



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers



PAROLES

DE PRATICIEN

JUIN 2024 - N°5



**La recomposition
du tableau des
flux de trésorerie**
pour une évaluation
d'entreprise

Le professionnel de l'évaluation recourt, le plus souvent, à l'approche par les flux de trésorerie prévisionnels actualisés. Pour cela, il va prendre appui sur le tableau de financement de l'entreprise. Son objectif est alors de calculer deux indicateurs qui lui seront nécessaires :

- le cash-flow disponible pour l'entreprise (Free Cash-Flow to The Firm) ;
- le cash-flow disponible pour les actionnaires (Free Cash-Flow to Equity).

Cet objectif pour être atteint nécessite cependant de « repenser » l'architecture du tableau de trésorerie en la modifiant. Tel est l'objectif de ce focus technique. Trois modifications sont traitées dans ce document. Nous les passerons en revue une à une en s'appuyant sur un exemple.

I. LA PLACE DES INTÉRÊTS DANS LE TABLEAU DES FLUX

La première modification concerne le positionnement des intérêts portant sur les dettes financières et les dettes de loyers.

En pratique, l'évaluateur va prendre comme point de départ la notion de capacité d'autofinancement (CAF) et, partir de là, il va déterminer la trésorerie générée par les activités opérationnelles. Or, pour calculer la CAF, comme le font beaucoup de professionnels, il va recourir à la méthode indirecte en partant du résultat net de l'ensemble consolidé (résultat net part du groupe + intérêts minoritaires) afin d'y ajouter (ou de soustraire) un certain nombre d'ajustements (dotation aux amortissements, variation des provisions et autres éléments n'ayant pas d'impact sur la trésorerie) pour obtenir la CAF. Cette donnée, ajustée de la variation du BFR, permet de calculer la « Trésorerie générée par les activités opérationnelles » (Operating Cash-Flow).

Mais l'évaluateur cherche avant tout à calculer un indicateur qui soit neutre de toute source de financement, c'est-à-dire avant intérêts ; indicateur qu'il actualisera ensuite au coût moyen pondéré des capitaux investis. Si l'on prend comme point de départ le résultat net consolidé, comme on le constate dans la pratique, le professionnel se positionne nécessairement après intérêts, ce qui ne correspond pas au souhait l'évaluateur.

Il est alors nécessaire d'ajouter au résultat net de l'ensemble consolidé les intérêts (nets d'impôt) et les ajustements sans incidence sur la trésorerie.

La capacité d'autofinancement doit donc être déterminée avant décaissements des intérêts sur emprunts et des intérêts sur les dettes de loyers.

Le **tableau 1** ci-après illustre le passage du résultat net de l'ensemble consolidé à la trésorerie des activités d'exploitation, en passant par la CAF avant intérêts.

Tableau 1 : Calcul de la trésorerie générée par les activités d'exploitation

Exploitation	N	N-1	N-2	Moyenne
Résultat net - Part du groupe	2 758,80	2 572,20	2 435,10	
Intérêts minoritaires	145,10	119,70	92,90	
Ajustements (y compris les intérêts nets d'impôts)	3 303,00	2 501,50	2 313,40	
Capacité d'autofinancement avant intérêts des dettes (financières et loyers)	6 206,90	5 193,40	4 841,40	
Variation du BFR	- 396,80	377,30	364,30	
Trésorerie provenant des activités d'exploitation avant intérêts des dettes	5 810,10	5 570,70	5 205,70	
En % du chiffre d'affaires	19,41 %	23,87 %	25,41 %	22,90 %

Dans cet exemple, la trésorerie d'exploitation est neutre de tout mode financement. Le taux d'actualisation sera le CMPC après impôt.

Note : On constate au passage une assez grande régularité dans le temps de cet indicateur avec un taux moyen de 23% sur les trois dernières années avec, toutefois, une tendance baissière par suite de la progression du BFR l'année N.

