

Cependant, l'allocation du capital engagé ne peut pas toujours être opérée à des niveaux très fins. Il est néanmoins intéressant de tenter de le répartir sur de plus grands périmètres (diverses activités de l'entreprise ou différentes lignes de produits). Dans le secteur de la pharmacie, par exemple, il est courant de calculer un ROCE par grandes catégories de lignes de produits (génériques, OTC et prescription). Cela permet ainsi d'améliorer l'information relative à un segment stratégique déterminé et d'opérer ultérieurement d'éventuels arbitrages.

Les indicateurs de rentabilité ne sont pas suffisants. Ils doivent être accompagnés d'indicateurs opérationnels. Les seconds permettent de comprendre les premiers et de réduire leurs biais.

De plus, un taux de rentabilité satisfaisant n'est pas un élément suffisant pour assurer la pérennité d'une entreprise. Cette dernière peut être confrontée à des difficultés de trésorerie conjoncturelle ou structurelle qui menacent sensiblement sa survie. Afin de se prémunir contre le risque de cessation de paiement, de nombreuses entreprises pilotent de manière permanente leur trésorerie ou leur cash.

3. Le pilotage par le cash

Cette forme de pilotage a eu tendance à se populariser au cours de ces dernières années. Il y a eu une conjonction d'événements à l'origine de ce phénomène. En particulier, la crise financière a provoqué une crise de liquidité qui a failli étrangler de nombreuses entreprises. Le cash est par ailleurs un indicateur attractif *a priori* : il est réputé être plus concret et moins manipulable que les résultats comptables conventionnels (résultat d'exploitation, EBIT, résultat net). De plus, il présente l'avantage d'établir une convergence entre la perspective de contrôle des résultats et la perspective d'évaluation des actifs ou d'une entreprise. En effet, la valeur d'une entreprise est déterminée en fonction de la somme des cash-flows futurs qu'elle va générer. Ainsi, le cash éveille l'intérêt des analystes financiers, mais également celui des agences de notation qui considèrent cette grandeur financière comme un facteur de réduction des risques de faillite.

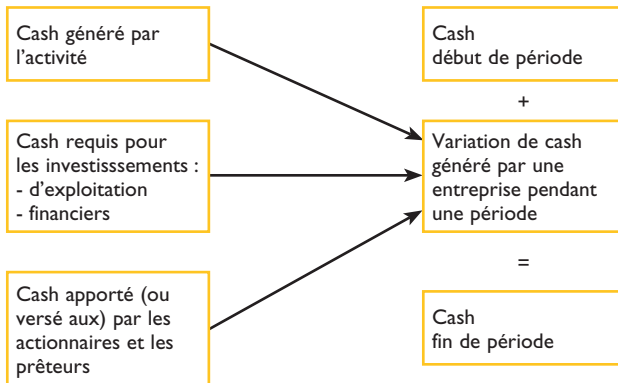
Nous montrerons dans un premier temps que le concept de cash doit être précisé car il admet plusieurs acceptions. Dans un deuxième temps, nous présenterons les principaux indicateurs de pilotage du cash et leurs liens avec des indicateurs plus opérationnels. Enfin, nous soulignerons que les indicateurs de cash sont particulièrement adaptés aux entreprises présentant un niveau d'endettement important.

3.1. Les différents concepts de cash

Le concept de flux de trésorerie ou de cash semble relativement simple et naturel. C'est une notion qui ne réclame pas *a priori* des connaissances comptables particulières, mais curieusement sa formulation n'est pas toujours facile à comprendre. Par ailleurs, il existe plusieurs niveaux de cash :

- la variation de cash d'une entreprise pendant une période donnée ;
- le cash généré par l'exploitation ou l'activité de l'entreprise ;
- le cash requis pour investir ;
- le cash apporté par les actionnaires et les prêteurs ou remboursé aux bailleurs de fonds.

