

Propos sur l'investissement et son financement

François JOUVET, LTHT NICE

Le dernier dossier (dossier 5) de « l'étude économique, juridique et de gestion de l'entreprise hôtelière », option A 2006, portait sur la rentabilité d'un investissement (cas Eliass).

Ce propos a pour objet de proposer quelques précisions et réflexions en ce qui concerne les méthodes d'analyse de cette rentabilité. À cette fin sont présentés successivement :

- Le sujet tel qu'il était posé et résolu, avec son annexe (tableau permettant de calculer et d'actualiser des flux de trésorerie) et la question finale portant sur le financement.
- Les bases traditionnelles de l'analyse de la rentabilité des investissements.
- Les résultats de l'application de ces bases au sujet.

1-Rappel sur l'étude de cas A 2006 (Eliass) et son corrigé

Eliass est un groupe international de restauration présent sur deux métiers de la restauration : collective et concédée. Sa filiale ECA (Eliass Concession Aéroport) a obtenu la concession de la restauration dans l'un des deux aéroports parisiens. [...] Le comité de direction envisage le développement d'une nouvelle activité dans la zone sous-douane (salle d'embarquement) : [il s'agirait] de proposer dans cette zone une offre de restauration nomade (chariot mobile) sous forme de paquets à emporter comprenant un repas et une boisson, susceptibles d'être consommés à bord des avions. [Vous êtes chargés] d'évaluer la rentabilité [de ce] projet d'investissement de manière à renseigner les actionnaires.

- Les premières études de marché faites par le groupe permettent d'espérer que 3 % des clients Eliass seront des clients de l'activité ventes ambulantes. Complétez l'annexe B (cette annexe est fournie, déjà complétée, ci-après) à l'aide des éléments fournis dans l'annexe 8 (cf. ci-dessous un extrait de cette annexe 8 : renseignements sur le projet).
- Concluez sur la rentabilité du projet. Pensez-vous que ce projet aurait été plus rentable si Eliass avait choisi de l'autofinancer ? Justifiez votre réponse.

Extrait de l'annexe 8 : Renseignements sur le projet

Début de la nouvelle activité : janvier 2007.

L'addition moyenne espérée est de 4,40 € H.T. pour 2007 puis on peut estimer qu'elle devrait augmenter de 0,10 € par an pour les années suivantes.

Coût des matières premières : 25 % du CA HT

Frais généraux variables : 8 % du CA HT

Frais de siège : 0,135 € par client pour 2006 ; montant unitaire à augmenter de 2 % par an (arrondir ce coût unitaire à 3 chiffres après la virgule).

Les chariots seront acquis par location de longue durée sur 4 ans ; le montant annuel HT des loyers sera de 19 900 € de 2007 à 2010 avec un dépôt de garantie de 4 975 € versé le 31/12/2006 qui sera récupéré le 31/12/2010.

Montant des travaux et aménagements liés au projet qui devront être réalisés pour fin 2006 : 540 000 €

Emprunt : 300 000 € sur 4 ans, échéance annuelle, taux annuel 4,50 %, remboursement de capital constant (amortissement constant), première échéance au 31/12/2007.

La rentabilité avant impôts exigée par les partenaires correspond à un taux de 20 %.

Pour mémoire : **Tableau de remboursement de l'emprunt contracté pour financer le projet**

Années	Capital restant dû	Intérêts 4,50 %	Capital remboursé	Échéance
31/12/2007	300 000	13 500	75 000	88 500
31/12/2008	225 000	10 125	75 000	85 125
31/12/2009	150 000	6 750	75 000	81 750
31/12/2010	75 000	3 375	75 000	78 375

Voici le tableau, complété, correspondant à l'annexe B, tableau de calcul des flux de trésorerie associés au projet d'investissement.