II. LA PRISE EN COMPTE DES INVESTISSEMENTS

La seconde modification concerne la prise en considération des investissements pour parvenir à la trésorerie disponible pour l'entreprise. Deux questions apparaissent. La première concerne la prise en compte dans le calcul des produits de cessions des actifs. La seconde question concerne la nature des acquisitions d'actifs à prendre en considération.

II. 1. QUID DES PRODUITS DE CESSIONS DES ACTIFS D'EXPLOITATION ?

Dans la pratique, les évaluateurs déduisent de la trésorerie d'exploitation uniquement les acquisitions d'actifs incorporels et actifs corporels. Les bases de données boursières font toutes, sans exception, ce calcul. Ce procédé

résulte de la possibilité pour l'entreprise de prévoir au mieux les investissements d'exploitation compte tenu de trois paramètres : la croissance future, l'intensité en capital et la durée de vie des équipements.

Mais qu'en est-il des produits des cessions de ces mêmes actifs ? Ils sont souvent ignorés. La réponse que l'on peut faire sur ce point est la suivante. Tout dépend de la récurrence ou non de ces produits de cessions d'actifs. Si l'entreprise dispose d'une véritable politique de cessions de ces actifs, comme cela est le cas dans de nombreux secteurs d'activité, il y a lieu de les prendre en considération dans le calcul de la trésorerie disponible pour l'entreprise. Si, à l'inverse les cessions interviennent avec une faible occurrence et pour des montants non significatifs, il n'est pas nécessaire de les prendre en considération. Voilà une règle simple que le professionnel peut aisément appliquer.

II. 2. QUID DES INVESTISSEMENTS FINANCIERS NETS DE PRODUITS FINANCIERS ?

Le second point concerne les acquisitions et produits de cessions des actifs financiers. Beaucoup de praticiens ne retiennent que les investissements liés à l'exploitation (acquisition d'immobilisations incorporelles et corporelles). Doit-on valider cette pratique ?

La réponse doit être la même que celle émise pour les produits de cession. Si l'entreprise a mis en place une véritable politique d'acquisition de titres ou de prise de contrôle de sociétés, il importe de prendre en compte les investissements et désinvestissements financiers.

Ce point apparait dans le **tableau 2** ci-dessous.

Tableau 2 : Calcul de la trésorerie disponible après financement des investissements d'exploitation et financiers

Exploitation	N	N-1	N-2	Moyenne
Trésorerie provenant des activités d'exploitation avant intérêts des dettes	5 810,10	5 570,70	5 205,70	
En % du chiffre d'affaires	19,41 %	23,87 %	25,41 %	22,90 %
Investissements liés à l'exploitation	N	N-1	N-2	N-3
Acquisitions immob. incorporelles et corporelles	- 3 273,00	- 2 916,80	- 2 630,20	
Produits des cessions immob. incorporelles et corporelles	92,00	88,70	81,30	
Cash-flow net nécessaire aux investissements d'exploitation	- 3 181,00	- 2 828,10	- 2 548,90	
Cash-flow dispo. après financements investissements d'exploitation	2 629,10	2 742,60	2 656,80	Moyenne
En % du chiffre d'affaires	8,78 %	11,75 %	12,97 %	11,17 %
Investissements financiers	N	N-1	N-2	
Acquisitions immob. financières	- 135,80	- 659,80	- 129,10	
Produits des cessions d'immob. financières et de titres	61,10	130,90	718,80	
Dividendes reçus des stés mises en équivalence	13,80	5,50	4,60	
Cash-flow net nécessaire aux investissements financiers	- 60,90	- 523,40	594,30	
Trésorerie nette nécessaire aux investissements d'exploit. et financiers	- 3 241,90	- 3 351,50	- 1 954,60	
Cash-flow dispo. après financement des investissements exploit. et financiers	2 568,20	2 219,20	3 251,10	
En % du chiffre d'affaires	8,58 %	9,51 %	15,87 %	11,32 %

Le **tableau 2** fait ressortir plusieurs informations nécessaires à l'évaluateur :

- les **besoins nets de trésorerie** nécessaires aux investissements d'exploitation ;
- le **cash-flow résiduel** après financement des investissements d'exploitation ;
- les **besoins nets de trésorerie** nécessaires aux investissements financiers ;
- le **besoin net total** nécessaire aux investissements (exploitation et financiers) ;
- le **cash-flow résiduel** après financement de la totalité des investissements qu'ils soient d'exploitation ou financiers. Ce dernier élément est toujours calculé après impôt et hors toute source de financement.

