

COÛT DU CAPITAL : CONCEPT, MISE EN ŒUVRE ET PIÈGE À ÉVITER



Pascal QUIRY

Professeur de finance à HEC Paris, titulaire de la chaire BNP Paribas
et co-auteur du Vernimmen



Le coût du capital

2



Le coût du capital

- 1 : A quoi sert le coût du capital ?
- 2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique
- 3 : Un raisonnement global
- 4 : Le calcul du coût du capital
- 5 : Un coût du capital par activité
- 6 : Un coût du capital par zone géographique
- 7 : Les erreurs les plus fréquemment faites

1 : A quoi sert le coût du capital ?





1 : A quoi sert le coût du capital ?

a : en choix d'investissement comme
taux rejet



1 : A quoi sert le coût du capital ?

a : en choix d'investissement comme taux rejet

b : en évaluation, pour calculer la valeur de l'actif économique, puis celle de l'action



1 : A quoi sert le coût du capital ?

a : en choix d'investissement comme taux rejet

b : en évaluation, pour calculer la valeur de l'actif économique, puis celle de l'action

c : en finance pour apprécier la valeur créée ou détruite



1 : A quoi sert le coût du capital ?

a : en choix d'investissement comme taux rejet

b : en évaluation, pour calculer la valeur de l'actif économique, puis celle de l'action

c : en finance pour apprécier la valeur créée ou détruite

d : en RH, pour des rémunérations variables



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

a : Définition

Le coût du capital est le taux de rentabilité qu'exigent collectivement les actionnaires et les prêteurs sur les fonds qu'ils ont confiés à l'entreprise



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

a : Définition

Le coût du capital est le taux de rentabilité qu'exigent collectivement les actionnaires et les prêteurs sur les fonds qu'ils ont confiés à l'entreprise.

C'est le taux de rentabilité minimum que doit dégager sur moyenne période l'actif économique de l'entreprise pour que ses pourvoyeurs de fonds continuent de mettre ceux-ci à sa disposition.



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

a : Définition

Le coût du capital est le taux de rentabilité qu'exigent collectivement les actionnaires et les prêteurs sur les fonds qu'ils ont confiés à l'entreprise.

C'est le taux de rentabilité minimum que doit dégager sur moyenne période l'actif économique de l'entreprise pour que ses pourvoyeurs de fonds continuent de mettre ceux-ci à sa disposition.

C'est le coût du financement que supporterait l'entreprise si elle devait reconstituer intégralement son passif aujourd'hui.



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b : De quoi dépend le coût du capital ?



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b : De quoi dépend le coût du capital ?

Le coût du capital dépend du risque de marché de l'actif économique et de rien d'autre