Annexe B	2006	2007	2008	2009	2010
Nombre de départs estimés	Donné	28 300346	29 645 438	30 777 655	31 657 228
Nombre de clients Eliass	Donné	11 436 000	12 011 000	12 495 000	12 871 000
Nbre clients ventes ambulantes	3% des clts Eliass	343 080	360 330	374 850	386 130
Addition moyenne H.T.	4,40 à la base, +0,1/an	4,40	4,50	4,60	4,70
C.A. HT ventes ambulantes		1 509 552	1 621 485	1 274 310	1 814 811
Coût matières premières	25% du CAHT	377 388	405 371	431 078	453 703
Charges de personnel	Données	453 000	466 590	480 600	495 005
Frais généraux variables	8% du CAHT	120 764	129 719	137 945	145 185
Location des chariots		19 900	19 900	19 900	19 900
Frais généraux fixes	Donnés	346 000	360 000	375 000	390 000
Frais de siège + 2%/an	0,135/clt en 2006	47 345	50 807	53 978	56 761
Intérêts de l'emprunt		13 500	10 125	6 750	3 375
Total charges		1 377 897	1 442 512	1 505 251	1 563 929
Résultat ventes ambulantes		131 655	178 973	219 059	250 882
Montant de l'investissement	- 540 000				
Montant de l'emprunt	300 000				
Remboursement de l'emprunt		- 75 000	- 75 000	- 75 000	- 75 000
Dépôt de garantie	- 4 975				4 975
Flux de trésorerie du projet	- 244 975	56 655	103 973	144 059	180 857
Coefficient d'actualisation	1	0,83333	0,69444	0,57870	0,48225
Flux de trésorerie actualisés	-244 975	47 212	72 204	83 368	87 219

$$VAN_{20\%} = 290\,003 - 244\,975 = 45\,028 < \text{-----}290\,003\text{-----}>$$

Voici alors la réponse apportée à la dernière question sur la rentabilité du projet :

- Projet rentable au taux de 20% car la VAN est positive (donc rentabilité supérieure à 20% avant impôt).
- Ce projet aurait-il été plus rentable si Eliass avait choisi de l'autofinancer ? Non.
- Justification : puisque 20% correspond au coût des fonds propres (ce que les partenaires veulent obtenir), l'autofinancement (ce sont des fonds propres...) aurait un coût supérieur au coût de l'emprunt (4,50%). Ici (avec l'emprunt), on bénéficie d'un effet de levier nettement positif.

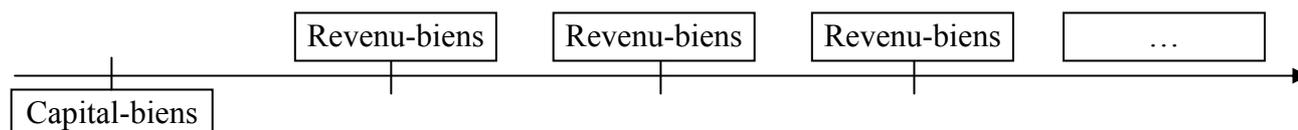
2-Un peu d'histoire

En 1908, Irving Fisher (1867-1947), économiste américain, publie *La Nature du capital et du revenu* (*The Nature of Capital and Income*), ouvrage dans lequel il distingue la notion de revenu, définie comme le flux de biens et de services à travers le temps, de la notion de capital, définie comme un stock de biens à un moment du temps.

En 1930, dans une version révisée d'un ouvrage de 1907, il présente *La Théorie de l'intérêt* (*The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest*).

Analysons ce qui ressort, concernant notre propos sur l'investissement, des ouvrages de 1908 et 1907/1930.

La Nature du capital et du revenu permet de mettre en avant, pour notre propos, l'aspect physique de la production. Le capital auquel il est fait référence correspond à un stock de biens : pour éviter les confusions, le mieux est de parler de « *capital-biens* ». L'exploitation d'un capital-biens permet d'espérer la réalisation dans le futur d'une succession de flux de biens et de services : nous pouvons parler de *revenus-biens* générés par l'exploitation du capital-biens. Pour Irving Fisher, physiquement, une chaîne de biens et services « descend le cours du temps à partir d'un bien matériel investi » (H. Peumans, *Théorie et pratique des calculs d'investissement*, Dunod, *L'économie d'entreprise* n°12, Paris 1971). Le schéma est le suivant :