Note : Dans l'exemple, il représente 11.3% du chiffre d'affaires et fait apparaître sur la période une tendance baissière nettement affirmée.

III. LE FINANCEMENT

La troisième modification concerne le reclassement des flux liés aux activités de financement. Deux précisions méritent d'être soulignées : **les flux d'intérêts décaissés** et la **variation de la trésorerie**. Prenons ces deux points un à un.

III. 1. LES FLUX D'INTÉRÊTS DÉCAISSÉS

Jusqu'alors, les deux indicateurs : la trésorerie d'exploitation et la trésorerie disponible après financement des investissements, ont été déterminés avant tout mode de financement. C'est la raison pour laquelle le point de départ a été la CAF mais avant intérêts décaissés. Il faut donc les réintroduire dans cette partie du tableau de trésorerie, décrivant les activités de financement.

III. 2. LA VARIATION DE LA TRÉSORERIE

Il reste à résoudre la place de la variation de la trésorerie. Le tableau de flux de trésorerie

a été conçu pour expliquer le passage de la trésorerie d'ouverture à la trésorerie de clôture par les flux d'opérations répartis en exploitation, investissements et financement.

Ce point étant rappelé, il existe **deux présentations possibles** du document :

- soit on prend comme point de départ la trésorerie d'ouverture et on explique les flux d'opérations qui conduisent à la trésorerie de clôture ;
- soit on analyse les flux d'opérations ayant eu un impact sur la trésorerie et on termine par la variation de la trésorerie.

Quelle que soit la présentation, il faut se poser la question de ce qu'il convient de faire de la variation de trésorerie. Pour y répondre, il faut garder présent à l'esprit l'objectif de l'évaluateur. Ce dernier raisonne toujours en dette financière nette de la trésorerie ceci dans le but d'assurer, à un moment donné, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. S'il en est ainsi, il doit avoir la même approche en termes de variation.

De ce fait, la partie financement du tableau des flux doit faire intervenir la variation de trésorerie juste après la variation de la dette (financière et de loyers) afin d'obtenir la variation de la dette nette, ceci en cohérence avec le montant de la dette financière nette de la trésorerie calculée à partir du bilan.

Si l'entreprise a utilisé sa trésorerie comme moyen de financement, la variation sera affectée d'un signe positif et inversement (signe négatif), si l'entreprise a laissé croître sa trésorerie.

En identifiant les autres sources de financement (augmentation de capital, augmentation/remboursement de la dette,...), l'évaluateur obtient le flux de trésorerie provenant de la totalité des activités de financement.

Tableau 3 : Calcul de la trésorerie liée aux activités de financement

Financements	N	N-1	N-2	
Variation des dettes financières	- 617,70	- 17,2	- 482,00	
Remboursements des dettes de loyers	- 249,00	- 241,4	- 245,20	
Intérêts financiers sur dettes financières et dettes de loyers	- 269,70	- 237,9	- 291,70	
Utilisation de la trésorerie (+) ou Progression de la trésorerie (-)	378,00	- 420,30	- 822,1	
Augmentation de capital	37,70	175,4	43,70	
Autres (incidences des variations de change et de périmètre)	- 169,20	- 20	- 17,4	
Cash-flow lié aux activités de financement	- 889,90	- 761,40	- 1 814,70	
En % du chiffre d'affaires	- 2,97 %	- 3,26 %	- 8,86%	- 5,03%

Dans le **tableau 3** apparaît l'utilisation faite de la variation de la trésorerie sur la période et les intérêts décaissés. On constate que les flux de financement sont négatifs car l'entreprise est en phase de désendettement.

Le **tableau 4** ci-dessous fait un focus sur la notion de variation de la dette nette.