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique

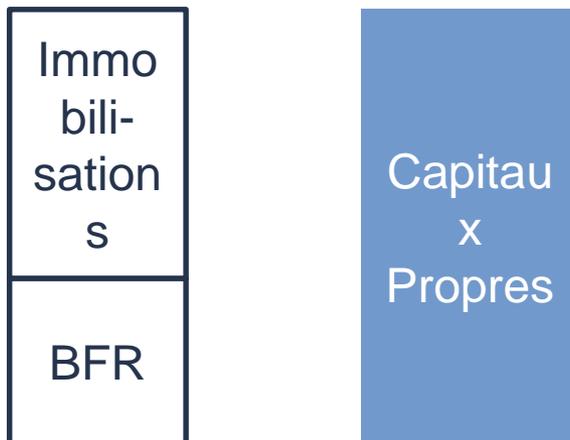


7 %



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique

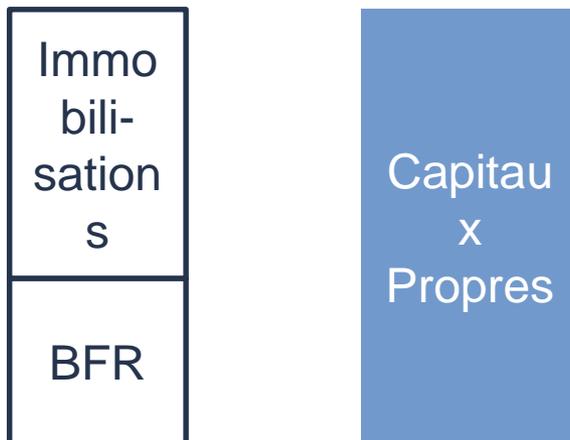


7 %



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique



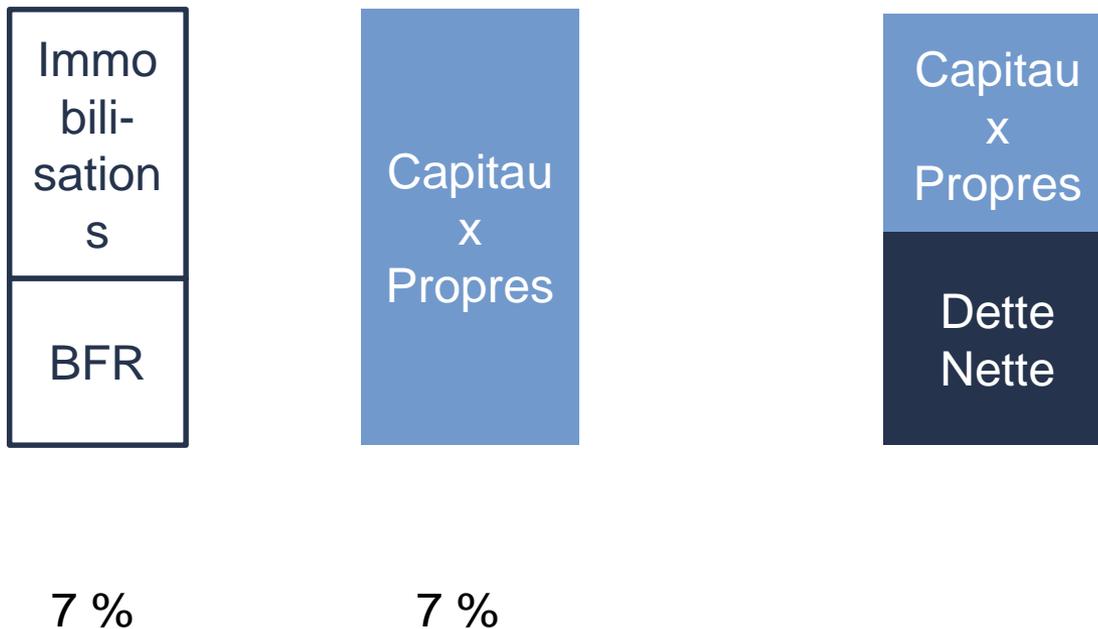
7 %

7 %



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

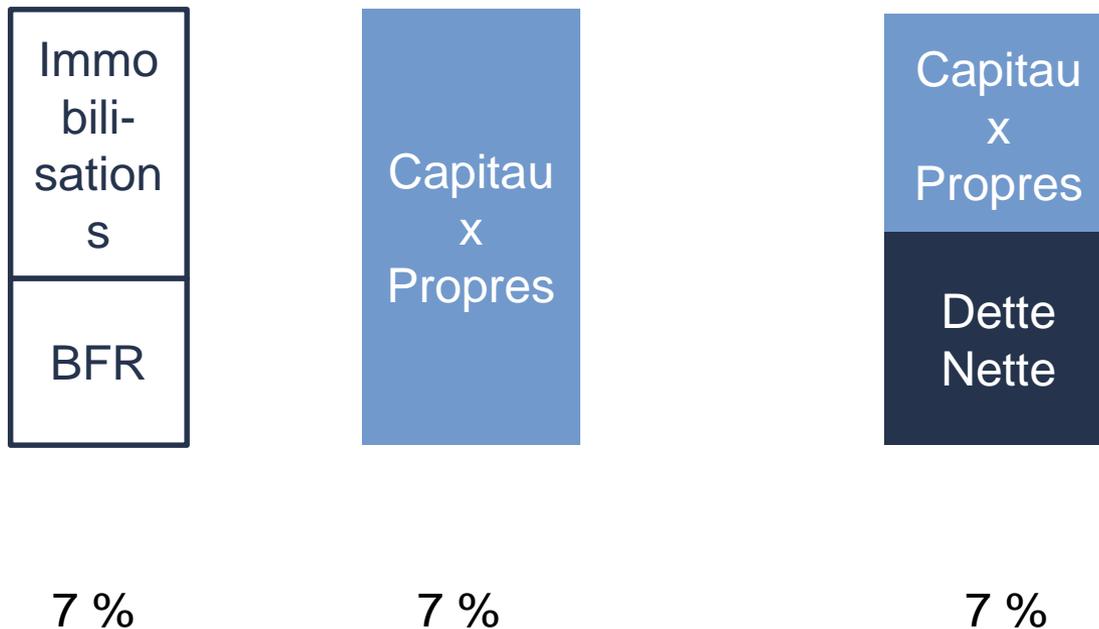
b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