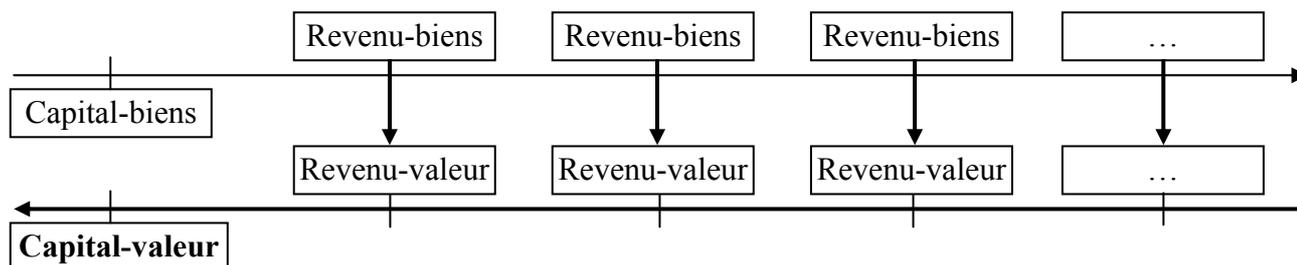
De *La Théorie de l'intérêt*, il ressort qu'Irving Fisher définit la valeur d'un bien comme égale à son revenu net escompté... nous voilà, déjà, dans les nouvelles normes comptables du début du 21^e siècle puisque cette manière d'évaluer un bien correspond exactement à la notion de valeur d'usage utilisée dans le plan comptable 2005 ! Fisher parle à ce propos de *Capital-valeur* qui est à distinguer du capital-biens.

Nous devons également distinguer les revenus-biens des *revenus-valeur*. Le commerce des revenus-biens (et services) peut permettre de générer une succession de revenus-valeur, entendez des revenus nets, soldes de recettes et de dépenses liées à l'exploitation. Ces revenus-valeur seront appelés *quasi-rentes* par A. Marshall (en 1929) et correspondent à des *RBE* (Revenu brut d'exploitation) prévisionnels.

L'escompte (traduisez l'actualisation) de ces revenus-valeur détermine le capital-valeur (revenu net escompté). Le calcul est réalisé sur la base d'un taux d'intérêt. Nous ne discuterons pas ici du problème fondamental de la nature de cet intérêt et de son niveau.

[Remarque personnelle : le terme escompte est intéressant à utiliser puisqu'il permet d'évoquer à la fois l'idée de revenus escomptés, au sens de présumés, et de revenus escomptés au sens des mathématiques financières (actualisation). L'escompte introduit à son tour l'idée d'une « chaîne de valeurs remontant le temps jusqu'à l'investissement initial » par opposition à la chaîne de biens et services qui « descend le cours du temps à partir d'un bien matériel investi ». (H. Peumans, ouvrage cité précédemment.)

Le schéma devient le suivant :



[Remarques personnelles :

1-La notion de capital-valeur nous permet d'éviter la confusion avec le capital-biens. Par rapport aux définitions précédentes et au déroulement du raisonnement de Fisher, le capital-valeur apparaît comme une caractéristique, construite, du capital-biens. Cette précision n'est pas anodine car nous avons tendance à confondre la chose (ici le capital-biens) avec l'un des attributs que nous lui fixons (ici la valeur donnée au capital). De façon générale, la manière dont nous qualifions une entité est rarement neutre et peut poser problème : par exemple, pour prolonger la réflexion sur le capital-valeur, rappelons que ce capital-valeur est appelé « juste valeur » dans les IFRS (normes comptables internationales). Cette expression, « juste valeur », incite à conférer des vertus « essentialistes » à une estimation engageant beaucoup d'intérêts humains. Traduction : le mot « juste » par ses connotations à la fois morales et mathématiques confère une qualité, une force (des vertus...) à une certaine façon (intéressée) humaine d'estimer la valeur d'un bien et nous sommes incités à voir dans cette valeur une vérité supérieure ou profonde... une essence !

2-Le schéma, en faisant ressortir la dichotomie biens/valeur, peut servir de base à des approfondissements en économie et mercatique. En économie, nous pourrions déboucher sur l'idée que le capital-biens comme les revenus-biens n'ont pas en tant que tels de valeur, donc que la valeur n'est pas intrinsèque à la chose (je veux dire que la chose ne porte pas en elle la valeur) mais lui vient de l'extérieur par l'échange (on retombe sur la valeur utilité). Il faudrait dans ce cadre réfléchir à certains apports de Böhm-Bawerk et aux critiques qui en découleraient. En mercatique, il faudrait tester et critiquer l'hypothèse très subjectiviste et individualiste à laquelle peut éventuellement conduire une telle conception de la valeur puis voir, si on estime cette hypothèse fondée, comment elle est exploitée à propos de la façon de concevoir et de présenter les caractéristiques du produit, de fixer et de présenter le prix...]

