

Cours : Rentabilité, profitabilité, rotation des capitaux

Rentabilités économiques, rentabilités financière... et taux d'intérêt

1 – Rappel : ne pas confondre rentabilité et profitabilité ; la productivité ou rotation des capitaux

11 – Les profitabilités, ou taux de marge

Rappelons¹ qu'il ne faut pas confondre *taux de rentabilité* et *taux de marge*, ou de *profitabilité*.

Analyser la *profitabilité*², c'est analyser le rapport entre un *flux de « bénéfice »* quel qu'il soit (marge brute commerciale, *EBE*, mille et une notions de *CAF* ou de *MBA*, résultat, avant ou après impôt, etc.) et un *flux d'activité* mesurant la *production de l'entreprise*, quelle que soit la mesure de cette production (Chiffre d'affaires, production au sens comptable, *VAB*, *VAN*³, etc.).

Ce rapport flux / flux n'est en aucun cas une mesure de rentabilité ; malheureusement, on parle quelquefois de « rentabilités des ventes », etc. en utilisant des taux de marge. La profitabilité ne mesure que la performance de l'activité et de la recherche de la maximisation produits moins charges – critère fort important, mais qui en suppose un autre pour aboutir à la rentabilité : la rotation des capitaux.

Il y a autant de mesure de profitabilité que de couples possibles *Bénéfices / Mesure de l'activité*. **Tous ne sont pas significatifs**. Quels sont les principaux taux que vous connaissez ; que signifient-ils ? Peut-on ramener un résultat net après frais financiers aux ventes ? Peut-on ramener un *EBE* à la *VAN* ?

12 – Les rentabilités

La rentabilité mesure un *flux de bénéfice* rapporté à un *stock de capital*, quel qu'il soit : en tant que *ressources* financières (capitaux propres, capitaux permanents, total des ressources *du passif*, ou total du bilan) ; en tant qu'*emplois* de ces ressources, c'est-à-dire le *capital économique* (en valeurs immobilisées, en valeurs immobilisées + *BFR* exploitation ou hors exploitation, total des emplois de l'actif ou total du bilan).

Il y a donc arithmétiquement autant de taux de rentabilité que de couples Flux de bénéfice / stock de capital... sauf que certains sont absurdes. Il est par exemple illogique de ramener un bénéfice après charges financières au total des capitaux propres et empruntés ; de même il est erroné de ramener un bénéfice brut avant charges financières et avant dotations, par exemple l'*EBE*, aux seuls capitaux propres⁴. Pourquoi ?

Seule la *rentabilité* mesure la *performance des capitaux* – le seul critère qui compte vraiment pour un investisseur. La profitabilité ne mesurant que la *performance de l'activité et de la recherche de la maximisation produits* moins charges – critère fort important, mais qui en suppose un autre pour aboutir à la rentabilité : la *rotation des capitaux*.

13 – La formule Du Pont de Nemours et la productivité des capitaux, ou leur rotation

Rappelons l'« *analyse factorielle* » de la rentabilité par la formule *Du Pont* (de Nemours) qui peut donc présenter des millions de combinaisons :

¹ Voir la leçon 1.

² Ce terme est emprunté à Depallens, op. cit.

³ Valeur *Ajoutée Nette*, à ne pas confondre avec la *VAN* « Valeur *Actualisée Nette* » ; voir plus loin.

⁴ Malheureusement, on trouve ce genre de ratios dans les bouquins...

$$\text{Rentabilité} = \frac{\text{Bénéfice}}{\text{Mesure du niveau d'activité}} \times \frac{\text{Mesure du niveau d'activité}}{\text{Stock de capital}}$$

Le rapport *Mesure du niveau d'activité / Stock de capital* mesure la **productivité apparente** - pourquoi apparente ? - du capital, ou encore sa **rotation**. En effet, par exemple si 100 de stock de capital « produisent » 1000 de « *Mesure du niveau d'activité* », on peut de façon imagée¹ dire que la rotation du capital est de 10 : le capital « tourne » 10 fois dans l'année ; plus concrètement un capital de 100 permet de produire une activité de 10 fois son montant.

A l'inverse, le rapport *Stock de capital / Mesure du niveau d'activité*, mesure le *coefficient de capital* ou la *durée de rotation de ce capital*. Ici, on a un coefficient de capital de 0,1 ou une durée de rotation de 0,1 année (36 jours)².

On a donc :

$$\text{Rentabilité} = \text{taux de marge} \times \text{productivité du capital}$$

Rappelons que cette « analyse factorielle », opérationnelle au niveau de l'analyse et de la gestion financière microéconomique, pose problème au niveau macroéconomique, car les deux facteurs marge et rotation ne sont pas indépendants. Autrement dit, un taux de profitabilité élevé correspond en général à une rotation faible, et vice-versa.