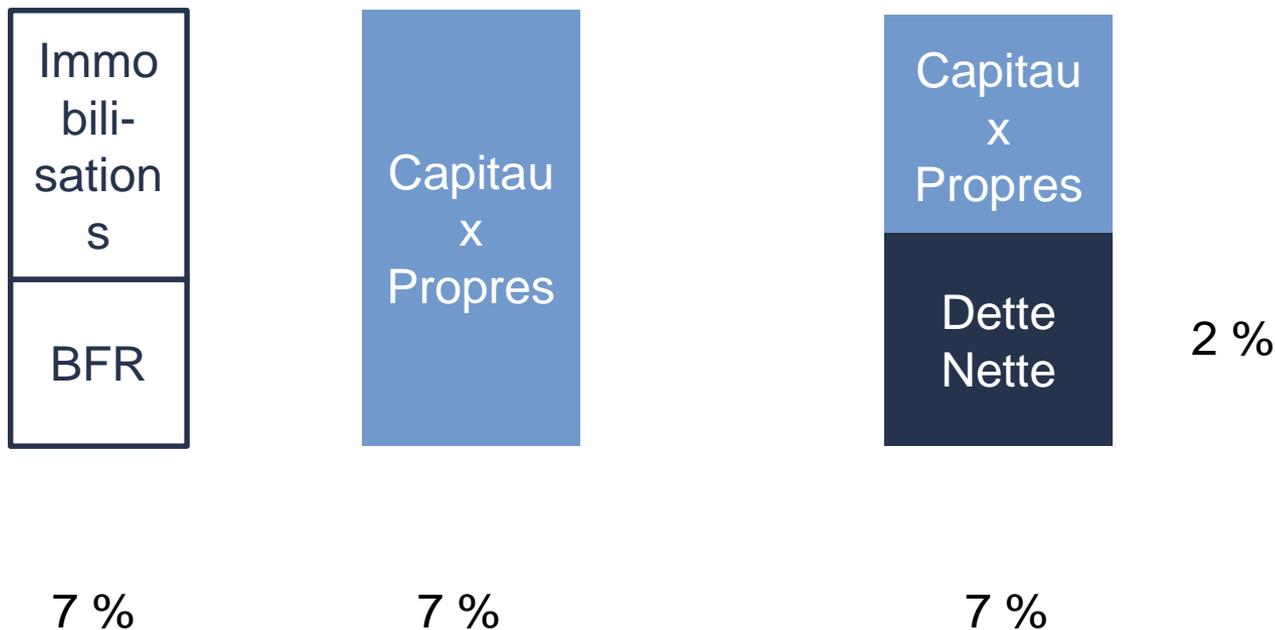
b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

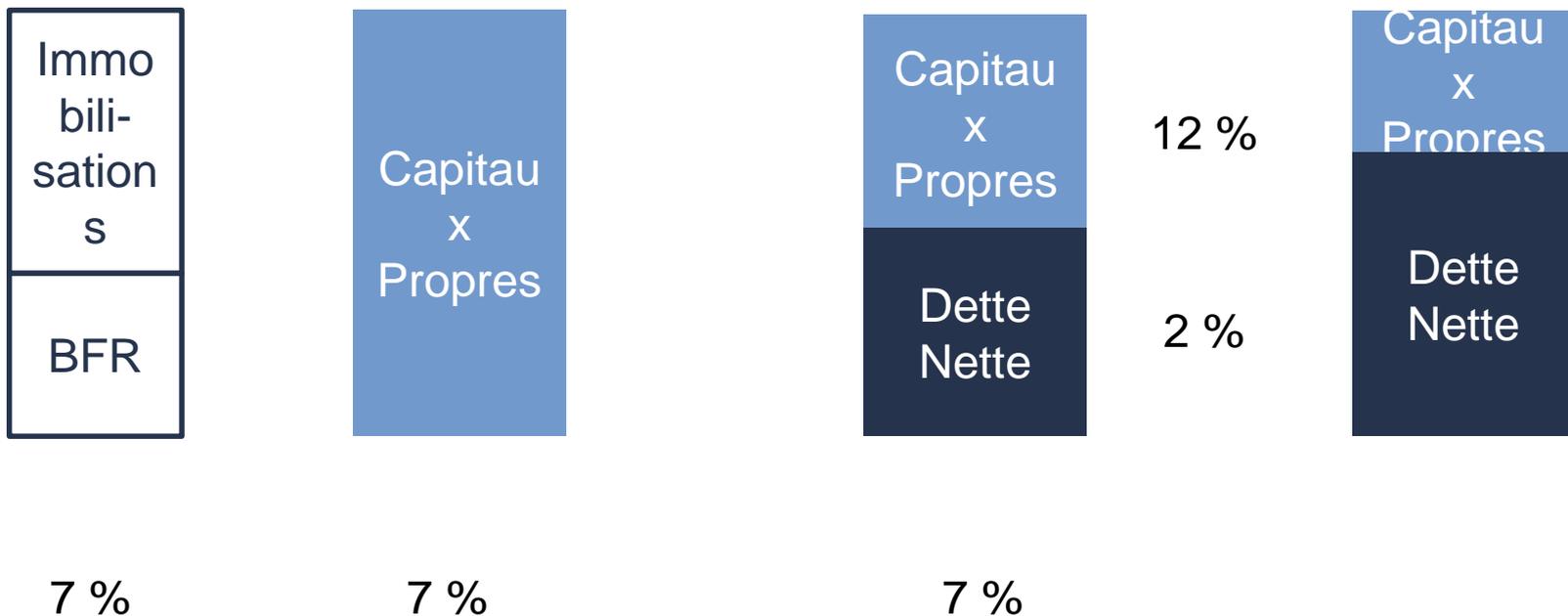
b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