Il faut enfin distinguer la notion de *capital-coût* qui correspond à la dépense initiale engagée pour l'acquisition du capital-biens (valeur brute entrée en comptabilité pour notre propos et qui est une autre caractéristique du capital-biens).

La notion de *goodwill*, introduite semble-t-il en janvier 1940 (Preinreich, *The Economic Life of Industrial Equipment*, *Econometrica* de janvier 1940), est utilisée par F. et V. Lutz en 1951 (F. et V. Lutz, *The Theory of Investment of the Firm*, Princeton, 1951) pour désigner la **différence entre le capital-valeur et le capital-coût**. Nous avons l'habitude de parler à ce propos de *VAN* (valeur actuelle nette) et la notion de goodwill, quant à elle, même si la logique de base reste la même, est utilisée dans des cas variés (évaluation du seul fonds de commerce...)

C'est sur ces bases que se sont mises en place les méthodes d'évaluation et de choix des investissements au 20^e siècle, si bien qu'en économie générale comme en gestion, **la démarche habituelle (au moins en théorie) en matière d'investissement repose essentiellement sur la comparaison entre la rentabilité économique de l'investissement et le coût de son financement**. Ainsi :

- En économie générale, on trouve dans la théorie keynésienne la comparaison entre l'efficacité marginale du capital et le taux d'intérêt (pour l'histoire, I. Fisher parlait de « taux de rendement au coût » pour désigner ce que Keynes appellera par la suite « efficacité marginale du capital »).
- En gestion financière, on trouve, en parallèle, la comparaison entre le TIR (taux interne de rentabilité) et le taux de revient moyen des sources de financement externes.

Ce type d'approche suppose donc que soient distingués dans l'économie au sens large deux domaines :

- Le **domaine économique**, au sens strict, qui est celui de la production de biens et de services et de leur commerce (achat et vente). Encore faudrait-il, si l'on reprend la distinction entre le bloc « capital-biens/revenus-biens » et le bloc « capital-valeur/revenus-valeur », distinguer un contrôle matériel ou opérationnel concernant le premier bloc et un contrôle « de gestion » concernant le second bloc.
- Le domaine financier, qui est celui de la monnaie, de « l'argent », du financement. Or, dans ce domaine financier, nous voyons bien que la démarche habituelle met l'accent sur le coût du financement externe à travers les notions de taux d'intérêt ou de taux de revient des sources de financement externes. Il s'agit bien de comparer la rentabilité économique, mesurée par l'efficacité marginale du capital ou le TIR, avec le coût du financement externe, mesuré par le taux d'intérêt ou le taux de revient moyen du financement externe. À l'intérieur du domaine financier, sont donc distingués le **domaine du financement externe** et celui du **financement propre**.

Distinguer ces domaines répond à un certain nombre de « besoins » humains :

- D'un point de vue logique, c'est-à-dire lorsqu'il s'agit de parler de façon structurée à propos des phénomènes économiques au sens large et d'introduire des relations entre eux, il nous paraît commode de distinguer les ressources (le financement ici et ses composantes) de l'emploi (l'investissement, expression de l'économie au sens strict).
- D'un point de vue pratique, cela nous permet de mieux cerner les responsabilités, de mieux évaluer les compétences nécessaires... ou de traduire la hiérarchie de nos préoccupations, la comparaison entre l'économie et le financier externe mettant finalement en avant les conditions de la rentabilité du capital propre investi.

Bien qu'il existe des décalages temporels pratiques entre la ressource et l'emploi, notre représentation immédiate du phénomène financement/investissement est généralement celle d'une sorte d'échange quasiment instantané entre une ressource et son emploi. Par exemple, dans le cas Eliass, on admet que les ressources, emprunt et capitaux propres si l'on néglige pour l'instant la location des chariots, et l'emploi,

l'investissement estimé dans ce cas à 540 000 €, se produisent en même temps, les premières permettant l'acquisition du second.

Cette analyse, en deux domaines, centrée sur la nature, économique ou financière, des phénomènes et des actes qu'ils entraînent, est alors croisée avec une analyse en terme d'échange échelonné dans le temps.