La formule *Du Pont* selon sa présentation habituelle

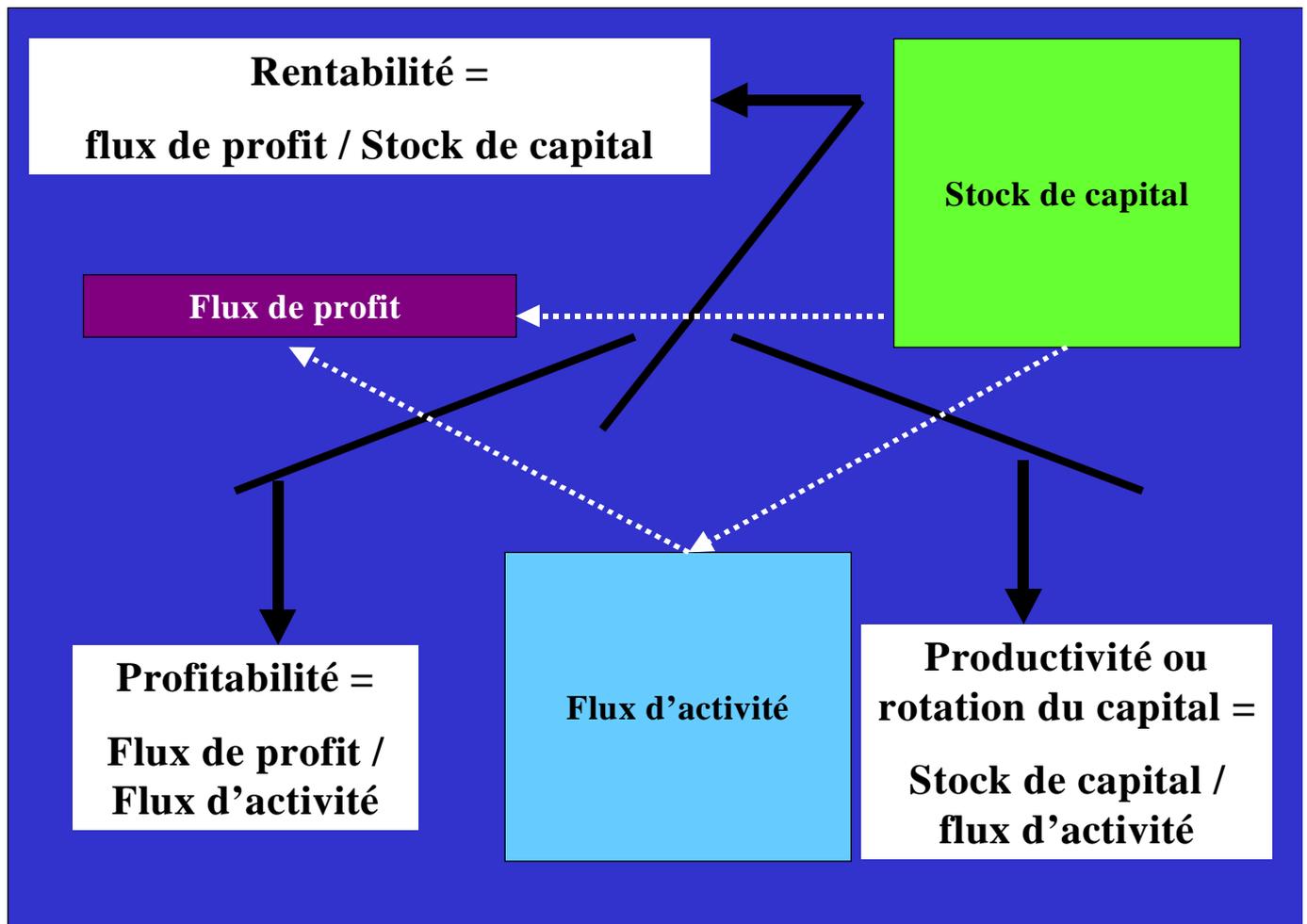
La profitabilité
dépend
des prix de ventes, à
augmenter,
et des coûts, à diminuer
(tant que faire ce peut...)

La productivité
ou rotation du capital
est une donnée technique,
qui peut être améliorée

La rentabilité
en est la conséquence :
Rentabilité = Profitabilité x Rotation

¹ Cette rotation est un concept, non une réalité, contrairement à la rotation d'un stock de valeur moyenne 100 par rapport à un montant moyen annuel de 1000 d'achat, qui est bien de 10 rotations par an (vitesse de rotation), soit une durée moyenne de rotation de 36 jours.