Ces différents concepts de cash sont étroitement liés entre eux comme le montre le schéma suivant :



Le niveau de cash le plus significatif est celui qui est généré par l'activité de l'entreprise. Ce dernier est suivi en routine par certaines entreprises qui ont parfois substitué au reporting classique un « reporting cash ». Les principaux logiciels de « reporting cash » ne le déterminent malheureusement pas directement de la manière suivante :

$$\text{Cash généré par l'activité} = \text{encaissements d'exploitation} - \text{décaissements d'exploitation}$$

Les données relatives à la génération du cash résultent le plus souvent d'une juxtaposition de grandeurs financières comme l'indique le formule suivante :

$$\text{Cash généré par l'activité} = \text{EBITDA} - \text{variation du besoin en fonds de roulement}$$

EXEMPLE

Un exemple très simple permettra d'illustrer la définition précédente. Au cours de l'année N, une petite entreprise de service a facturé pour 100 K€ de prestations dont 20 K€ à crédit. Pour réaliser ce chiffre d'affaires, elle a acheté et consommé des services pour 25 K€ dont 5 K€ restent à payer. Les charges de personnel de 45 K€ ont été intégralement payées et les dotations aux amortissements se sont élevées à 10 K€. Les créances clients en N-1 et les dettes fournisseurs en N-1 étaient respectivement de 15 K€ et de 7 K€.

Le montant de l'EBITDA de 30 K€ correspondrait au flux de trésorerie générés par l'activité en l'absence de délais de paiement.

	Flux de résultat : EBITDA	Éléments du BFR de N - 1 : Créances et dettes	Élément du BFR de N : Créances et dettes	Variation du BFR	Flux de Trésorerie
Chiffre d'affaires	100	+ 15	- 20	- 5	95
Consommation de services	- 25	- 7	+ 5	- 2	- 27
Frais de personnel	- 45	néant	néant		- 45
Total	30			- 7	23

Ce tableau montre que la variation des délais de paiement (ou variation du BFR) a obéré sensiblement le montant de la trésorerie potentielle représenté par l'EBITDA de 30 K.

Finalement, cette formule plus complexe présente l'avantage de montrer clairement les deux principales origines du cash généré par l'activité (EBITDA et variation du BFR).

L'affectation du cash justifie à lui seul l'intérêt grandissant des actionnaires et des prêteurs pour cette grandeur financière. Une entreprise sera d'autant plus appréciée par ses bailleurs de fonds qu'elle génère du cash en quantité importante.

En effet, l'activité de l'entreprise doit dégager suffisamment de cash pour lui permettre de maintenir son potentiel de production. Les investissements consacrés à l'exploitation sont appelés *CAPEX* (ou *capital expenditure*). Le cash flow disponible (*free cash flow*) illustre cette capacité relative d'autonomie financière. Cet indicateur est déterminé par la formule suivante :

$$\text{Free cash flow} = \text{EBITDA} - \text{Variation du besoin en fonds de roulement} - \text{CAPEX}$$

Le *free cash flow* doit être positif pour permettre à l'entreprise de réaliser des investissements stratégiques, de distribuer des dividendes aux actionnaires et de diminuer son niveau d'endettement.

Pour apprécier le niveau de risque d'une entreprise, les établissements financiers, les agences de rating et les analystes utilisent les deux ratios suivants :

Le ratio de dette relative :

$$\text{Endettement Financier Net/EBITDA} = \ll n \gg \text{ années}$$

REMARQUE

L'endettement financier net correspond à l'ensemble des dettes financières à court et long terme, diminué de la trésorerie

La qualité des cash-flows en couverture de la dette :

$$\text{Endettement Financier Net/free cash flow} = \ll n \gg \text{ années}$$

Le nombre d'années dépend du secteur considéré et donc du risque associé. Dans celui des télécoms, par exemple, les opérateurs doivent présenter un ratio de dette relative inférieur ou égal à deux.