À l'intérieur de chacun des deux domaines, nous analysons l'échange entre un capital investi et ses flux « compensatoires ». Le but est de compléter l'analyse « sur l'essence immédiate des phénomènes » par une analyse temporelle qui traduit l'idée que tout emploi (l'investissement économique ici) doit générer à terme des ressources équivalentes (attention à ne pas confondre équivalence et égalité) et que toute ressource (emprunt... capitaux propres) doit être compensée par des emplois de montants équivalents. L'idée fondamentale à la base de cette analyse temporelle est celle sur laquelle repose toute la science économique : une économie responsable (durable...) doit compenser l'usage de tout capital sous peine de s'appauvrir. Par « compensation », il faut entendre ici « reconstitution et rémunération ».

Les catégories de notre entendement et les leviers de nos pratiques peuvent alors être ainsi classés :

Tableau des catégories fondamentales d'analyse d'un projet d'investissement		
	Capital investi	Flux compensatoires
Domaine économique	Capital économique utilisé dans le cycle de production concerné (variation des VIB d'exploitation sous contrôle économique de l'entreprise + variation du BFRE) = Investissement	FNTE (flux nets de trésorerie d'exploitation) générés par l'exploitation du capital économique investi, c'est-à-dire, en fait, variation espérée du RBE entraînée par l'investissement. On peut aussi parler de CAF d'exploitation espérée du projet.
Domaine financier externe	Capital financier externe investi (augmentation des diverses ressources externes y compris de location-financement qui permettent de financer l'investissement)	FNTF (flux nets de trésorerie financiers) nécessaires pour pouvoir disposer du capital financier externe, c'est-à-dire total des flux de maintien/reconstitution et rémunération de ce capital financier.
Domaine financier propre	Capital financier propre qui permet de financer l'investissement (apport en capital, capacité d'autofinancement et éventuellement diminutions de divers emplois)	FNTP (flux nets de trésorerie propres) = FNTE – FNTF

[Remarque personnelle : l'impasse est, ici et dans ce qui suit, faite sur la distinction entre le bloc « capital-biens/revenus-biens » et le bloc « capital-valeur/revenus-valeur ». Pourtant il serait intéressant, à l'intérieur du domaine économique au sens strict, d'étudier les conséquences de cette distinction, par exemple :

1-En analysant dans le cadre de l'économie durable l'importance et les conditions de l'échange temporel entre le capital-biens et les revenus-biens.

2-En s'interrogeant, en matière de théorie économique, sur les fondements de la valeur, c'est-à-dire en s'interrogeant sur le fait que si les biens et services n'ont pas de valeur économique intrinsèque, il n'y a pas, pour autant, de valeur économique exprimable sans eux et donc que si le travail qui les réalise n'est pas lui-même intrinsèquement porteur de valeur monétaire directe, il n'en est pas moins, avec nos choix quant à l'usage de notre temps (accumuler maintenant pour travailler différemment plus tard...), au fondement de la valeur économique... ce qui permet de pondérer le subjectivisme des approches uniquement centrées sur l'utilité.]

Certains modèles économétriques ou de gestion financière admettent, explicitement ou implicitement, une indépendance entre le domaine économique et le financier, c'est-à-dire que les décisions touchant à la production d'une part et à la finance d'autre part n'ont pas, ou peuvent ne pas avoir sous certaines conditions, d'influence les unes sur les autres. C'est le cas du modèle de Modigliani et Miller (1958), tenants de la théorie néoclassique, sur le coût du capital, la structure du financement et la théorie des investissements. C'est également souvent le cas dans beaucoup d'applications des méthodes habituelles d'évaluation des investissements (DRC – délai de récupération du capital investi –, TIR, VAN) couramment utilisées au moins depuis 1959 (Livre de P. Massé, chez Dunod, « Le choix des investissements »). Dans de nombreuses applications de ces méthodes on travaille en pratique comme si l'évaluation de la rentabilité économique était indépendante de l'évaluation du coût du financement :

l'entrepreneur sélectionne le ou les meilleurs projets sur une base économique puis cherche le meilleur financement.

Il serait beaucoup trop long, et d'ailleurs souvent hors de notre portée ou tout simplement ennuyeux de rentrer ici dans les développements touchant à la « séparabilité » des décisions d'investissement et de financement. Remarquons que distinguer ces deux domaines ne signifie pas, pour autant, qu'il y ait indépendance entre eux... mais que cela peut éclairer nos décisions. Par exemple si un projet, comme une rénovation et extension d'un hôtel en zone de moyenne montagne, est étroitement lié à l'obtention d'un financement particulier, comme des subventions régionales et des prêts bonifiés, il peut être intéressant d'analyser la rentabilité économique, hors financement, du projet, pour mesurer l'effort communautaire à consentir face à une rentabilité économique qui se révélerait faible ou pour inciter à mettre en avant des mesures non financières comme la promotion du site, la création d'offres complémentaires afin de renforcer la rentabilité économique...

