Convergence

Tarifs : Adhérent : GRATUIT / Non-adhérent : 10 €
Juillet 2022

HORS SÉRIE / N°11
(Vendu seul)

HORS-SÉRIE

MISE À JOUR DES DONNÉES DE L'OBSERVATOIRE AU 30 JUIN 2022

LE COÛT DU CAPITAL POUR LA FRANCE AINSI QUE SES COMPOSANTES ET LES BÊTA À DETTE NULLE PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ.

Coordinatrice des travaux : Zoé CONSTANTIN
En collaboration avec :
Maud BODIN-VERALDI, Olivier GRIVILLERS,
Teddy GUERINEAU, Etienne LANGER, Grégoire MARCHAL,
Joëlle LASRY-SITBON, Michel TERNISIEN
© CCEF

CCEF
Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

I. Le coût du capital France au 30 Juin 2022

Rappelons que le « coût du capital » (Cost of Equity Capital) ou coût du financement en fonds propres se définit comme le rendement qu'une entreprise, faisant appel publiquement à l'épargne sur un marché actif, devrait verser à ses actionnaires, dans le but de compenser le risque qu'ils encourent en investissant dans son capital.

La CCEF met à jour chaque semestre cette donnée stratégique. Les éléments qui suivent sont valables au 30 Juin 2022.

Le rendement espéré par le marché financier, considéré dans sa globalité, est obtenu à partir des éléments suivants :

- Les données du CAC 40, hors sociétés financières, dont la composition est identique comparée au semestre précédent ;
- La capitalisation boursière moyenne de ces entités sur les 3 derniers mois ;
- Les prévisions fournies par les analystes financiers sur la période 2022-2025 et qui ont été prolongées de deux années supplémentaires, en faisant décroître les taux de croissance de sorte que l'on parvienne progressivement à celui de la croissance à long terme ;
- Le taux de croissance à long terme a été fixé à 2.20 %. Cette donnée a été établie en tenant compte des prévisions publiées par l'OCDE et le FMI pour l'année 2026 ;
- Les cash-flows prévisionnels sont calculés après réinvestissement. Ce dernier paramètre (le réinvestissement) est estimé à partir de deux éléments : l'évolution des prévisions de résultats d'une part et le rendement moyen des fonds propres sur 5 ans d'autre part.

Le coût du financement en fonds propres de chaque entité, correspond au taux d'actualisation qui égalise la capitalisation boursière à la somme des cash-flows prévisionnels. Ces derniers sont pondérés en fonction de l'importance de la capitalisation boursière.

Compte tenu du taux sans risque retenu au 30 juin 2022, la prime de risque de chaque entité composant le panel est obtenue par différence entre le coût des fonds propres et le taux sans risque.

La prise en compte du bêta de chaque entité du panel permet alors d'extraire le taux de rendement du marché.

Tableau 1 - Evolution du coût des fonds propres en France entre le 31 décembre 2021 et le 30 Juin 2022

30 juin 2022	31 décembre 2021	Evolution
8.96 %	7.53 %	+1.43 point

Commentaires : Le tableau 1 fait apparaître une nette progression du coût du financement en fonds propres (encore appelé « coût du capital ») pour le marché des actions en France entre le 31 Décembre 2021 et le 30 Juin 2022. La progression est de : + 1.43 point.

Convergence - Hors-série n°11 de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF) - Association Loi 1901 - Propriété intellectuelle : © CCEF
Directeur de la publication : Maud BODIN-VERALDI
Hors-série n°11 « Mise à jour au 30 juin 2022 Observatoire des valorisations - Le coût du capital pour la France ainsi que ses composantes et les bêtas à dette nulle par secteur d'activité.»
Rédacteurs en chef : Zoé Constantin et Michel Ternisien, en collaboration avec Grégoire Marchal et assistés de Sylvie Gaillet
ISSN : 2648-2223- dépôt légal à parution
Éditeur : ©CCEF - Photos : ©Shutterstocks - Imprimeur : ©CCEF
CCEF - 6 avenue Mac Mahon - 75017 Paris - Tél : 01 44 94 27 70
Tarif adhérent : abonnement annuel à la revue Convergence : 72 € TTC / Hors-série n°11 : Gratuit
Tarif non-adhérent : abonnement annuel à la revue Convergence : 108 € TTC / Hors-série n°11 : 10 € TTC
© CCEF

Outre la progression, ce taux se situe une nouvelle fois à un niveau élevé, ce qui n'est pas sans conséquences sur la sélection des investissements des entreprises. En effet, pour une entreprise qui financerait ses investissements en totalité par des fonds propres (par exemple : le secteur des nouvelles technologies), celle-ci doit s'orienter vers des investissements dont la rentabilité est au moins de 11 % pour qu'ils puissent être créateurs de valeur (coût du capital + 2 %). Cette barrière est loin d'être aisée à franchir.

II. Les composantes du « coût du capital »

Le coût du capital se compose de deux éléments : le taux sans risque d'une part et la prime de risque du marché des actions d'autre part. Cette seconde donnée est obtenue par simple différence entre le coût du capital et le taux sans risque.

II.1. Le taux sans risque au 30 Juin 2022

Par souci d'homogénéité avec la période retenue pour le calcul de la capitalisation boursière, nous avons déterminé la valeur du taux sans risque en considérant sa valeur moyenne sur les trois derniers mois (taux des OAT 10 ans émises pour assurer le financement du déficit de la France). Ceci a conduit à retenir un taux sans risque de : 1.64%.

