

FISCALITÉ

L'impact du BFR dans l'évaluation d'entreprise

Philippe Bau

Philippe Bau, DEA en sciences de gestion, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice spécialisé en évaluation d'entreprise, membre de l'association des experts en évaluation d'entreprise. Associé des cabinets BAU Chevallier et SCREC, il pratique la discipline de l'évaluation d'entreprise dans de nombreux contextes notamment pour participer à la résolution de conflits mais également dans le cadre de DDA (dues diligences acheteur) et de DDV (dues diligences vendeur). Il évalue également les actifs incorporels (brevets, marques...) dans des contextes de comptes consolidés ou de transactions d'entreprise ou d'actifs.

1. Contexte

La méthode des DCF (discounted cash flow) est une des méthodes principales pour évaluer une entreprise mais elle comporte quelques points cruciaux à lever. La somme des DCF détermine la valeur d'entreprise (VE) à laquelle vient se rajouter la trésorerie disponible nette ou se retrancher la dette financière pour calculer la valeur des titres (VT).

Le plan d'affaires est déterminant, car il va entraîner une vision stratégique spécifique qui va mettre sous tension le modèle économique et les avantages concurrentiels qui lui sont attachés. Ce modèle économique va à son tour impacter le choix des ressources pour mettre en œuvre cette stratégie afin de maintenir ou développer des avantages concurrentiels.

Le taux bêta est le deuxième élément déterminant parce qu'il impacte de calcul du coût moyen pondéré du capital. En effet, il

vient multiplier la somme du taux du marché financier et du taux de risque spécifique de la société. Une erreur sur le bêta impacte ces deux autres taux et donc le coût moyen pondéré du capital.

Le taux de croissance des cash-flow disponibles à l'infini a un effet déterminant sur la valorisation car il vient impacter le dernier cash flow libre et donc la valeur résiduelle qui représente souvent l'essentiel dans la valeur actualisée des DCF.

Enfin, le montant du BFR (besoin en fonds de roulement) est également un élément déterminant car sa variation annuelle impacte le montant des cash flow libres dont le dernier détermine la valeur résiduelle. De plus, le BFR impacte directement la trésorerie disponible qui vient se rajouter à la VE pour calculer la valeur d'entreprise ; or l'impact du BFR sur le modèle DCF est vraisemblablement le moins travaillé sur le plan théorique mais aussi dans la pratique

alors qu'il représente des enjeux importants.

2. De quel BFR parle-t-on ?

Le BFR d'exploitation est la différence du stock et des créances d'exploitation avec les dettes d'exploitation. Le BFR correspond à de la trésorerie immobilisée en attente de pouvoir être disponible.

Le volume de BFR varie en fonction de la nature de la supply chain (flux physiques) et du mode de financement (flux financiers).

Un premier retraitement est nécessaire sur les composants du BFR faisant l'objet de financements spécifiques qui permettent de dégager de la trésorerie. Il s'agit de l'éventuel financement du stock, du financement des créances clients (escompte, daily ou factoring) mais aussi du paiement anticipé des factures fournisseur (reverse factoring).

Après ces retraitements, le volume du BFR apparaît, révélant ainsi l'impact physique de la supply chain et du système d'information. Le BFR se mesure alors en nombre de mois de chiffre d'affaires et dépend fortement de l'activité (BFR élevé dans l'industrie aux processus longs de fabrication, négatif dans la distribution qui encaisse les ventes au comptant). Le BFR peut également subir des variations saisonnières importantes.

Un deuxième retraitement concerne donc ces variations erratiques du BFR issues de la saisonnalité. Il convient alors de retenir un BFR moyen, plus représentatif de son impact sur la trésorerie et les cash flow libres.

Lorsque les retraitements financiers et physiques sont effectués, on se trouve quelques fois face à des BFR soit négatifs soit positifs mais nettement inférieurs ou supérieurs au ratio du secteur.

Les BFR négatifs concernent en général les sociétés de distribution qui encaissent comptant mais paient les fournisseurs à terme. La trésorerie dégagée grâce à ce BFR négatif n'est pas disponible pour l'investisseur.

Le BFR positif mais très différent du ratio sectoriel montre un modèle économique et une supply chain différents de celui du secteur.

3. Exemple

Afin d'étayer l'impact du BFR dans la valeur d'entreprise (VE), nous présentons un cas simple sur des hypothèses courantes :

– chiffre d'affaires année 1 = 100 avec une croissance de 4 % par an dans une première hypothèse (ce qui après une inflation de 2,5 %/an représente une croissance en volume de 1,5 %) pendant 5 ans ; puis une deuxième hypothèse présente une croissance de 6 % pendant 5 ans ;

– EBITDA (équivalent de l'EBE) = 6 % du chiffre d'affaires ; trois autres hypothèses ont été travaillées à partir d'un EBITDA/CA de 8 %, puis de 10 % et enfin de 12 % ;

– WACC (coût du capital) = 14 % avec un gearing (ratio d'endettement) allant de 50 % en année 1 jusqu'à 10 % en année 5 ;

– BFR variant de 90 à 60 puis 30 jours ;

– Investissements annuels nets de cession = 1 % du chiffre d'affaires ;

– Taux de croissance des cash flow à l'infini = 3 % dans un premier temps puis de 6 % (ce qui représente 3 % de croissance en volume après une inflation à 3 %).