Notons également que nous faisons l'impasse sur les discussions relatives à la neutralité de la structure du financement sur le coût du capital ou sur le risque supporté par les apporteurs de capitaux propres. Le cas Eliass, comme la plupart des cas, repose sur l'hypothèse que la structure du financement (ou levier financier) n'est pas neutre : la répartition entre emprunt et autofinancement joue sur le coût moyen du capital et sur la rentabilité finale telle qu'elle est calculée dans le sujet (d'où la conclusion sur la rentabilité du projet en cas d'autofinancement et sa justification).

3-Le cas Eliass en séparant l'économique et le financier

Nous reprendrons d'abord le tableau des catégories de l'analyse en matière d'investissement afin de le « traduire » et de l'adapter au cas Eliass. Nous présenterons ensuite les calculs qui en découlent pour enfin conclure.

3-1-L'analyse des données

L'analyse des données est commandée par l'objectif que l'on se fixe. Dans le cas Eliass, il s'agit d'évaluer la rentabilité du projet d'investissement de manière à renseigner les actionnaires. C'est donc l'optique, finale, des propriétaires qui est privilégiée. L'annexe B, qui était à compléter, et la dernière question sur la rentabilité du projet ont l'objectif d'apprécier, non la rentabilité du projet d'investissement lui-même, mais, à travers elle et à travers son mode de financement, la rentabilité des capitaux propres investis.

Il est donc, a priori, logique de ne pas systématiquement distinguer dans l'annexe B les flux économiques des flux financiers afin d'aller droit au but. Ce parti pris allège la structure du tableau ce qui limite l'impression de complexité, réduit les calculs et donc, vraisemblablement, les interrogations sur la signification des résultats obtenus au fur et à mesure de la progression dans les calculs. Il nous semble pourtant que la décomposition entre les domaines économique et financier est intéressante pour mieux éclairer la réponse aux questions finales : « Concluez sur la rentabilité du projet. Pensez-vous que ce projet aurait été plus rentable si Eliass avait choisi de l'autofinancer ? Justifiez votre réponse ». Voyons ce qu'il en est.

3-1-1-Les données économiques

Le capital investi : nous n'avons aucune indication sur une éventuelle variation du BFRE entraînée par le projet, donc le capital économique utilisé dans le cycle de production concerné comprend ici des travaux et aménagements pour 540 000,00 € et également la valeur des chariots en location.

Bien que le contrat de location ne transfère pas la propriété des chariots à l'entreprise à l'issue du contrat ou bien qu'aucune option d'achat, à un prix suffisamment faible pour rendre très probable sa levée à l'échéance, ne soit prévue, ces chariots :

- Sont « acquis par location de longue durée sur 4 ans » ce qui laisse supposer que la durée du contrat de location couvre la majeure partie de la vie économique des chariots.
- Sont très vraisemblablement d'une nature spécifique qui rendrait leur usage difficile en d'autres circonstances.

- Entraînent des loyers annuels, de 19 900 €, d'un montant tel que leur valeur actualisée à un taux représentatif du coût normal des emprunts est vraisemblablement proche de la valeur de marché de ces mêmes chariots lors de la signature du contrat. Ainsi, avec un taux de 4,5% qui est celui de l'emprunt, on trouve une valeur actualisée de $19\,900 \times [1 - (1 + 4,5\%)^{-4} / 4,5\%]$ soit environ 71 400 €.

Le capital investi est donc de $540\,000 \text{ €} + 71\,400 \text{ €} = 611\,400 \text{ €}$.

Les FNTE, flux nets de trésorerie d'exploitation, générés par l'exploitation du capital économique investi, correspondent aux RBE prévisionnels de l'investissement. Donc ils ne comprennent ni les « Location des chariots » ni les « Intérêts de l'emprunt » qui sont des « coûts d'occupation », ici des charges liées au financement de l'investissement. Les FNTE comprennent par contre les « Frais de siège » puisqu'il était précisé dans le texte du cas que « les frais de siège rémunèrent les services fournis par le siège (GRH, comptabilité, administration, contrôle de gestion) », toutes charges qui relèvent donc des frais de fonctionnement et de gestion.

