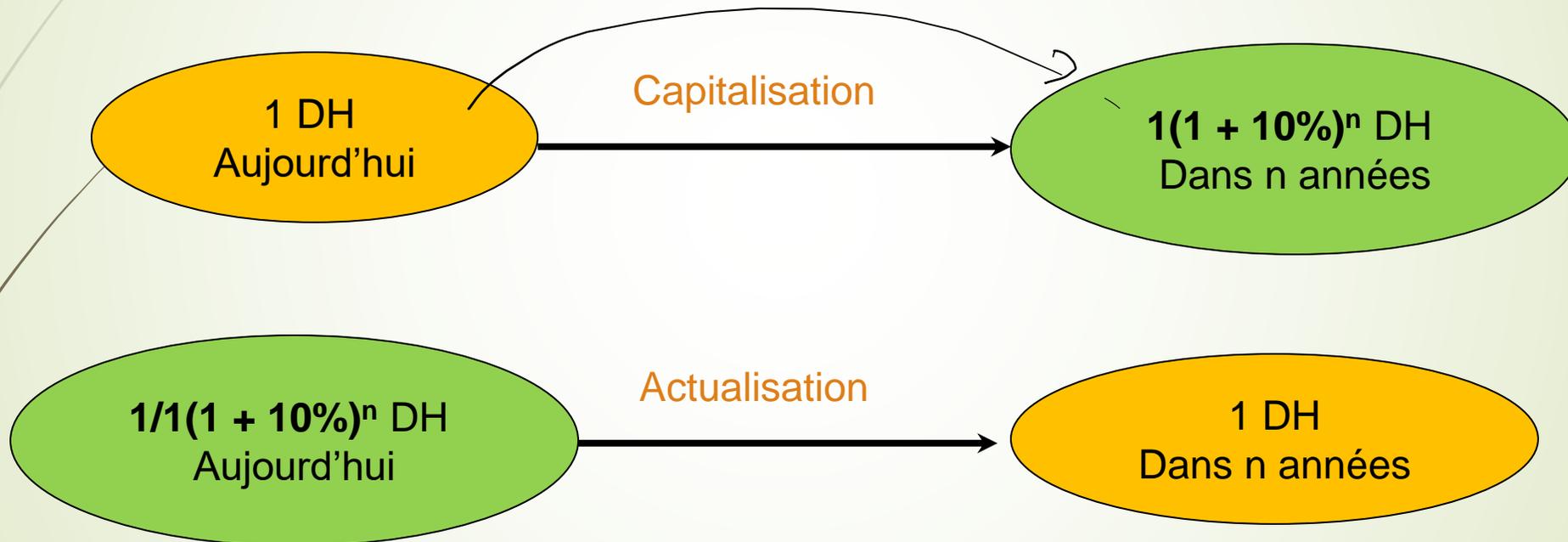
+

RISQUE

Les notions d'actualisation/capitalisation

- La technique d'actualisation
du présent par rapport au futur
par rapport au risque
 - = traduction économique de la valorisation
 - = traduction de l'aversion de l'investisseur
- **La valeur actualisée** = ce que vaut en euros d'aujourd'hui une somme à recevoir à un moment donné dans le futur
- **La valeur capitalisée (future)** = ce que vaudra à un moment donné dans le futur une somme investie aujourd'hui

Exemple : taux d'actualisation = 10%



Les notions d'actualisation/capitalisation

$$V_a = V_f \times (1 + i)^{-n}$$

$$V_c = V_a \times (1 + i)^n$$

Le taux d'actualisation

➔ **Le taux d'actualisation:**

- Élément déterminant dans l'analyse de la rentabilité et donc dans la décision d'investir;
- Correspond à la rentabilité minimale requise;
- Permet de comparer à un instant t des flux monétaires intervenant à des dates différentes;
- Sa mesure est délicate et doit tenir compte de plusieurs facteurs tels que les attentes de l'investisseur et le niveau de risque encouru