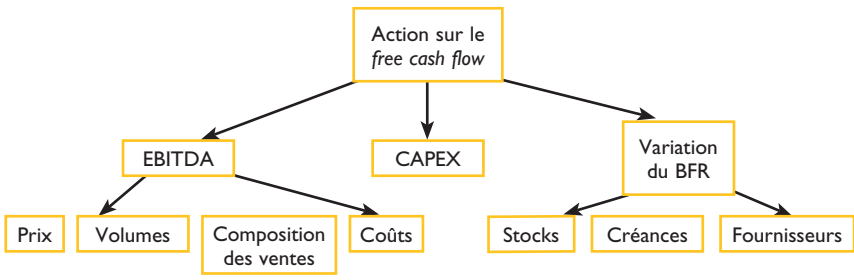
Le montant du cash généré est une condition nécessaire mais insuffisante pour apprécier la pérennité d'une entreprise. La qualité du cash doit également être prise en compte. Les analystes cherchent surtout à apprécier la capacité de l'entreprise à reproduire régulièrement un même niveau de cash sur le long terme, en examinant ses perspectives de croissance et de résistance à l'arrivée de nouveaux concurrents.

3.2. Les principaux leviers d'action

Le pilotage par le cash cherche à améliorer le niveau de cash généré par l'activité en agissant simultanément sur les marges, plus particulièrement sur l'EBITDA, et sur le BFR. Les principaux leviers d'action opérationnels consistent :

- pour l'EBITDA : à augmenter les volumes, à réduire les coûts et à piloter favorablement la composition des ventes (ou mix produits) ;
- pour le BFR : à optimiser les stocks (sans trop appauvrir le choix offert à la clientèle), à gérer les créances clients (en améliorant le processus de collecte du cash, par exemple) et à obtenir des délais de règlement acceptables de la part des fournisseurs.

Le cash produit par l'activité est plus aisément déclinable au sein des centres de responsabilité que le *free cash flow*. Ce dernier est généralement déterminé au niveau de l'entreprise ou auprès d'importantes *strategic business units* dotées d'actifs bien spécifiques. En effet, il faut pouvoir être en mesure de répartir l'investissement lié à l'exploitation (ou le CAPEX) dans les différentes entités de gestion. Celui-ci constitue le troisième levier d'action pour générer du cash comme l'indique le schéma suivant :



Nous constatons que les leviers d'actions du *free cash flow* sont très proches de ceux de la rentabilité économique. Ce schéma repose sur l'hypothèse que l'investissement d'aujourd'hui est générateur du cash de demain, à condition que les CAPEX soient judicieusement sélectionnés selon des critères très précis présentés en partie 4. Toutefois, ce n'est pas toujours le raisonnement qui est tenu en pratique. Bon nombre d'entreprises rationnent leurs dépenses d'investissements pour augmenter leur cash à court terme. Cette vision court-termiste de la gestion du cash est dommageable et ne peut se justifier que par un niveau très élevé de contrainte financière. Elle peut être en contradiction avec le raisonnement économique traditionnel et privilégier exagérément la prudence en évitant tout investissement.

Quels sont les principaux ratios (ou KPIs) du pilotage du cash ?

En dehors du suivi de la croissance de l'activité mesurée par le taux de croissance du chiffre d'affaires et des taux de marge, la génération de cash est principalement suivie par des ratios de délais de stockage et de règlements des créances clients ou des dettes fournisseurs dont les définitions (en faisant abstraction de la TVA) sont les suivantes :

$$\text{Délai de stockage ou DSI (day sale inventory)} = \frac{\text{Montant des stocks à la fin d'une période} \times 360 \text{ j}}{\text{Coût des ventes}}$$

$$\text{Délai de crédit client ou DSO (day sale outstanding)} = \frac{\text{Montant des créances à la fin d'une période} \times 360 \text{ j}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

$$\text{Délai de crédit fournisseurs ou DPO (day payable outstanding)} = \frac{\text{Montant des dettes à la fin d'une période} \times 360 \text{ j}}{\text{Achats}}$$

Ces ratios, déterminés selon les formules précédentes ne permettent pas de prendre en compte les variations saisonnières. Les entreprises confrontées à ce phénomène utilisent la méthode de l'apurement (*ou count back*) qui consiste à enlever successivement du compte client, jusqu'à son épuisement, la facturation des mois précédents. Cette méthode est présentée dans l'exemple suivant.