Tableau 2 - Moyenne 3 mois du taux sans risque (OAT 10 ans) en France au 31 Décembre 2021 et au 30 Juin 2022

30 juin 2022	31 décembre 2021	Ecart
1.64 %	0.10 %	+ 1.54 point

Note : Précisons que sur les douze derniers mois l'OAT 10 ans a atteint son niveau le plus bas à -0.15 % le 5 août 2021 et son niveau le plus haut à 2.34 % le 14 juin 2022.

Commentaire : Le tableau 2 marque, il faut bien le noter, une profonde rupture avec les années précédentes où la France pouvait espérer emprunter des sommes considérables (politique du « quoique qu'il en coûte ») à des taux proches de zéro, voire des taux négatifs. Ce tableau indique clairement que cette situation est terminée et ce, de manière irrémédiable. Le taux sans risque progresse, en un semestre, de 1.54 point. C'est une mauvaise nouvelle pour les équilibres financiers macro-économiques futurs de notre pays. La Cour des Comptes ne s'y est d'ailleurs pas trompée et estime que la progression de 1 point du taux sans risque va engendrer un décaissement supplémentaire de 40 Mds d'euros au niveau du pays tout entier. L'inquiétude est d'autant plus grande que cette progression ne fait que commencer et il n'est pas exclu que la barrière des 2% soit franchie et dépassée *de manière durable* à la fin de l'année 2022.

II. 2. La prime de risque du marché des actions

La prime de risque du marché des actions en France est obtenue en faisant la différence entre le coût du capital et le taux sans risque (la volatilité des actions des sociétés du CAC 40 est de 1). Dans le cas présent, la prime de risque est de : 8.96 % - 1.64 % = 7.32 %.

Tableau 3 - Evolution de la prime de risque du marché des actions en France entre le 31 décembre 2021 et le 30 Juin 2022

30 juin 2022	31 décembre 2021	Evolution
7,32 %	7.43 %	- 0.11 point

Commentaire : La prime de risque du marché reste comparable, à peu de chose près, à celle du semestre précédent. On peut donc conclure que le coût du capital évolue principalement en fonction de la progression rapide du taux des OAT à 10 ans, ce qui renforce le fait qu'il sera nécessaire de porter une attention toute particulière à cette donnée qui devrait jouer un rôle déterminant dans les mois et années à venir.

© CCEF

III. Les coefficients bêta à dette nulle par secteur d'activité

Les résultats des calculs effectués par le groupe de travail au 30 Juin 2022 pour la détermination des coefficients bêta (coefficients de volatilité des actions à dette nulle) par grands secteurs d'activité ne se sont pas avérés pertinents, voire se trouvent entachés d'incohérences qu'il ne nous pas été possible, pour le moment, d'expliquer de manière rationnelle.

Confronté à ces incohérences, le groupe de travail a pris la décision de ne pas publier pour ce semestre les coefficients bêta à dette nulle et de reporter au 31 Décembre 2022 leur publication.

Comment expliquer qu'il puisse y avoir des incohérences aussi importantes ? L'année 2022 et les années qui vont suivre sont marquées par des événements qui sont à la fois inédits par leur occurrence et d'une gravité d'une ampleur jamais atteintes.

Dans un tel climat, les marchés financiers deviennent eux-mêmes irrationnels. Pour reprendre une expression triviale : les marchés financiers ne savent plus « sur quel pied danser » et ils réagissent, dans bien des cas, à contretemps ou à contresens de la réalité financière des entreprises.

Trois faits doivent être mentionnés :

- *la crise sanitaire mondiale* qui s'est installée depuis 2020 et qui n'est pas terminée au moment où ces lignes sont écrites, a profondément impacté les économies du monde et modifié les comportements des agents économiques. Il suffit d'observer les mutations en profondeur du fonctionnement du marché du travail pour se persuader des changements structurels qui s'opèrent sous nos yeux ;
- *le retour en force de l'inflation* qui avait quasiment disparue de la vie économique pendant des décennies, à telle enseigne que nombreux sont les professionnels qui ne savent plus établir des prévisions en intégrant cette « nouvelle » donnée dans leur raisonnement ;
- *enfin, l'avancée de la guerre à nos portes*, alors que l'Europe pouvait jusqu'en février 2022 s'enorgueillir d'avoir pu installer, sur un large espace, une paix durable. La guerre qui vient de s'ouvrir, il y a quelques mois maintenant, est inédite car elle met en confrontation deux modèles politiques et économiques opposés : la démocratie parlementaire et les marchés versus l'autoritarisme et l'économie administrée.

Les disparités d'évolutions sur différentes zones géographiques ne permettent pas d'utiliser des betas moyens globaux. Des betas par zones géographiques pourraient s'avérer plus pertinents.

Faute d'une publication des coefficients de volatilité sectoriels, que peut-on préconiser à nos confrères évaluateurs ? Le groupe de travail préconise de recourir à la constitution de panels adhoc. Il est également possible d'utiliser les coefficients bêta publiés au 31 décembre 2021 tout en tenant compte de l'évolution qui peut toucher spécifiquement certains secteurs (énergies, denrée alimentaires, matières premières)

EN CONCLUSION

Le coût du capital en France s'établit à 8.96 % au 30 juin 2022. Compte tenu d'un taux des OAT 10 retenu à 1.64 %, la prime de risque du marché est de 7.32 %.

Pour les raisons évoquées précédemment, le groupe de travail a choisi de ne pas publier les coefficients beta sectoriels moyens qui ne nous semblent pas refléter le niveau des risques à long terme encourus dans chaque secteur d'activité.

© CCEF