Le taux d'actualisation

- Trois grandes préoccupations entrent dans la détermination de taux d'actualisation
- ❑ La rémunération de l'immobilisation de fonds ou la renonciation à la liquidité immédiate
- ❑ La compensation de l'inflation ou la dépréciation monétaire prévisionnelle
- ❑ La rémunération de risque

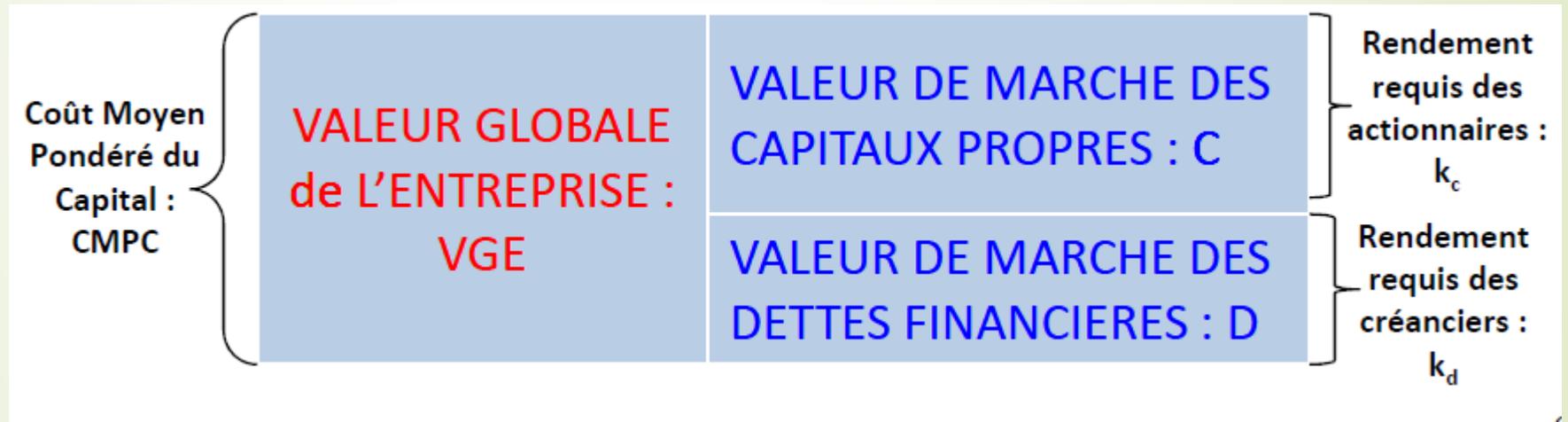
Le taux d'actualisation

- Le taux d'actualisation considéré comme un coût d'opportunité:
- Ce cas suppose qu'il y a possibilité de placement ou d'investissement sur le marché financier dans l'acquisition des titres à niveau de risque équivalent
- taux d'actualisation perçu comme un coût de capital (cm_{pc})

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC)

- **La notion de capital** s'entend de manière plus large que le simple capital social de l'entreprise. Il regroupe **l'ensemble des ressources de financement** : fonds propres et dettes financières, c'est-à-dire **le capital investi**.
- **La notion de cout du capital** résulte du fait que les détenteurs des ressources de financement (actionnaires et créanciers) exigent un **rendement** rémunérant leur placement a hauteur **des risques** encourus.
- Son évaluation est financière et suppose une lecture du patrimoine exprimée en **valeur de marche** :

CMPC



L'évaluation du CMPC

- ▶ Les charges financières étant déductibles, le coût de la dette s'évalue **net d'impôt** :
- ▶ Coût de la dette = **rendement requis des créanciers net d'impôt** = $k_d \times (1-T)$,
- ▶ ce qui suppose que l'entreprise soit capable de générer les profits nécessaires pour imputer ces charges et bénéficier de l'économie d'impôt.
- ▶ Les dividendes n'étant eux **pas déductibles** :
- ▶ Coût des capitaux propres = **rendements requis des actionnaires** = k_c

