

Le coût du capital des sociétés du SBF 120 globalement stable depuis 4 ans



Par Philippe Campos, Associé fondateur d'Afival

Le coût du capital (ou WACC) traduit le coût de financement global de l'entreprise (et donc le taux de rentabilité minimum attendu des apporteurs de capitaux). Il est notamment utilisé dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode d'évaluation financière des DCF afin de réaliser les tests de dépréciation des Goodwill (ou écarts d'acquisition). L'analyse des rapports annuels des sociétés du SBF120 de 2008 à 2011 montre que la conjoncture économique et financière en Europe ces dernières années a un impact modéré dans la modélisation du WACC.

Il convient de souligner l'importance des tests de dépréciation des Goodwill dans les états financiers des sociétés du SBF120. En effet, les Goodwill nets représentent -360 milliards d'euros en 2011, soit -15% du total bilan et -45% des capitaux propres. Les tests de dépréciation réalisés ont conduit à présenter des pertes de valeur de près de 7 milliards d'euros en 2011 (2,2 Mds€ en 2010).

Le WACC est reconstitué à partir de données de marché (taux sans risque, prime de risque de marché, de pays, coût de la dette...). Les composantes des WACC ne sont généralement pas présentées dans les rapports annuels. Néanmoins, nous avons pu observer certains éléments de référence, en particulier (2011) pour i) le taux sans risque dont le niveau moyen ressort à 3,5% et ii) la prime de risque qui ressort à un niveau moyen de 5,5%. Il est à noter que la prime de risque pays est assez couramment évoquée par les sociétés.

Dans le cadre de la détermination de certaines statistiques et afin de déterminer des valeurs comparables entre elles, nous avons retenu uniquement les WACC utilisés pour des zones géographiques homogènes

(France et/ou Europe) et après impôt (cas le plus fréquent).

Nous observons que le WACC moyen utilisé par les sociétés du SBF120 (hors banques et assurances) se situe à -8,5% sur les 4 dernières années (8,8% en 2008, 8,4% en 2009, 8,6% en 2010 et 8,4% en 2011). A titre de comparaison, le WACC moyen observé dans le cadre des offres publiques de 2011 (AMF) ressort à un niveau plus élevé : le WACC moyen identifié dans le prix d'offre publique est de 10,6% (10,4% en 2010). Rappelons que l'objet de ces évaluations est différent de celui des tests de dépréciation. En effet, les tests de dépréciation conduisent à constater des pertes de valeur dans les comptes consolidés en principe irréversibles alors que les évaluations réalisées dans le cadre d'offres publiques ont pour objet de justifier du prix de l'offre.

Il ressort de notre analyse que les crises économiques et financières n'ont que peu impacté les WACC du SBF 120 (sauf certaines sociétés, telles que Carrefour Europe). Certaines sociétés justifiant ainsi, par exemple, que la hausse des primes de risque est compensée par une baisse des taux d'intérêt. Il convient toutefois de rappeler que les sociétés utilisent

généralement des taux spécifiques pour chaque activité et zone géographique, qui ne sont pas forcément détaillés dans les rapports annuels. En Europe, les taux observés sont généralement plus élevés en Grèce, en Espagne et en Italie en 2011. Il est également utile de rappeler que la révision des plans d'affaires peut conduire à constater des pertes de valeur ; ce postulat a été observé en particulier en 2011 pour les pays « à risque » de la Zone Euro (ex : Carrefour qui a passé une perte de valeur de -2 milliards d'euros à la suite de la révision de son plan d'affaires en raison des mesures gouvernementales d'austérité en Italie et en Grèce).

Sauf exception, les zones de l'Europe continentale, l'Amérique du Nord, le Japon et l'Australie présentent des niveaux de WACC les moins élevés et comparables. Les zones géographiques présentant les WACC les plus élevés sont généralement l'Amérique Latine (en particulier l'Argentine), certains pays d'Asie (Vietnam notamment), le Proche-Orient (Egypte, Liban et Turquie en particulier) et les BRIC. Il convient toutefois de noter que les plans d'affaires des pays « émergents » présentent généralement des taux de croissance plus élevés que les pays « matures». ■