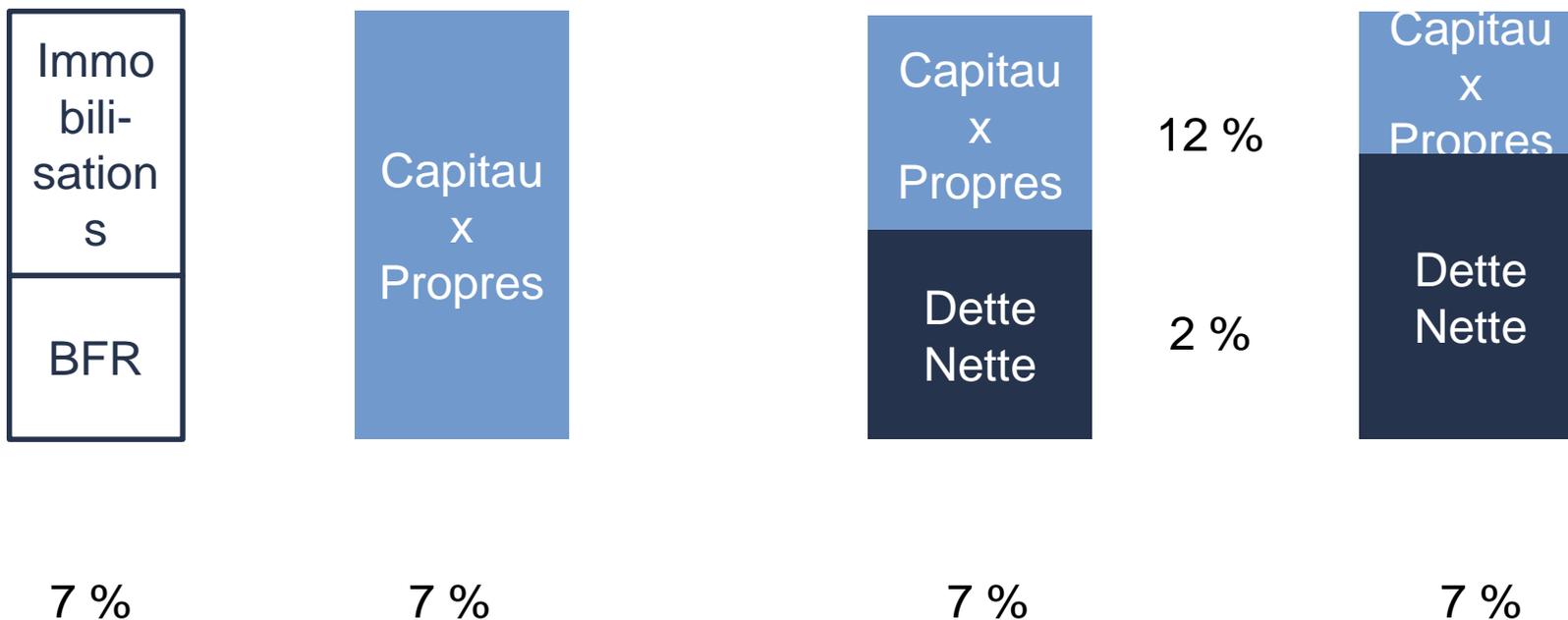
b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