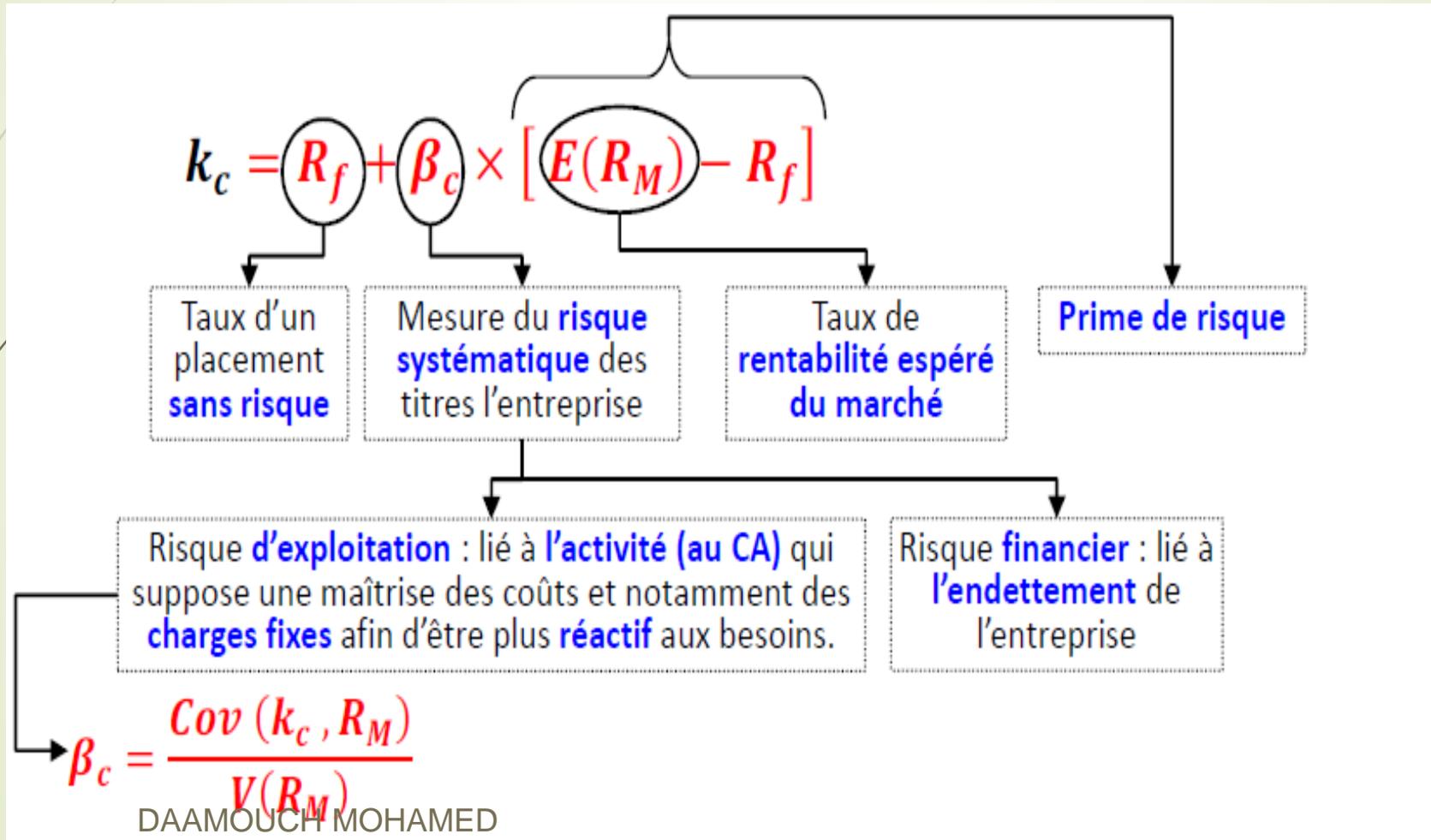
L'évaluation du CMPC

- Le coût du capital correspondra à la somme des rendements requis, pondérée par la valeur de chaque élément de la structure :

$$\text{CMPC} = k_c * (C/C+D) + K_d * (D/C+D)(1-T)$$

Le rendement requis des actionnaires k_c peut être estimé par le **MEDAF** selon la formule suivante :

