

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 74

Septembre 2014

"Article publié le 29 août 2014 sur www.lasyntheseonline.fr "

SOCIETES A FAIBLE MARGE : COMMENT LES EVALUER ?

Les sociétés caractérisées par une faible marge sont néanmoins susceptibles de dégager une forte rentabilité des capitaux employés (ROCE¹) dès lors que le risque opérationnel de leur activité est compensé par une faible intensité capitalistique. Ainsi en est-il, par exemple, des sociétés présentes dans les secteurs de l'intérim ou de la grande distribution. Se pose cependant le problème de leur évaluation selon les méthodes intrinsèques² dans la mesure où l'estimation de la valeur de l'activité (actif économique) est sensible aux taux de marge opérationnelle³ retenus dans le business plan et, en particulier, au taux de marge opérationnelle normatif appliqué à la valeur terminale s'agissant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF).

PRINCIPE DE VALORISATION SELON LES METHODES INTRINSEQUES

Les méthodes intrinsèques regroupent l'ensemble des approches de valorisation qui se fondent sur les revenus que la société sera susceptible de dégager dans le futur en tenant compte du risque que son activité présente pour les investisseurs. Dans le cadre d'une approche de valorisation multicritères, l'utilisation d'une méthode intrinsèque s'avère en pratique incontournable pour l'évaluateur. S'agissant de la plus emblématique d'entre elles, la méthode DCF, la valeur des fonds propres de la société objet de l'évaluation est égale à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation⁴, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds (coût du capital), sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation. Elle suppose de disposer d'un business plan, généralement fourni par le management de la société évaluée, d'estimer le taux d'actualisation à appliquer aux flux issus du business plan, généralement égal au coût du capital, d'extrapoler si nécessaire les flux de trésorerie lorsque l'horizon du business plan est court, et enfin de déterminer la valeur terminale censée refléter les flux de trésorerie au terme de l'horizon explicite lorsque l'activité de la société est mature (flux de trésorerie normatif). Dans la plupart des cas, le poids de la valeur terminale représente une part prépondérante de la valeur, ce qui rend la méthode DCF très sensible au flux de trésorerie normatif.

LEVIERS DE LA RENTABILITE

La définition de la rentabilité des capitaux employés, dans sa version développée mentionnée ci-dessous, permet de comprendre les actions à engager afin d'augmenter le niveau de rentabilité d'une société :

¹ La rentabilité des capitaux employés ou ROCE (*Return On Capital Employed*) est égale au rapport du résultat d'exploitation (REX) après impôt (IS) sur les capitaux employés (CE).

² Les méthodes intrinsèques correspondent aux approches de valorisation par les flux. L'idée sous-jacente est que la valeur de marché d'un actif tend vers sa valeur d'utilité et que la valeur fondamentale d'une entreprise repose sur l'anticipation de ses performances futures.

³ Le taux de marge opérationnelle, noté θ , se définit comme le rapport du résultat d'exploitation sur le chiffre d'affaires (CA).

⁴ Soit, avant rémunération des apporteurs de fonds, créanciers et actionnaires.

$$\text{ROCE} = \text{REX} \times (1 - T_{IS}) / \text{CE} = \text{REX} \times (1 - T_{IS}) / \text{CA} \times \text{CA} / \text{CE} = \theta \times (1 - T_{IS}) \times \text{Rotation CE}$$

T_{IS} : Taux d'impôt sur les sociétés

La rotation des capitaux employés permet d'apprécier le niveau d'activité par rapport aux capitaux employés ; sa mesure détermine le nombre d'euros de chiffre d'affaires généré par un euro de capital investi. Ainsi, une société dégagant une faible marge est susceptible de dégager une forte rentabilité des capitaux employés dès lors que son taux de rotation des capitaux engagés est élevé. Or, comme cela a été indiqué dans le paragraphe précédent, le poids de la valeur terminale représentant une part prépondérante de la valeur, il apparaît qu'une erreur d'estimation dans le taux de marge opérationnelle normatif, même faible, est susceptible de modifier la valeur de façon importante, élargissant mécaniquement la fourchette d'estimation, à l'image de ce que l'on observe habituellement en matière d'évaluation d'options.