² Attention, la durée et la vitesse de rotation n'ont de sens que par rapport à une définition de la période qui définit le flux. Rien n'empêche, sauf l'habitude comptable, de définir l'activité sur le mois, la semaine ou le lustre...



La rentabilité est en fait déterminée au niveau macroéconomique par la concurrence des capitaux qui tend à égaliser les taux de rentabilité économiques. Les marchés financiers en sont le principal instrument ; on y reviendra. Les rotations étant les *contraintes techniques premières*, le taux de marge dépend en fait de la rotation et des rentabilités qui tendent à converger. Autrement dit, **les prix qui déterminent les marges et les taux de profitabilité, sont peut-être expliqués par les deux autres facteurs¹** : exactement le contraire de ce qu'indique la formule *Du Pont*²...

Il faut en fait inverser la logique de la formule Du Pont.

La rentabilité est en fait *déterminée au niveau macroéconomique par la concurrence des capitaux* qui tend à égaliser les taux de rentabilité économiques. Chaque entreprise est soumise à cette concurrence. Les marchés financiers en sont le principal instrument ; on y reviendra. Les rotations sont les *contraintes techniques premières*. Le *taux de marge dépend en fait de la rotation et des rentabilités* qui tendent à converger. Autrement dit, **les prix qui déterminent les marges et les taux de profitabilité, sont peut-être expliqués par les deux autres facteurs** : exactement le contraire de ce qu'indique la formule *Du Pont*...

On aurait ainsi :

Taux de marge (qui explique les prix, amont et aval)

= rentabilité / productivité du capital ou rotation

= rentabilité x coefficient de capital ou durée de rotation

¹ Voir l'introduction.

² Sans parler de l'analyse *Du Pont* développée tenant compte de la structure de l'endettement. Voir également la leçon 1.

La formule *Du Pont* remise sur ses pieds



2 - Rentabilité économique et rentabilité financière

21 – Retour au français

Les américains appellent *ROA*, « *Return On Assets* » (retour sur actif), le ratio *Bénéfice*¹ / *actif total*. De même, ils nomment *ROI*, « *Return On Investment* » (retour sur investissement), le ratio *Bénéfice* / *Investissement*, c'est à dire le nouveau flux de profit rapporté par le nouveau *flux* d'investissement². Dans ces deux cas, il s'agit du capital économique perçu à l'actif.

Ils appellent *ROE*, « *Return on Equity* », (retour sur capitaux propres) le rapport *Résultat net* / *capitaux propre* ; il s'agit là des capitaux (propres) du passif. A ne pas confondre avec le *ROCE* « *Return On Capital Employed* » (retour sur capitaux employés) ; ces capitaux employés étant les *CMO* ou *Capital économique* définis dans la première partie du cours. On prend souvent les *ROAE* et *ROACE*, le *A* rajouté signifiant la prise en compte des capitaux moyens annuels (*Average*).

22 – Rentabilité du passif ou de l'actif ? Rentabilités économiques et rentabilités financières : la « production du profit » ou sa « répartition » entre les apporteurs de capitaux.

¹ En toute rigueur, ce bénéfice doit être un bénéfice avant charges financières ; Depallens, op. cit., le définit comme le résultat net. Au risque de radoter : pourquoi est-ce illogique ?

² Voir plus loin la question du choix des investissements.

Les multiples ratios de rentabilité présentés habituellement (bruts et nets, avec plusieurs avatars) se ramènent soit aux capitaux perçus comptablement en tant que ressources financières (du passif), soit aux capitaux économiques investis (à l'actif).

Cette confusion n'éclaircit pas la question. En fait cette dichotomie cache la dialectique de base de la comptabilité qui ne fait que traduire celle de la réalité : *tout « capital » économique de l'actif a été financé par du « capital », propre ou emprunté, du passif. L'actif, comme son nom l'indique est la seule « matérialisation » des capitaux économiques ; le passif, comme son nom l'indique aussi, n'est que l'enregistrement des droits des apporteurs de capitaux qui, d'après certains, sont des « rentiers qui s'enrichissent en dormant » : il s'agit du point de vue de John Maynard Keynes, avec son « désir de mort » de l' « euthanasie des rentiers ».*

La rentabilité est unique, certes, mais elle intéresse donc soit l'entreprise qui met en œuvre l'utilisation des capitaux (actifs), soit les apporteurs de capitaux (passifs¹). Or, dans un bilan, la correspondance n'est pas, sauf exception, parfaite.

L'actif est formé des immobilisations et du capital circulant, dont, pour simplifier², les stocks, les clients et la trésorerie positive ; le passif est formé des capitaux propres, de l'endettement financier long terme ou stable et, pour simplifier, des dettes fournisseurs et de la trésorerie négative.