3-1-2-Les données financières

L'objectif final est d'apprécier la rentabilité financière des capitaux propres investis : il est donc nécessaire d'analyser d'abord les sources externes de financement et les éléments de leur coût afin d'isoler ce qui reviendra finalement aux capitaux propres investis.

Le capital financier investi : décomposition entre ressources externes et capitaux propres

Nous pouvons considérer que l'entreprise reçoit au lancement de l'exploitation et pour financer son projet : 300 000 € d'emprunt + 71 400 € de capital extérieur, mis à disposition en même temps que les chariots, moins 4 975 € de dépôt de garantie, soit un total de 366 425 € de capital externe. Nous avons rattaché le dépôt de garantie au financement externe car il paraît totalement lié au financement correspondant à la location de chariots.

L'autofinancement ou capitaux propres est donc quant à lui de : $611\,400 \text{ €} - 366\,425 \text{ €} = 244\,975 \text{ €}$.

Les FNTF (flux nets de trésorerie financiers)

Les FNTF pourraient être considérés au sens large comme la contrepartie de la mise à disposition de l'ensemble du capital financier (externe ou propre).

Remarque : du point de vue des dirigeants, ce qui revient aux actionnaires est aussi ce que coûte à « l'entreprise » la rémunération des actionnaires sous forme de gain en capital ou en profits distribués pour qu'ils « acceptent » de continuer à participer au financement de l'entreprise. De façon générale (à la fiscalité près si l'on en tient compte, ce qui n'est pas le cas ici) à un taux de revient correspond toujours un taux de rendement de même niveau...

Mais nous cherchons à isoler ce qui revient aux capitaux propres puisque, ici, le point de vue privilégié est celui des actionnaires. Nous distinguons donc :

- Les **FNTF** (au sens strict), flux de reconstitution et rémunération du capital financier externe, auxquels nous réservons la dénomination de FNTF. Nous avons rattaché le remboursement du dépôt de garantie à ces FNTF comme nous avons rattaché le versement initial du dépôt de garantie au capital financier externe.
- Les **FNTP, flux nets de trésorerie propres** correspondant à ce qui reste des FNTE après déduction des FNTF et donc correspondant à ce qui appartient en propre aux actionnaires.

3-2-Les calculs : flux économiques, financiers externes et propres

Rappel : chariots estimés à 71 400 € (valeur actuelle arrondie des loyers au taux de 4,5%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Nombre de départs estimés	26 448 921	28 300 346	29 645 438	30 777 655	31 657 228
Nombre de clients Eliass (I)		11 436 000	12 011 000	12 495 000	12 871 000
Nombre de clients ventes ambulantes	3%	343 080	360 330	374 850	386 130
Addition moyenne H.T.	+0,1 €/an	4,4	4,5	4,6	4,7
C.A. HT		1 509 552	1 621 485	1 724 310	1 814 811
Coût matières premières	25%	377 388	405 371	431 078	453 703
Charges de personnel		453 000	466 590	480 600	495 005
Frais généraux variables	8%	120 764	129 719	137 945	145 185
Frais généraux fixes		346 000	360 000	375 000	390 000
Frais de siège	0,135/clt	47 345	50 807	53 978	56 761
Total charges exploitation décaissables		1 344 497	1 412 487	1 478 601	1 540 654
FNTE (flux nets de trésorerie d'exploitation)		165 055	208 998	245 709	274 157
Montant de l'investissement (I)	611 400				
Flux économiques	-611 400	165 055	208 998	245 709	274 157
Montant de l'emprunt	300 000				
Intérêts de l'emprunt		-13 500	-10 125	-6 750	-3 375
Remboursement de l'emprunt		-75 000	-75 000	-75 000	-75 000
Location chariots	71 400				
Loyers		-19 900	-19 900	-19 900	-19 900
Dépôt de garantie (sera donc en Flux Propres)	-4 975				4 975
FNTF (flux nets de trésorerie financiers)		-108 400	-105 025	-101 650	-93 300
Montant financement externe (D)	366 425				
Flux financiers externes	366 425	-108 400	-105 025	-101 650	-93 300
FNTP (flux nets de trésorerie propres)		56 655	103 973	144 059	180 857
Montant financement propre I - D	244 975				
Flux financiers propres	-244 975	56 655	103 973	144 059	180 857