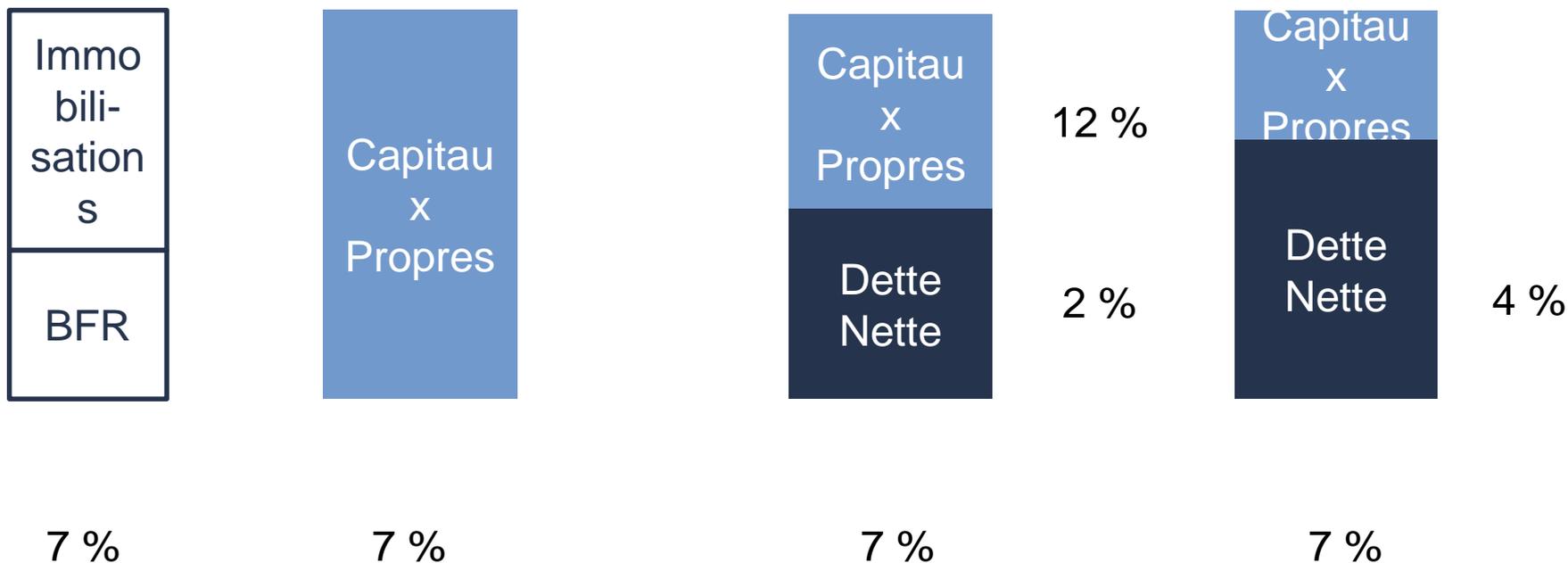
b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

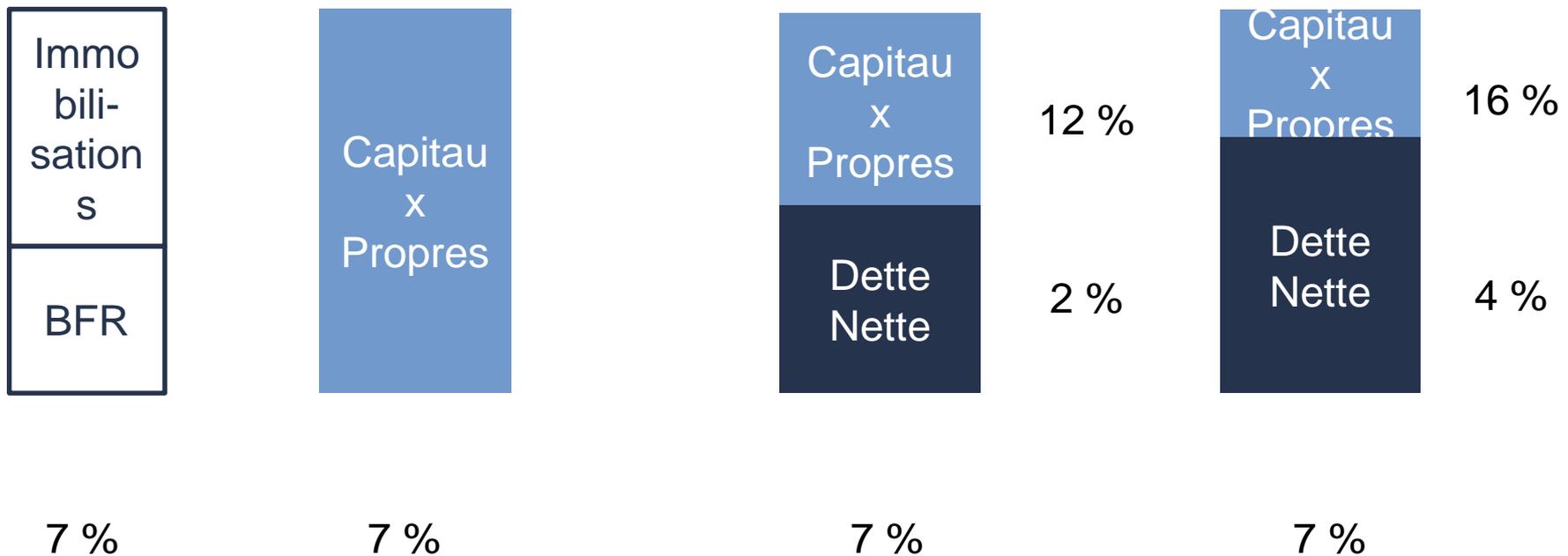
b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b. Le taux de rentabilité à exiger est fonction du risque de marché de l'actif économique