La rentabilité de l'actif économique est en fait celle des *capitaux mis en œuvre (CMO)*, c'est-à-dire la somme actif fixe (valeurs immobilisées) + actif circulant (BFR exploitation et/ou hors exploitation). Il va de soi que le *bénéfice* correspondant ne peut être que le *bénéfice avant charges financières*³, car, l' « argent n'ayant pas d'odeur », ces CMO sont financés par tous les capitaux, propres ou empruntés. On parlera de *rentabilité économique*. Les *ROCE* et *ROACE* sont des *rentabilités économiques, nettes*.

La rentabilité des capitaux propres - on parlera de *rentabilité financière* - n'a de sens que si l'on ramène le *bénéfice (brut ou net)*, mais après charges financières, aux capitaux propres. Le *ROE* ou *ROAE* sont des *rentabilités financières nettes*.

La rentabilité financière est liée à la rentabilité économique par le fameux « effet de levier » (de l'endettement) dont l'énigme sera résolue un peu plus loin. ***Le taux d'intérêt apparaît également comme une rentabilité : celle des créanciers*** apporteurs de capitaux, avec plus ou moins de risque. Les taux d'intérêt varient ainsi avec les degrés de risque.

La rentabilité des capitaux permanents, capitaux propres + dettes financières long terme ou stables, est la traduction de la rentabilité économique quand on met en avant les capitaux du passif. Cette dernière n'est égale à la rentabilité des CMO que⁴ *si* le *FR(F)* est égal aux *BFR*, donc à l'optimum de la *trésorerie zéro*. Si le *FR* est > ou < aux *BFR*, la rentabilité de *T (+)* ou le coût de *T (-)* vient perturber l'égalité.

Ces CMO sont financés par tous les capitaux, propres ou empruntés. Cette rentabilité économique « produite » se « répartit » entre les apporteurs de capitaux indiqués en « étiquette » au passif : le *taux d'intérêt* des dettes financières; le *ROE* des capitaux propres. Le passif, comme son nom l'indique, ne peut produire le profit ; il est bien l'image d'apporteurs de capitaux.

On reviendra plus loin sur cette *distinction fondamentale* entre production et répartition du profit, notamment avec le théorème de Modigliani-Miller et l'effet de levier.

3 – Ne pas confondre avec les « rentabilités » des actionnaires...

Vu du côté des actionnaires, on s'intéresse au *Bénéfice par action (BPA)*, ou *EPS, Earning Per Share* en anglais, ou encore au bénéfice ramené à la valeur de marché de l'action quelquefois nommé *taux de capitalisation*. On présente en général son inverse : le *Price Earning Ratio (PER)*⁵ dont l'inverse mesure

¹ On pourra continuer à se pencher sur la signification profonde des termes « actif » et « passif » ; sans parler de leur représentation spatiale « gauche » - « droite »...

² On laisse de côté les créances et dettes diverses.

³ Mais il peut s'agir du bénéfice brut (avant dotations et reprises d'amortissements et provisions), avant ou après impôts, ou du bénéfice net, après toutes ces charges.

⁴ On vous laisse le soin de la « démonstration » de ce petit théorème ; un petit dessin peut largement aider.

⁵ Ce qui est donc en général traduit par « coefficient de capitalisation », ou « multiple ». Pour faire bien on peut dire P / E ; prononcer "pi-i" en français.

(grossièrement) la rentabilité actuelle de l' « investissement¹ » (financier). Elle doit être comparée au rendement possible d'un autre placement financier (par exemple l'intérêt d'un placement sans risque en bons du trésor). Le *PER* représente alors la durée *non actualisée*, du « retour » de ce placement. Par exemple un *taux de capitalisation* de 5 % correspond à un *PER* de 20 : il faut 20 ans de bénéfice pour retrouver sa mise initiale ; à condition que le bénéfice actuel reste identique dans l'avenir. Ce qui est un pari risqué...

Le *PER* mesure en quelque sorte le « prix », la « cherté » d'une action : un *PER* de 20 correspond à une action chère (peu rentable selon son taux de capitalisation de 5 %) ; plus chère qu'une action dont le *PER* est 10 (plus rentable selon son taux de capitalisation de 10 %). Attention ! Une action est « chère » pour deux raisons contradictoires : soit par ce que son bénéfice est « normal » et son cours boursier dopé par des perspectives futures de profit très supérieurs ; soit par ce que son bénéfice actuel est « faible » et son cours boursier normal.

¹ Le double emploi du terme « investissement » : *réel* (dans l' « actif économique ») et *financier*, dans le passif de l'entreprise - mais qui est bien un actif pour l'actionnaire - traduit bien la dialectique, pour ne pas dire confusion, entre le *double aspect du « capital »*.