

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 92

mars 2016

SOCIETES A BFR NEGATIF : COMMENT LES EVALUER ?

Le besoin en fonds de roulement (BFR), qui correspond aux actifs d'exploitation à court terme (stocks, créances clients) sous déduction des passifs d'exploitation à court terme (dettes fournisseurs), est représentatif du décalage des paiements entre clients et fournisseurs. Lorsque le délai de paiement moyen des clients est plus long que celui des fournisseurs, le BFR est positif et l'entreprise doit financer l'avance de trésorerie qui en résulte. Il convient de noter que, dès lors que l'on se situe dans un cadre de continuité d'exploitation, soit le cas général, ce besoin en financement a un caractère permanent et s'apparente donc à un investissement de long terme. Dans certains secteurs industriels, cette proposition s'inverse (comme dans celui de la distribution) et le BFR devient négatif, conduisant à dégager non pas un besoin mais un excédent de trésorerie : on parle d'excédent en fonds de roulement (EFR¹). Or, ce changement de paradigme est à l'origine de problématiques singulières en matière d'évaluation d'entreprise, en particulier s'agissant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF²), du fait d'un BFR devenu non plus un emploi mais une ressource. Les développements qui suivent présentent les problèmes posés lors de l'évaluation d'une société à EFR structurel et les propositions de solution correspondantes.

PRINCIPE DE VALORISATION SELON LA METHODE DCF

Selon la méthode DCF, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds³, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation. La mise en œuvre de la méthode DCF suppose en particulier la détermination des éléments suivants :

- le montant de l'endettement net à la date d'évaluation,
- le taux d'actualisation à appliquer, et
- les flux de trésorerie d'exploitation pour chaque période t.

Chacun des flux de trésorerie d'exploitation ou *Free Cash Flows* (FCF_t) est calculé après impact de l'impôt de la façon suivante :

$$FCF_t = EBE_t - \Delta BFR_t - INV_t - IS_t^{Rex}$$

EBE_t : Excédent Brut d'Exploitation en t

ΔBFR_t : Variation de besoin en fonds de roulement entre t+1 et t

INV_t : Investissements nets des désinvestissements en t

IS_t^{Rex} : Impôt sur les sociétés en t (calculé sur le résultat d'exploitation)

EXISTENCE D'UN EFR : QUELLES CONSEQUENCES EN MATIERE D'EVALUATION ?

L'EFR, qui se traduit par un excédent de trésorerie pour la société à évaluer, amène, selon nous, à s'interroger sur les trois sujets suivants :

¹ EFR nomme un BFR négatif.

² *Discounted Cash Flows*.

³ Soit, avant rémunération des apporteurs de fonds, créanciers et actionnaires.

-
- 1) La trésorerie, que nous qualifierons d'apparente, est différente de la trésorerie patrimoniale puisqu'elle contient l'excédent de trésorerie dégagé par l'EFR, ce dernier correspondant à des dettes fournisseurs dont le paiement est certain à court terme. L'EFR a donc la nature d'une dette, quoique perpétuelle dans un cadre de continuité d'exploitation.
 - 2) L'excédent de trésorerie dégagé par l'EFR est un élément de flexibilité qui devrait logiquement se traduire par une baisse du coût du capital, toutes choses égales par ailleurs, par rapport à la même société avec BFR⁴.
 - 3) L'EFR ayant la nature d'une dette (cf. supra.1), est-il, dès lors, pertinent d'inclure ses variations (négatives⁵) dans la formule des *Free Cash Flows* (en cas de croissance du chiffre d'affaires) ?

Compte tenu des éléments de réflexion visés précédemment, deux approches possibles s'offrent à l'évaluateur :

- la première consiste à appliquer la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie en l'état (*as usual*) ; en particulier, l'endettement net de la société à évaluer est calculé sur la base de sa trésorerie apparente et clients et fournisseurs sont des éléments constitutifs du BFR.
- la seconde approche, probablement plus proche de la réalité économique, consiste à calculer l'endettement net sur la base de sa trésorerie patrimoniale et à ajouter à ce dernier la valeur actuelle des produits résultant du placement financier des excédents de trésorerie dégagés par le BFR, ce dernier excluant dès lors clients et fournisseurs.

EXEMPLE ILLUSTRATIF

Soit une société X ayant les caractéristiques suivantes à la date d'évaluation :

- trésorerie nette (apparente) : 1000.
- taux sans risque : 2%.
- taux d'intérêt⁶ : 3%.
- coût du capital : 10%.
- chiffre d'affaires de 2 000 en augmentation de 200 pendant 4 ans.
- excédent brut d'exploitation (EBE) : 10% du chiffre d'affaires.
- BFR = -25% de chiffre d'affaires (ou EFR = 25%)⁷.
- dotations aux amortissements : 80/an, constant.

Nous faisons en outre l'hypothèse que le montant des investissements est égal aux dotations aux amortissements et que le BFR est exclusivement constitué des créances clients et des dettes fournisseurs.

Dans la première approche, la valeur des capitaux propres est obtenue en ajoutant à la valeur d'entreprise la trésorerie apparente tandis que les flux de trésorerie incluent les variations du BFR liées au décalage entre créances clients et dettes fournisseurs. La valeur de la société, dont le calcul est présenté ci-après, ressort à 2 423.

