

## Comment réduire l'endettement et accroître la valeur économique de l'entreprise hôtelière ?

Un courant de pensée soutient que la réduction du rapport dettes sur fonds propres (D/E ratio) au moyen de fonds publics est la solution miracle pour permettre à l'hôtellerie suisse de retrouver sa force compétitive. Mais la solution n'est-elle pas ailleurs ? Essayons d'y voir plus clair.

L'analyse détaillée des statistiques de la SSCH (Société Suisse de Crédit Hôtelier, Zürich) couvrant un très large échantillon d'hôtels suisses exploités par leur propriétaire, nous permet d'en déduire les données suivantes dont certaines sont obtenues par extrapolation :

Coût net du financement étranger	4,40 %
Ratio [Ventes / Actif]	0,44
Dettes à long terme en % de l'actif	89,40 %
Fonds propres en % de l'actif	10,60 %
Rémunération des fonds propres	0,00 %
FCF * (Free Cash Flows) en % des ventes	8,84 %

\* Le FCF représente les fonds disponibles pour les pourvoyeurs de fonds de l'entreprise que sont les créanciers ou banquiers et les propriétaires ou actionnaires.

Quelle est la valeur économique de l'entreprise hôtelière-type en prenant en considération les données réelles ci-dessus ?

Avec un actif comptable de 1'000 elle produit un chiffre d'affaires de 440, et par conséquent un FCF de 38,9. Nous supposons que ce FCF augmente de 1 % (g) par année (rente perpétuelle) jusqu'à l'horizon H.

Le coût moyen pondéré des fonds propres et des fonds étrangers (WACC) est de :

$$4,40 \% \times \frac{894}{1000} + 0,00 \% \times \frac{106}{1000} = \mathbf{3,95 \%}$$

La valeur économique de la firme est de :

$$\frac{\text{FCF}}{(\text{WACC} - g)} = \frac{38,9}{(0,0395 - 0,01)} = \mathbf{1'319}$$

1'319 est la valeur actuelle d'une rente perpétuelle croissant à raison de 1 % par année et dont le premier terme est de 38,9. C'est la valeur économique de l'entreprise. En d'autres termes, c'est le capital financier dont je devrais disposer aujourd'hui pour pouvoir toucher une rente perpétuelle annuelle augmentant à un taux annuel de 1 % et dont le premier terme dans un an est de 38,9.

**La valeur trouvée ci-dessus, bien qu'élevée, n'a aucune signification** car les fonds propres ne sont pas rémunérés. Du point de vue économique ce n'est pas acceptable..

Bilan à la valeur économique			Bilan à la valeur comptable	
Actif	1'319	100,00 %	1'000	100,00 %
Dettes	894	67,78 %	894	89,40 %
Fonds propres	425	<b>32,22 %</b>	106	<b>10,60 %</b>

Le taux de rémunération des fonds propres pris en compte par la SSCH (Société Suisse de Crédit Hôtelier) est de 12,5 % (proche de 0% dans la réalité). Ce taux prend en considération le taux d'intérêt sans risque, une prime de risque économique liée au type d'activité et une prime de risque financier liée à l'endettement. En tenant compte de ce que devrait être la rémunération normale des fonds propres, le WACC est de 5,28 % [(4,40 % x 0,894) + (12,50 % x 0,106)], compte-tenu de la structure financière actuelle (89,4 % de dettes et 10,6 % de capital propre)

Si le FCF de 38,9 se perpétue à long terme avec une croissance annuelle de 1 % («g»), la valeur économique de l'entreprise type, dont l'actif comptable est de 1000, est de **908,5**

Si l'on prend un endettement de 80 % puis de 70 %, la tendance à la baisse de la valeur économique de l'entreprise se confirme, comme l'indique le tableau ci-dessous..

	Réalité			
Dettes %	89,4 %	89,4 %	80 %	70 %
FP %	10,6 %	10,6 %	20 %	30 %
Coût net des dettes (*)	4,4 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %
Coût des FP	0 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %
<b>WACC</b>	<b>3,95 %</b>	<b>5,28 %</b>	<b>5,88 %</b>	<b>6,56 %</b>

Valeur comptable de l'actif	1'000	1'000	1'000	1'000
Valeur économique de l'actif	1'319	908,5	797,4	699,0
- Dettes	894	894,0	800,0	700,0
<b>Valeur économique des FP</b>	<b>425</b>	<b>14,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,0</b>
<b>Dettes en % de l'actif économique</b>	<b>32,22 %</b>	<b>98,4 %</b>	<b>100,3 %</b>	<b>100,1 %</b>

(\*) le taux a été réduit en raison de la diminution du risque

Nous constatons que la réduction de l'endettement aggrave la situation financière de l'entreprise si l'hypothèse d'un FCF de 38,9 augmentant de 1 % par année est maintenue .

Si le chef d'entreprise veut faire coïncider la valeur économique avec la valeur comptable de son actif de 1000 – valeur à laquelle il est trop souvent attaché mais qui n'a plus aucune signification dans le calcul de la valeur de l'entreprise -, il n'a pas d'autre solution que d'augmenter le FCF.

$$\text{FCF} = \text{Valeur comptable de l'actif} \times (\text{WACC} - g)$$

Ces FCFs permettront de satisfaire les créanciers et les propriétaires ou actionnaires et d'attirer enfin les investisseurs dans le secteur de l'hôtellerie si leurs fonds sont correctement rémunérés.

Structure financière	89,4 % / 10,6 %	89,4 % / 10,6 %	80 % / 20 %	70 % / 30 %
Valeur économique	1'000	1'000	1'000	1'000
Dettes	894	894	800	700
Fonds propres	106	106	200	300
WACC	3,95 %	5,28 %	5,88 %	6,56 %
« g »	1 %	1 %	1 %	1 %
<b>FCF</b>	<b>38,9</b>	<b>42,8</b>	<b>48,8</b>	<b>55,6</b>
<b>Augmentation du FCF</b>		<b>10,0 %</b>	<b>25,4 %</b>	<b>43,1 %</b>

Plus l'endettement diminue, plus le FCF doit augmenter si la firme veut maintenir un objectif (Dettes / Fonds propres) constant et une valeur économique constante à 1'000.

Les conclusions sont évidentes. L'endettement actuel élevé dans l'hôtellerie suisse est le résultat d'un FCF chroniquement insuffisant. La réduction du rapport [Dettes / FP] au moyen de fonds publics (taux préférentiel de TVA, aide directe) n'a aucune influence sur lui. Cela permet simplement de soulager la trésorerie des entreprises à court terme mais à moyen et long terme rien ne sera résolu si le FCF, sève de l'entreprise, n'augmente pas. Il faut donc tout faire pour augmenter le FCF. Pour atteindre cet objectif, les solutions sont à rechercher dans le pilotage des entreprises hôtelières dont voici quelques pistes à explorer : organisation, marketing, ressources humaines, maîtrise des coûts, formation, innovation, coopération, affiliation, etc. Bref, autant de thèmes à traiter pour d'autres numéros d'« EHL-Forum ».