Tableau 4 : Focus sur la variation de la dette financière nette

Financements	N	N-1	N-2
Variation des dettes (financières et loyers)	- 866,70	- 258,60	- 727,20
Variation de la trésorerie	378,00	- 420,30	- 822,10
Variation de la dette nette	- 488,70	- 678,90	- 1 549,30

IV. LE CASH-FLOW DISPONIBLE POUR LES ACTIONNAIRES (FREE CASH-FLOW TO EQUITY)

L'évaluateur dispose désormais de tous les éléments permettant le calcul du second indicateur dont il va avoir besoin pour mener à bien sa mission : le cash-flow disponible pour les actionnaires (Free Cash-Flow to Equity). Le cash-flow actionnaires est la somme (ou le net) du cash-flow disponible pour l'entreprise après financement de tous les investissements d'exploitation et financiers nets des cessions et du cash-flow lié aux opérations de financement.

Tableau 5 : Formation du cash-flow disponible pour les actionnaires (CFDA ou FCFE)

Exploitation	N	N-1	N-2	Moyenne
Cash-flow dispo. après financement des investissements exploit. et financiers	2 568,20	2 219,20	3 251,10	
Cash-flow lié aux activités de financement	- 889,90	- 761,40	- 1 814,70	
Cash-flow disponible pour les actionnaires	1 678,30	1 457,80	1 436,40	
En % du chiffre d'affaires	5,61 %	6,25 %	7,01 %	6,29 %

Note : Le **tableau 5** fait ressortir le cash-flow disponible pour les actionnaires. On constate que les flux de financement sont négatifs car l'entreprise est, comme nous l'avons dit précédemment, en phase de désendettement.

V. UTILISATION DU CASH-FLOW DISPONIBLE POUR LES ACTIONNAIRES

La dernière étape de l'analyse consiste à déterminer la manière dont ce cash-flow disponible a été utilisé, ce qui constitue aussi un moyen de recouper le montant obtenu lors des étapes précédentes. Le **tableau 6** montre que le cash-flow actionnaires se compose essentiellement de deux éléments : les dividendes versés aux actionnaires (majoritaires et minoritaires) et les rachats d'actions.

Tableau 6 : Utilisation du cash-flow disponible pour les actionnaires

	N	N-1	N-2	Moyenne
Cash-flow disponible pour les actionnaires	1 678,30	1 457,80	1 436,40	
Distribution aux actionnaires (majoritaires et minoritaires)	1 486,80	1 417,70	1 386,50	5,94 %
Achats d'actions propres	191,50	40,1	49,9	0,35 %
Utilisation des cash-flow disponible par les actionnaires	1 678,30	1 457,80	1 436,40	6,29 %

En conclusion, la mise en évidence du cash-flow disponible pour l'entreprise comme le cash-flow disponible pour les actionnaires, nécessite de repenser sur un certain nombre de points l'architecture du tableau des flux de trésorerie afin d'assurer une cohérence parfaite du raisonnement.

Retrouvez toutes les publications

Paroles de praticien

www.ccef.net 



Par Michel TERNISIEN
Économiste et auteur



1^{ÈRE} ÉDITION DU PRIX CCEF

REMISE DES PRIX JEUDI 3 OCTOBRE 2024

SAVE THE DATE

- ✓ **Récompenser les meilleurs mémoires de fin d'étude des étudiants de grandes écoles de finance et de droit**
- ✓ **Faire rayonner la CCEF et développer sa notoriété dans l'environnement de la finance, du droit et plus largement de l'économie**
- ✓ **Rapprocher les nouvelles générations de notre organisation et les impliquer dans nos réflexions**
- ✓ **Mettre à l'honneur l'interprofessionnalité qui nous tient à coeur**

CONTACT

Sylvie Gaillet • 01 44 94 27 70 • deleguee.generale@ccef.net

www.ccef.net



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

120 avenue des Champs-Élysées - 75008 PARIS
01 44 94 27 70 - ccef@ccef.net
www.ccef.net