2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

b : De quoi dépend le coût du capital ?

Le coût du capital dépend du risque de marché de l'actif économique et de rien d'autre

Le coût du capital préexiste à la structure financière



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

c. Ce qui compte est le niveau de risque de marché de l'investissement par rapport à celui de l'entreprise

Si le risque de marché de l'investissement est similaire à celui de l'entreprise, alors le taux de rentabilité requis de l'investissement correspond au coût du capital de l'entreprise



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

c. Ce qui compte est le niveau de risque de marché de l'investissement par rapport à celui de l'entreprise

Si le risque de marché de l'investissement est similaire à celui de l'entreprise, alors le taux de rentabilité requis de l'investissement correspond au coût du capital de l'entreprise

Si le risque de marché de l'investissement est supérieur à celui de l'entreprise, alors le taux de rentabilité requis de l'investissement est supérieur au coût du capital de l'entreprise



2 : Le coût du capital et le risque de l'actif économique

c. Ce qui compte est le niveau de risque de marché de l'investissement par rapport à celui de l'entreprise

Si le risque de marché de l'investissement est similaire à celui de l'entreprise, alors le taux de rentabilité requis de l'investissement correspond au coût du capital de l'entreprise

Si le risque de marché de l'investissement est supérieur à celui de l'entreprise, alors le taux de rentabilité requis de l'investissement est supérieur au coût du capital de l'entreprise

Si le risque de marché de l'investissement est inférieur à celui de l'entreprise, alors le taux de rentabilité requis de l'investissement est inférieur au coût du capital de l'entreprise

3 : Un raisonnement global



3 : Un raisonnement global



Une illustration

	Investissement A
TRI	5 %
Coût du financement	4 %
Conclusion	

3 : Un raisonnement global



Une illustration

	Investissement B
TRI	10%
Coût du financement	12 %
Conclusion	

3 : Un raisonnement global



Une illustration

	Investissement A
TRI	5 %
Coût du financement	4 %
Conclusion	OUI

	Investissement B
TRI	10%
Coût du financement	12 %
Conclusion	NON

3 : Un raisonnement global



- Si le financement se fait par endettement, le taux de rentabilité à exiger d'un investissement est plus élevé que le coût de la dette car la présence de capitaux propres a permis de diminuer le coût de la dette. Or les capitaux propres ont besoin d'être rémunérés.

3 : Un raisonnement global



PIERRE VERNIMMEN
FINANCE D'ENTREPRISE
2018

- Si le financement se fait par endettement, le taux de rentabilité à exiger d'un investissement est plus élevé que le coût de la dette car la présence de capitaux propres a permis de diminuer le coût de la dette. Or les capitaux propres ont besoin d'être rémunérés.
- Si le financement se fait par capitaux propres, le taux de rentabilité à exiger est plus faible que le coût des capitaux propres, car le renforcement des capitaux propres réduit le risque du prêteur qui accepte en conséquence une moindre



4 : Le calcul du coût du capital

Une formule simple, appelée formule indirecte :

$$k = k_{CP} \cdot \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + k_D \cdot (1 - IS) \cdot \frac{V_D}{V_{CP} + V_D}$$