Nous pouvons, sur la base de ce tableau, calculer :

a- La valeur actuelle nette « propre », c'est-à-dire la valeur actuelle, ici au taux de 20%, des flux financiers propres, ce qui nous ramène au cas Eliass d'origine mais qui évite toute confusion concernant la nature de la rentabilité qui est mesurée (celle des capitaux propres et non celle du projet –sans précisions–)

On obtient les résultats suivants, identiques à ceux du tableau d'origine :

Coefficient d'actualisation si 20%	1,00000	0,83333	0,69444	0,57870	0,48225
FNTP actualisés à 20% = FNTPA	-244 975	47 212	72 204	83 368	87 219
VANP (VAN propre) = 45 028	Σ FNTPA	290 003			

b- La VAN du projet, au sens « historique » traditionnel qui est la VAN « économique » c'est-à-dire celle calculée sur les flux économiques, toujours, ici, au taux de 20%.

On obtient les résultats suivants :

FNTE actualisés à 20% = FNTEA	-611 400	137 546	145 138	142 193	132 213
VAN (économique) à 20% -54 310	Σ FNTEA	557 090			

c- Le taux de rentabilité économique de l'investissement, le taux de revient du financement externe et le taux de rentabilité financière des capitaux propres investis

On obtient les résultats suivants :

Taux de rentabilité économique (TIR de l'investissement) = e	Taux de revient du financement externe = i	Taux de rentabilité financière des capitaux propres investis = r	Taux de rentabilité financière des capitaux propres « exigé » = p
15,63%	4,59%	27,77%	20%

3-3-Une conclusion

On voit nettement que la rentabilité « plancher » ($p = 20\%$) « exigée » n'est dépassée que grâce à l'effet de levier financier procuré par l'écart très important entre e et i et par le poids du financement externe par rapport au financement propre (l'écart $e - i > 0$ est la cause de l'effet de levier financier positif et l'importance de cet écart comme l'importance du poids du financement extérieur par rapport au financement propre donnent l'ampleur pris par l'effet en question).

On remarque donc que le projet n'est pas économiquement directement suffisamment rentable selon les critères des partenaires ($15,63\% < 20\%$) et qu'il ne le devient qu'en fonction du coût du financement externe et du poids donné à ce financement.

Note : on peut, en posant comme inconnue V_0 pour le montant de l'emprunt, trouver (en conservant les autres données de la question) V_0 (et donc le montant des capitaux propres) tel que $r = 20\%$ (c'est-à-dire tel que le plancher de rentabilité des actionnaires soit juste atteint) : en posant une équation en V_0 correspondant à $VANP = 0$ avec un taux d'actualisation de 20% ou en utilisant un tableur et la fonction valeur cible, on trouve qu'il faut emprunter au moins 135 325 € pour que le levier financier permette d'atteindre l'objectif des actionnaires.

Or on peut penser ou espérer que le groupe Eliass est avant tout un groupe dont la gestion est centrée sur la production de biens et services de restauration et non sur le « jeu » financier et que, donc, il considère la rentabilité économique comme l'élément fondamental de la rentabilité financière ultérieure des capitaux propres. Certes nous sommes habitués à voir des activités économiques d'hôtellerie-restauration servir de « prétexte » à une rentabilité fondamentalement assise sur de la gestion financière quand ce n'est pas sur de la pure spéculation immobilière, mais nous savons aussi très bien que sur le long terme et dans une vision qui dépasse les stricts intérêts particuliers d'un groupe d'actionnaires, la rentabilité économique est fondamentale car elle seule aboutit, durablement, à une véritable création et à un véritable maintien des richesses. La reconstitution du capital et son accumulation utilise bien sûr des techniques financières mais elle repose fondamentalement sur l'économique : une fraction du monde peut évidemment s'enrichir (et même durablement...) sur des bases avant tout financières mais le monde, dans son ensemble, ne peut globalement s'enrichir qu'à la condition d'une création économique. Il serait pour le moins contradictoire qu'Eliass puisse mettre en avant le développement durable et des notions comme « l'entreprise citoyenne » tout en fondant sa rentabilité sur un jeu financier et non sur des bases solidement économiques !