L'évaluation du CMPC



L'évaluation du CMPC

- β_c est un **coefficient de volatilité** qui mesure la **sensibilité** d'un portefeuille constitué de l'ensemble des capitaux propres par rapport au portefeuille de marché.
- Si $\beta_c > 1 \Rightarrow$ les capitaux propres réagissent **fortement** aux variations du marché, l'entreprise présente **un risque systématique plutôt élevé**,
- Si $\beta_c < 1 \Rightarrow$ les capitaux propres réagissent **faiblement** aux variations du marché, l'entreprise présente un **risque systématique plutôt faible**, inférieur à 0, il réagit à l'inverse du marché.

L'évaluation du CMPC

- **Comment évaluer k_d ?**
 - Il s'agit d'un taux requis (espéré) donc, auquel l'entreprise **pourrait s'endetter** et non le taux auquel elle est actuellement endettée. L'entreprise a déjà évalué la création de richesse de son investissement, il s'agit à présent de confronter le **rendement du projet au coût de financement d'une éventuelle nouvelle dette.**
 - L'entreprise peut se référer au coût de ses dettes passées ou actuelles et le corriger des particularités actuelles de l'opération, (son niveau de risque en particulier), à condition que sa situation financière soit restée stable.

Le taux d'actualisation

- ▶ taux d'actualisation perçu comme un coût de capital
- En général, le taux d'actualisation (k) correspond au coût du capital qui permet de tenir compte aussi bien du risque que des espérances de rendement.
- Le coût du capital équivaut à la moyenne arithmétique pondérée des coûts des sources de financement:

$$K = (CP * k_{cp} + D * k_D) / (CP + D)$$

sachant: CP : montant des capitaux propres et D : montant des dettes

k_{cp} : coût des CP calculé par un modèle actuariel ou par le MEDAF

k_D : coût après impôt des dettes de financement

La durée de vie économique de projet

- ▶ **La durée de vie du projet:** horizon temporel sur lequel porte l'évaluation du projet. Elle correspond à la durée de viabilité de l'investissement envisagé.
- ▶ En pratique, il existe plusieurs durées de vie dont on retient généralement la plus courte (visibilité):
- ▶ Durée technologique: période au terme de laquelle il faut renouveler le matériel à cause du progrès technologique (obsolescence);
- ▶ Durée économique: période de dépréciation due à l'usure de l'actif (assimilée à la période d'amortissement);
- ▶ Durée de vie du produit: où le produit a un marché suffisant. Elle est fonction de la courbe de vie du produit et de l'apparition de produits concurrents

La valeur résiduelle

- * flux perçu au terme de l'exploitation du projet;
- * La limitation fréquente de la durée de l'horizon temporel d'évaluation implique l'éventualité d'une VR significative;
- * Le montant de la VR (net d'impôts) est rajouté au FNT de la dernière année de l'horizon temporel d'analyse;
- * Dans certains cas, la VR peut être négative. Ex.: gisements, mines, forêts...
- * On peut avoir une valeur terminale patrimoniale qui résulte des éléments d'actifs correspondant au désinvestissement
- * Ou une valeur terminale de rendement qui correspond alors à la somme actualisée des cash flows postérieurs à l'horizon prévisionnel retenu
- * Il faut tenir compte de la fiscalité sur les plus ou moins value réalisables sur la valeur résiduelle
- * Il faut tenir compte de la récupération de BFR dans le calcul de la valeur résiduelle patrimoniale

Analyse de projets en avenir certain

- L'analyse d'un projet d'investissement revient à mesurer sa rentabilité ie. Sa capacité à créer de la valeur à partir de la mise en œuvre de moyens donnés.
- Évaluer la rentabilité consiste donc à comparer, sur un horizon temporel donné, les flux de liquidités espérés du projet aux dépenses engagées dans sa réalisation.
- La rentabilité est mesurée selon plusieurs critères plus ou moins pertinents