4 : Le calcul du coût du capital



Une formule simple, mais une formule à pièges multiples :

$$k = k_{CP} \cdot \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + k_D \cdot (1 - IS) \cdot \frac{V_D}{V_{CP} + V_D}$$

4 : Le calcul du coût du capital



Une formule simple, mais une formule à pièges multiples :

$$k = k_{CP} \cdot \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + k_D \cdot (1 - IS) \cdot \frac{V_D}{V_{CP} + V_D}$$



4 : Le calcul du coût du capital

Une formule simple, mais une formule à pièges multiples :

$$k = k_{CP} \cdot \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + k_D \cdot (1 - IS) \cdot \frac{V_D}{V_{CP} + V_D}$$

$$9,5 \% = 12 \% \times \frac{3}{4} + 3 \% \times (1 - 33\%) \times \frac{1}{4}$$



4 : Le calcul du coût du capital

Une formule simple, mais une formule à pièges multiples :

$$k = k_{CP} \cdot \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + k_D \cdot (1 - IS) \cdot \frac{V_D}{V_{CP} + V_D}$$

$$9,5 \% = 12 \% \times \frac{3}{4} + 3 \% \times (1 - 33\%) \times \frac{1}{4}$$

$$7 \% = 12 \% \times \frac{1}{2} + 3 \% \times (1 - 33\%) \times \frac{1}{2}$$



4 : Le calcul du coût du capital

Une formule simple, mais une formule à pièges multiples

$$k = k_{CP} \cdot \frac{V_{CP}}{V_{CP} + V_D} + k_D \cdot (1 - IS) \cdot \frac{V_D}{V_{CP} + V_D}$$

Dans cette formule taux et pondération sont liés et non indépendants !

4 : Le calcul du coût du capital



Une autre formule simple, la formule directe :

Avec :

$$b_e = \frac{b_{CP}}{1 + \frac{V_D}{V_{CP}}}$$



4 : Le calcul du coût du capital

Quelques exemples de bêtas de l'actif économique

Bêta de l'actif économique

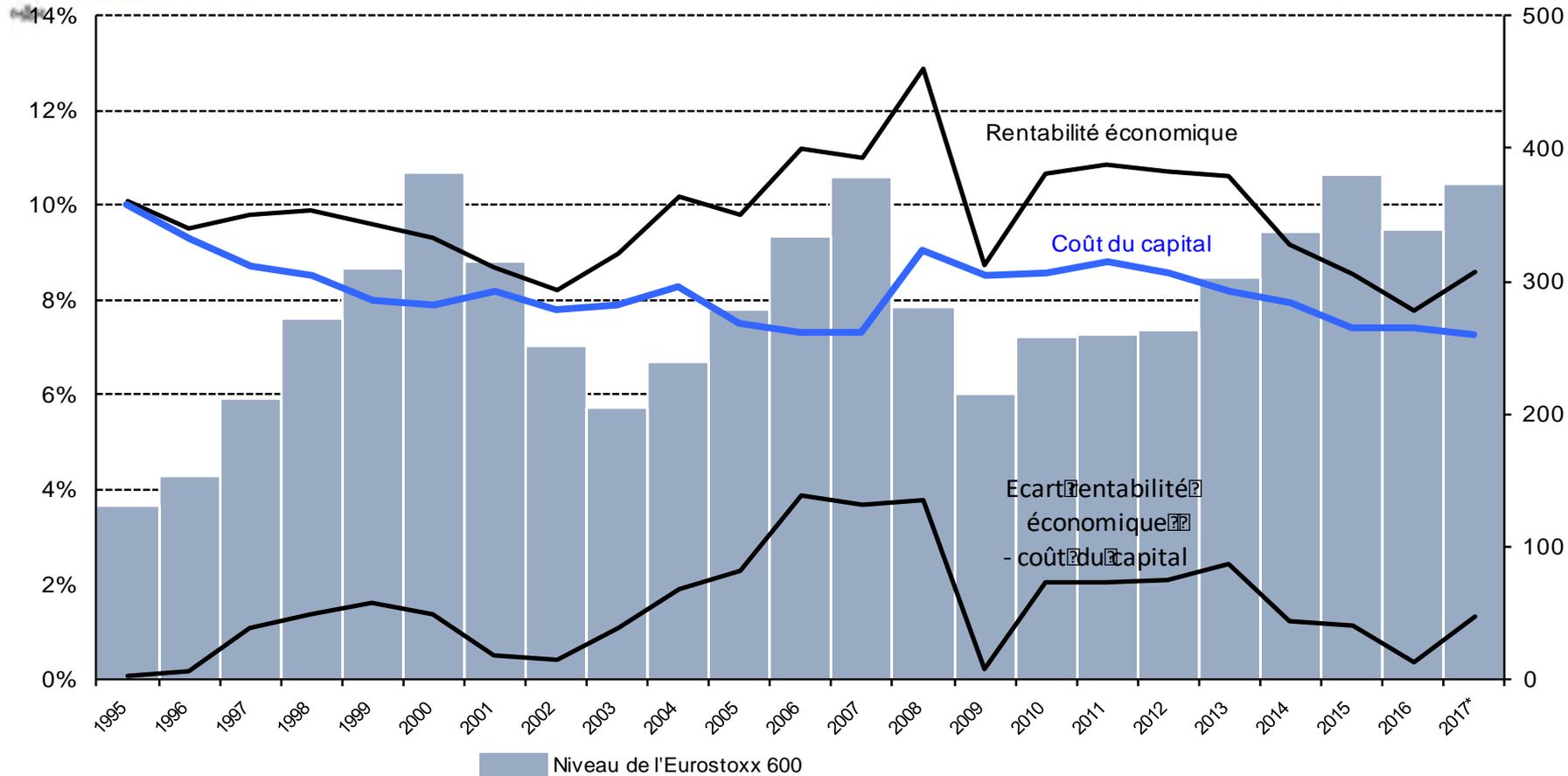
Distribution d'eau	0,40	Banques	0,79	Chimie	1,00
Tabac	0,41	Défense & Spatial	0,81	Automobile	1,02
Foncières	0,44	Tous secteurs	0,81	Publicité	1,02
Spiritueux	0,60	Cinéma	0,82	Logiciel	1,08
Restauration	0,61	Pharmacie	0,85	Acier	1,12
Distribution alimentaire	0,61	E-commerce	0,87	Production pétrolière	1,15
Télécommunications	0,61	Hotellerie	0,92	Compagnies aériennes	1,31
Agroalimentaire	0,65	Transport maritime	0,93	Semi-conducteurs	1,44
Casinos	0,69	Matériaux de construction	0,95	Equipementiers automobiles	1,45