⁴ Le risque associé à la trésorerie étant faible voire nul, l'EFR fait baisser le coût du capital de la société qui en bénéficie.

⁵ Une variation négative de BFR traduit un dégagement de trésorerie correspondant, au cas d'espèce, à de la dette.

⁶ Egal au taux sans risque avant impôt.

⁷ A la date d'évaluation, l'EFR s'élève donc à 500 (= 25% x 2 000).

BFR	-25%
Taux d'impôt	33%
Taux d'actualisation	10%

	0	1	2	3	4	∞
Chiffre d'affaires	2 000	2 200	2 400	2 600	2 800	2 800
<i>Croissance du chiffre d'affaires (%)</i>		10,0%	9,1%	8,3%	7,7%	0,0%
Excédent brut d'exploitation	200	220	240	260	280	280
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Dotations aux amortissements	80	80	80	80	80	80
Résultat d'exploitation	120	140	160	180	200	200
ΔBFR (-)		-50	-50	-50	-50	0
Investissements nets (-)		80	80	80	80	80
Impôt normatif (-)		47	53	60	67	67
Flux de trésorerie		143	157	170	183	1 333
<i>Taux d'actualisation</i>		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<i>Coef..d'actualisation</i>		0,91	0,83	0,75	0,68	0,68
Flux de trésorerie actualisés		130	129	128	125	911
Valeur d'entreprise	1 423					
Trésorerie nette	1 000					
Valeur des capitaux propres	2 423					

Dans la seconde approche, la trésorerie est obtenue en ajoutant à la valeur d'entreprise la trésorerie patrimoniale (500⁸) et la valeur actuelle des produits financiers issus des excédents de trésorerie liés à l'EFR (placés à 3%) tandis que le BFR exclut les créances clients et les dettes fournisseurs⁹. La valeur de la société, dont le calcul est présenté ci-après, ressort à 1 900.

BFR	0%
Taux d'impôt	33%
Taux d'actualisation	10%

	0	1	2	3	4	∞
Chiffre d'affaires	2 000	2 200	2 400	2 600	2 800	2 800
<i>Croissance du chiffre d'affaires (%)</i>		10,0%	9,1%	8,3%	7,7%	0,0%
Excédent brut d'exploitation	200	220	240	260	280	280
<i>Excédent brut d'exploitation (%)</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Dotations aux amortissements	80	80	80	80	80	80
Résultat d'exploitation	120	140	160	180	200	200
ΔBFR (-)		0	0	0	0	0
Investissements nets (-)		80	80	80	80	80
Impôt normatif (-)		47	53	60	67	67
Flux de trésorerie		93	107	120	133	1 333
<i>Taux d'actualisation</i>		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<i>Coef..d'actualisation</i>		0,91	0,83	0,75	0,68	0,68
Flux de trésorerie actualisés		85	88	90	91	911
Valeur d'entreprise	1 265					
Trésorerie nette	500					
Valeur actuelle des produits financiers issus de l'EFR	135					
Valeur des capitaux propres	1 900					

⁸ La trésorerie patrimoniale (500 = 1000 - 500) est égale à la trésorerie apparente (1000) sous déduction de l'excédent de trésorerie résultant de l'EFR (500 = 25% x 2000) à la date d'évaluation.

⁹ Le BFR est donc nul puisqu'il est exclusivement constitué, dans cet exemple, des créances clients et des dettes fournisseurs.

Le calcul de la valeur actuelle des produits financiers, qui ressort à 135, est présenté dans le tableau ci-dessous.

BFR	-25%
Taux d'impôt	33%
Taux d'intérêt	3%
Taux d'actualisation	10%

	0	1	2	3	4	∞
ΔBFR		-50	-50	-50	-50	
EFR	500	550	600	650	700	700
Produits financiers		17	18	20	21	21
Impôt normatif (-)		6	6	7	7	7
Flux de trésorerie		11	12	13	14	140
		<i>Taux d'actualisation</i>	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
		<i>Coef. d'actualisation</i>	0,91	0,83	0,75	0,68
Flux de trésorerie actualisés		10	10	10	10	96
Valeur actuelle	135					

Ayant fait l'hypothèse que l'EFR est soumis au même risque que celui de l'actif économique, les produits financiers ont été actualisés sur la base du coût du capital (10%) de la société X. Notons que dans l'éventualité où la croissance du chiffre d'affaires serait quasi-certaine, l'actualisation au taux sans risque (2%) des produits financiers, qui devient dès lors une hypothèse pertinente, ferait ressortir une valeur de la société X de 2 459, la valeur actuelle des produits financiers liés à l'EFR s'élevant désormais à 694 (versus 135 dans le cas d'une actualisation au coût du capital).

La différence entre les valeurs issues des deux approches (2 423 versus 1 900) a pour origine le traitement différencié de l'EFR. Au terme de la seconde approche, nous ne prenons, en effet, en compte que les seuls produits financiers résultant des excédents de trésorerie liés à l'EFR, ce dernier permettant à la société X de bénéficier d'une ressource gratuite (qui demeure néanmoins une dette même si elle présente un caractère perpétuel).

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com