La variation du BFR varie avec la croissance du chiffre d'affaires ; plus la croissance du chiffre d'affaires est importante, plus la variation du BFR l'est aussi et moins est forte la génération de cash flow libres et donc la VE.

FISCALITÉ

L'impact du BFR dans l'évaluation d'entreprise

→ La variation du BFR impacte la VE d'autant plus que la croissance du chiffre d'affaires est importante mais que le ratio EBITDA/CA est relativement faible. En effet, l'ETE (différence entre EBE et variation du BFR) est alors faible et peut même devenir négatif si le ratio EBITDA/CA est inférieur au taux de croissance du chiffre d'affaire ramené en mois de BFR (un taux de croissance de chiffre d'affaires de 6 % « consomme » 1,5 % de ce chiffre d'affaires pour un BFR de 90 jours).

A partir de ces hypothèses, on mesure la VE (valeur d'entreprise) en fonction du BFR.

Par exemple, avec un taux de croissance du chiffre d'affaires de 6 %/an, un EBITDA/CA de 6 % et un taux de croissance à l'infini de 3 %, la VE est de 7,9 avec un BFR de 90 jours alors qu'elle monte à 15,8 avec un BFR de 30 jours. Si on rajoute le gain de trésorerie correspondant à l'amélioration du BFR soit 16,7, la VT (valeur des titres) s'améliore de 24,6 soit 4 fois la VT avec un BFR de 90 jours.

Si on change uniquement le taux de croissance pour le ramener de 6 %/an à 4 %/an, la VE passe alors de 10,9 avec un BFR de 90 jours à une valeur de 16 avec un BFR de 30 jours. Si on rajoute le gain de trésorerie correspondant à l'amélioration du BFR soit 16,7, la VT s'améliore de 21,8 soit 3 fois la VT avec un BFR de 90 jours.

Si on conserve un taux de croissance du chiffre d'affaires de 6 %/an, un EBITDA/CA de 6 % mais on utilise un taux de croissance à l'infini de 6 %, la VE est de 10 avec un BFR de 90 jours alors qu'elle monte à 20 avec un BFR de 30 jours. Si on rajoute le gain de trésorerie correspondant à l'amélioration du BFR soit 16,7, la VT s'améliore de 26,7 soit 3,7 fois la VT avec un BFR de 90 jours.

4. Impact du BFR pour l'amélioration de la valeur d'entreprise

Compte tenu de son impact sur la valeur d'entreprise, l'examen

du BFR et de son évolution possible doit être fait très soigneusement ce qui n'est pas souvent le cas.

Le BFR négatif génère une trésorerie fictive qui n'est pas distribuable à l'investisseur ; la trésorerie correspondant à ce BFR négatif ne peut donc être incorporée dans la VE.

En revanche, il faut tenir compte de la performance de cette trésorerie générée par le BFR négatif.

C'est pourquoi il nous semble raisonnable de rajouter à l'EBIT les produits financiers générés par cette trésorerie afin d'en tenir compte dans le calcul de la VE ; ceci à condition que le BFR négatif ait de fortes chances de pérennité, compte tenu du secteur d'activité et du modèle économique de l'entreprise.

De même, on peut envisager dans certains cas spécifiques de retraiter un BFR positif mais fortement différent de la norme du secteur.

Soit en rajoutant des produits financiers à l'EBIT si le BFR est très inférieur soit en retranchant des frais financiers s'il est très

supérieur. Bien entendu l'écart entre BFR et BFR du secteur est retraité en accroissement ou en diminution de trésorerie.

Dans une perspective d'évaluation, l'analyse du BFR de l'entreprise devra être faite avec soin et d'autant plus que ce BFR est élevé face à une rentabilité relativement faible et une croissance à l'infini faible.

Le cédant et le repreneur doivent avoir un débat approfondi sur le BFR.

Le BFR est la résultante du modèle économique et donc de l'organisation et de la culture de l'entreprise. En cela, le travail sur le BFR est délicat pour ne pas déséquilibrer les facteurs clé de succès du modèle.

Les points principaux d'amélioration du BFR touchent : L'organisation de la supply chain, comprenant le système d'information, la mise en œuvre du modèle économique (par exemple, on peut sous-traiter une compétence fortement consommatrice de BFR)... Mais c'est une autre histoire. ■