EXEMPLE ILLUSTRATIF

Soit une société X ayant les caractéristiques suivantes :

- taux de marge opérationnelle (θ) : 3%,
- rotation des capitaux employés : 8,
- capitaux employés (CE) : 100,
- dettes financières : 30,
- taux de croissance (g) : 2%,
- coût du capital : 10%,
- taux d'impôt sur les sociétés : 40%.

La rentabilité des capitaux employés est donc égale à 14,4% (= 3% x 8 x [1 - 40%]) permettant à la société X de dégager un flux de trésorerie positif⁵ égal à 12,4 (= 100 x [14,4% - 2%]). Selon l'approche par capitalisation d'un revenu, la valeur de ses capitaux propres ressort à 125 (= 12,4 / [10% - 2%] - 30).

Dans l'hypothèse où le taux de marge opérationnelle augmente de 0,5% et passe à 3,5%, la société X dégage alors un flux de trésorerie positif égal à 14,8 (= 100 x [3,5% x 8 x [1 - 40%] - 2%]) et la valeur de ses capitaux propres ressort à 155 (= 14,8 / [10% - 2%] - 30).

L'exemple de la société X montre qu'une faible augmentation du taux de marge opérationnelle, au cas d'espèce 0,5%, fait passer la valeur des capitaux propres de 125 à 155, soit une progression de 24%.

COMMENT RESSERRER LA FOURCHETTE D'ESTIMATION ?

Les développements qui précèdent montrent que l'évaluateur doit porter une attention particulière à la détermination du taux de marge opérationnelle normatif. Différentes approches, susceptibles d'être combinées entre elles, peuvent lui permettre de diminuer sensiblement l'incertitude portant sur le taux de marge opérationnelle à retenir.

En premier lieu, l'évaluateur peut échanger avec le management de la société évaluée afin d'apprécier les hypothèses de marge contenues dans le business plan susceptibles d'être reconduites pour les besoins de l'estimation du flux de trésorerie normatif. En second lieu, en présence de sociétés comparables cotées, il peut, en outre, s'appuyer sur leur taux de marge opérationnelle en utilisant, par exemple, la moyenne des taux issus de l'échantillon des sociétés ainsi sélectionnées. Enfin, il est fondé à utiliser la méthode Fade Cash Flow dont le principe repose [...]

⁵ Le flux de trésorerie ou FCF (*Free Cash Flow*) est calculé selon la formule suivante : $\text{FCF} = \text{CE} \times [\text{ROCE} - g]$

[...] sur l'hypothèse selon laquelle la rentabilité des capitaux employés tend, à long terme, vers le coût du capital⁶. En pratique, l'évaluateur prolonge le business plan au-delà de l'horizon explicite de façon à ce que la rentabilité des capitaux employés baisse graduellement jusqu'à égaliser le coût du capital ; cette condition permet de fixer le flux de trésorerie de la valeur terminale et donc in fine le taux de marge opérationnelle. Ainsi, en reprenant l'exemple de la société X visée ci-avant et en faisant l'hypothèse que la rentabilité des capitaux employés est égale au coût du capital⁷, soit 10%, le taux de marge opérationnelle ressort à 2,1% (= 10% / [8 x (1 - 40%)]). Sur ces bases, la société X dégage alors un flux de trésorerie positif égal à 10 (= 100 x [2,1% x 8 x [1 - 40%] - 2%]) et la valeur de ses capitaux propres ressort à 95 (= 10 / [10% - 2%] - 30).

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

⁶ L'idée sous-jacente est qu'il y a érosion progressive de la rente dégagée par la société évaluée.

⁷ On a l'égalité suivante : $ROCE = \theta \times (1 - T_{IS}) \times \text{Rotation CE} = \text{Coût du capital}$.