EXEMPLE

Le compte clients d'une entreprise s'élève à 145 K€ au 31/12/N. L'entreprise a facturé à ces derniers des montants de 90 K€ pour le mois de novembre et 100 K€ pour décembre. Par convention, nous retiendrons que 1 mois comprend 30,5 jours de facturation. La facturation journalière pour décembre et pour novembre s'élève respectivement à 3,28 K€ et à 2,95 K€. Le compte client comprend :

- la totalité de la facturation de décembre qui représente en termes de délais de crédit client 30,5 jours ;
- une partie de la facturation de novembre qui s'élève à 45 K€ (soit apurement du compte : 145 – 100) qui correspond à 15,5 jours de facturation (soit 45/2,95).

Le DSO total de 46 jours est ainsi constitué de ces deux éléments comme l'indique le tableau suivant :

Période N				
Compte clients 31/12/N	145	Count back	Facturation par jour	DSO
Facturation décembre	100	100	100/30.5 = 3.28	30.5
Facturation novembre	90	145 – 100 = 45	90/30.5 = 2.95	45/2.95 = 15.5
Total DSO :				46 jours

3.3. Les conditions d'application et limites

Le principal problème du cash, et de l'indicateur de *free cash flow* en particulier, est sa faible capacité à se décliner à tous les niveaux d'une entreprise. Lorsque la configuration organisationnelle se prête à sa déclinaison, il peut conduire les managers à adopter des comportements contre productifs, voire dangereux pour la survie de l'entreprise. Au travers de l'analyse des leviers d'actions de la génération de cash, nous avons déjà souligné le risque de rationnement des investissements. De plus, lorsque les managers

opérationnels suivent le cash au moyen d'un reporting mensuel, ils peuvent vouloir compenser un fléchissement de l'EBITDA par une amélioration ponctuelle de la variation du BFR, en retardant le paiement d'un important fournisseur pour ne pas perdre leur intéressement qui dépend en partie du cash. Ce type de pratique ne conduit pas à améliorer la performance de l'entreprise sur le long terme.

Le pilotage par le cash peut convenir aux entreprises très endettées qui doivent surveiller attentivement leurs rentrées et sorties de trésorerie au risque de faire faillite. Il nous semble que ce pilotage doit être temporaire lorsqu'il est décliné au niveau des centres de responsabilité.

Les indicateurs qualifiés de financiers qui figurent dans de nombreux tableaux de bord à tous les niveaux d'une organisation sont, en réalité, principalement des indicateurs de nature comptable. Un chiffre d'affaires, une marge, un résultat d'exploitation sont des données comptables qui constatent des réalisations passées. Les indicateurs réellement financiers sont, par essence, orientés vers le futur et doivent permettre la prise de décision en matière d'investissement.

4. Le pilotage des investissements

Les investissements ont parfois des justifications très différentes, mais ils doivent tous contribuer à améliorer d'une manière ou d'une autre la performance de l'entreprise. D'un point de vue stratégique, un investissement permet d'augmenter la valeur d'une entreprise en améliorant durablement sa position concurrentielle. D'un point de vue financier, un investissement permet de renforcer la valeur d'une entreprise en effectuant des sorties initiales de trésorerie en vue d'obtenir ultérieurement des rentrées supérieures. Les concepts de création de valeur et d'investissement sont ainsi étroitement liés.

Compte tenu des montants engagés, les investissements sont soumis à des procédures particulières. Les modèles financiers utilisés permettant de les sélectionner sont maintenant très standardisés. Ce sont les mêmes modèles qui sont utilisés pour évaluer la valeur d'une entreprise, d'une marque ou d'un actif quelconque et de sélectionner des investissements. Dans cette partie, nous aborderons uniquement la problématique du pilotage des investissements et leurs principaux indicateurs.