Source : BNP Paribas, Corporate Finance, équipe BVT, juin 2017



4 : Le calcul du coût du capital

Rentabilité économique, coût du capital des grands groupes européens cotés (échelle gauche) et évolution des cours boursiers (échelle droite)



Sources : Exane BNP Paribas, Factset.

(*) Niveau de l'Eurostoxx 600 au premier semestre 2017

5 : Un coût du capital par activité



Dans les groupes diversifiés par activités, il y a autant de coûts du capital qu'il y a d'activités différentes.



6 : Un coût du capital par zone géographique

Dans les groupes diversifiés par zones géographiques, il y a autant de coûts du capital qu'il y a de zones géographiques différentes.

7 : Quelques erreurs fréquentes





7 : Quelques erreurs fréquentes

a : voir le coût du capital par le passif et non par l'actif



7 : Quelques erreur fréquentes

a : voir le coût du capital par le passif et non par l'actif

b : croire que le coût du capital est un concept comptable



7 : Quelques erreurs fréquentes

a : voir le coût du capital par le passif et non par l'actif

b : croire que le coût du capital est un concept comptable

c : croire que l'endettement réduit le coût du capital



7 : Quelques erreurs fréquentes

a : voir le coût du capital par le passif et non par l'actif

b : croire que le coût du capital est un concept comptable

c : croire que l'endettement réduit le coût du capital

d : n'avoir qu'un seul coût du capital quelles que soient les divisions et les géographies



7 : Quelques erreur fréquentes

a : voir le coût du capital par le passif et non par l'actif

b : croire que le coût du capital est un concept comptable

c : croire que l'endettement réduit le coût du capital

d : n'avoir qu'un seul coût du capital quelles que soient les divisions et les géographies

e : ne pas les mettre à jour une fois l'an



7 : Quelques erreur fréquentes

a : voir le coût du capital par le passif et non par l'actif

b : croire que le coût du capital est un concept comptable

c : croire que l'endettement réduit le coût du capital

d : n'avoir qu'un seul coût du capital quelles que soient les divisions et les géographies

e : ne pas les mettre à jour une fois l'an

f : croire que la diversification géographique ou sectorielle réduit le coût du capital

Merci de votre attention



Cette présentation est disponible sur le site vernimmen.net

Pour approfondir, voir le chapitre 31 du Vernimmen 2018



Pascal Quiry et Yann Le Fur

Dédicaceront leur livre

Mercredi 15 novembre à 15h15

Stand Librairie n° 76

