

Hausse du taux sans risque : Quels impact sur la valorisation ?

Edouard Camblain – Analyste financier chez Société Générale et Membre de la SFEV, Société Française des Evalueurs

Si nous savons depuis longtemps que les valorisations ne sont jamais figées dans le temps compte tenu notamment des éléments inhérents à la vie de l'entreprise (résultats, guidances, nouveaux projets, ...), il convient également de prendre en compte les changements macro-économiques dans les valorisations de sociétés.

Au regard de l'actualité récente en matière de changements des taux d'intérêts (taux sans risque), nous passons en revue les impacts sur les évaluations d'entreprise d'une hausse du taux sans risque (nous avons délibérément choisi une hausse des taux).

Des impacts sur l'entreprise et son plan de développement

La hausse du taux sans risque sur lequel sont souvent indexées (spread) les taux des emprunts des sociétés (émissions obligataires ou prêts bancaires classiques) induit inévitablement une hausse du coût de la dette qui impacte les perspectives de l'entreprise à deux niveaux :

- Une réduction immédiate de la flexibilité financière de l'entreprise : les ratios tels que « l'interest cover » (EBIT / frais financiers) se trouvent réduits (tout comme le Free Cash-Flow est impacté), aussi bien sans croissance externe que dans un scénario d'acquisition (moindre capacité de dette additionnelle). Dans le même registre de la flexibilité financière, nous noterons que l'entreprise se montrera plus sélective (au regard d'un coût du financement plus élevé) sur ses nouveaux investissements (en termes de retour sur investissement), réduisant ainsi ses développements ;
- En cas d'endettement à taux variable (total ou partiel), les frais financiers se trouvent accrus avec un impact évidemment négatif sur le résultat net et sur la capacité à verser un dividende (celui-ci étant réduit, à rendement net équivalent le cours de l'action devrait baisser) ou à générer du Free Cash-Flow.

Les composants de la valorisation par DCF sont impactés

Dans une évaluation réalisée par la méthode des Cash-Flows actualisés, la hausse des taux d'intérêts (sans risque) provoque trois impacts distincts dans la valorisation mais qui aboutissent à une hausse du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC):

- Une hausse du taux sans risque utilisé comme base du calcul du coût des fonds propres (taux sans risque auquel on ajoute la prime de risque de marché pondérée par le bêta de la société) ;
- Une hausse de la prime de risque : en effet, pour les sociétés endettées, les perspectives de bénéfices et de dividendes (qui servent à déterminer la prime de risque) se trouvent amoindries (voir plus haut) ;
- Le coût auquel la société emprunterait se trouverait accru : rappelons que dans le calcul du CMPC, le taux de la dette à prendre en compte est le taux auquel la société emprunterait et non le coût de la dette historique figurant dans le rapport annuel par exemple.

Les « effets secondaires » sur la valorisation

Nous avons identifié plusieurs impacts que nous qualifions de « secondaires » qui affectent la valorisation ou encore le statut de la société :

- Un probable changement dans le gearing (ratio de dette nette / valeur des fonds propres) utilisé dans le calcul du CMPC. En effet, avec une dette à taux fixe, la valeur de marché de la dette est accrue (celle des fonds propres est au mieux stable) ce qui renforce le poids de la dette (à taux inférieur au rendement exigé par les actionnaires sur les fonds propres) dans le calcul du CMPC avec un effet mécanique de baisse du CMPC (hors impacts mentionnés ci-dessus) ;
- Un impact négatif sur la perception boursière du titre (et ce d'autant plus que le rendement du dividende de la société était élevé). En effet, l'investisseur tendra à se désengager du titre puisque l'écart entre le rendement du dividende de la société (un des motifs d'achat pour l'actionnaire) et le taux sans risque (obligations d'Etat) se réduit (alors même que le profil de risque de la société s'est plutôt dégradé, ou est au mieux stable). Concernant la perception boursière, notons également que dans un contexte de hausse des taux d'intérêts, les investisseurs peuvent renforcer leur aversion aux sociétés endettées (capacité à servir la dette,... ?) ce qui peut réduire les multiples de valorisation ;
- L'éventuelle prime spéculative conférée à la société se réduit (voire disparaît) en raison de moindres capacités d'endettement des sociétés ou de fonds de LBO (qui réduiront les primes potentielles vu que la part fonds propres vs dette sera plus importante, réduisant d'autant leur espérance de gain) ;
- Compte tenu d'une règle généralisée selon laquelle lorsque le PER est supérieur à l'inverse du coût de la dette, il convient de payer en titre, toute variation du coût de la dette a un impact sur le mode de paiement. Plus le coût de la dette s'élève, plus le PER a besoin d'être élevé pour payer en espèces. La réduction de la probabilité d'un paiement en espèces tend à minorer les primes spéculatives ;
- Sachant qu'une valorisation par PER, pour une société à structure financière marquée, valorise implicitement la dette (ou la trésorerie), la hausse des taux n'est pas neutre. Ainsi, pour une dette de 100, à PER constant (15x par exemple), la hausse des taux d'intérêts (de 1.3% avant impôts à 3.4%) valorise mieux la dette financière (de 20 à 50 vs une dette nominale de 100). Inévitablement cela réduit la valorisation (amputation des bénéfices par des frais financiers plus élevés) par la méthode des PER (ce qui est cohérent avec l'approche DCF).

Conclusion

L'entreprise et son évaluation ne peuvent être décorrélées du contexte macro-économique (croissance long terme, inflation, taux sans risque) qui influence très largement les résultats des évaluations (notamment dans les DCF).

La problématique du taux sans risque est relativement intéressante dans le cadre des évaluations car sa fluctuation a de multiples impacts sur la valorisation dont certains sont négligés par les marchés financiers ou les Evaluateurs.

Cet article présente les opinions et réflexions personnelles de l'auteur et n'engage en aucun cas une tierce personne morale ou physique. Achievé de rédiger le 27/01/2008