

Bonnes Feuilles



Compagnie des Conseils
et Experts Financiers

L'approche « VRC » dans l'analyse de la stratégie financière de l'entreprise



par Michel TERNISIEN
Economiste et auteur

L'analyse financière a pour finalité d'apprécier la qualité de la stratégie financière de l'entreprise dans le but de faire apparaître l'impact positif et négatif sur la croissance, les marges, les structures financières et les flux de trésorerie des décisions que les dirigeants ont prises.

Sur le plan méthodologique, il est important de pouvoir chiffrer les stratégies possibles en adoptant une vision marginaliste. Cette méthodologie qui combine valeur et variation marginale pourrait s'exprimer de la manière suivante : « Quel chemin choisir entre une stratégie qui serait fondée sur la croissance versus une stratégie reposant sur l'amélioration des marges ? ».

L'approche, décrite ci-après, pourrait se résumer par un sigle : « La valeur relative de la croissance ou VRC ». Elle se synthétise par un index, appelé index « VRC » qui rapporte le supplément de valeur d'un point de croissance au supplément de valeur d'un point de taux de marge.

Les données de l'entreprise « ETI »

“ **La démarche se structure en deux temps : dans un premier temps, on évalue l'entreprise « ETI » et dans un second temps, on calcule l'index « VRC » de l'entreprise « ETI ».** ”

Pour rendre plus concret cette démarche d'analyse financière, nous aurons recours à un cas d'application. La société « ETI » est une PME non cotée qui opère dans le secteur de la fabrication d'étiquettes et d'emballages pour le secteur du luxe. Travaillant avec des entreprises mondialisées et exigeantes en matière de respect de la qualité, « ETI » possède une très forte expertise dans son domaine.

« ETI » a réalisé fin 2022 un chiffre d'affaires de 40 M€ et dégage un EBIT de 6.12 M€, soit un taux de marge après amortissement de $6.12/40 = 15.3\%$. Le taux d'endettement net est de 53 % ce qui représente une structure de financement de composée de 65 % de fonds propres et 35 % de dettes financières nettes de la trésorerie. Cette structure, René FREVILLE, le dirigeant de « ETI », la considère comme un objectif qu'il souhaite

1 : $3.5\% * (1 - 30\%) = 2.45\%$

préservé dans le futur. Le taux d'impôt sur les bénéfices est de 30 %. Le taux d'intérêt de la dette nette est de : 3.5 % (soit : 2.45 % après impôt¹).

Le coût du financement en fonds propres de l'entreprise a été estimé à : 16.18 % (voir annexe 1). Enfin, la croissance annuelle à long terme de l'entreprise a été estimée à 1.9 %. Ce taux de croissance peut paraître faible mais il résulte des contraintes liées à la position de sous-traitance de « ETI » et aux exigences de qualité exprimées par les grands comptes du secteur. En échange, le dirigeant sait qu'il bénéficie à moyen terme d'une excellente reconduction de ses commandes.

Le dirigeant, René FREVILLE, souhaite, dans ce contexte, optimiser sa stratégie et s'interroger sur la priorité qu'il doit accorder soit à la maîtrise de la croissance, soit à la maîtrise de ses marges opérationnelles.

La démarche se structure en deux temps : dans un premier temps, on évalue l'entreprise « ETI » et dans un second temps, on calcule l'index « VRC » de l'entreprise « ETI ».



Phase I. Evaluation de l'entreprise « ETI »

Pour évaluer « ETI », on a recours à l'approche par les multiples. Cette approche suppose les étapes qui suivent.

1ère étape : Calcul du coût moyen pondéré des capitaux investis

On dispose des informations pour déterminer ce paramètre.

Tableau 1 : Calcul du coût moyen pondéré après impôt des capitaux investis

| Sources de financement | Coût après impôt de la source de financement | Pondération | Coût pondéré CMPC après IS |
|------------------------------|--|-------------|----------------------------|
| Financement en fonds propres | 16.18 % | 65 % | 10.52 % |
| Financement en dette nette | 2.45 % | 35 % | 0.86 % |
| Total | | | 11.38 % |

Comme on va avoir recours à la notion d'EBIT, il est nécessaire de déterminer le coût moyen pondéré des capitaux mais avant impôt, en tenant compte de la croissance prévisionnel à long terme (1.9 %).

$$\text{CMPC avant IS} = [(11.38 \% - 1.9 \%)/(1-30 \%)] + 1.9 \% = 15.44 \%$$

Le CMPC de l'entreprise avant impôt est de : 15.44 %.

2ème étape : Calcul du multiple de valorisation de l'entreprise « ETI »

Le multiple à long terme d'EBIT de l'entreprise « ETI » est de :

$$\text{Multiple de valorisation} = 1/(15.44 \% - 1.9 \%) = 7.39 \text{ fois.}$$

3ème étape : Valeur d'entreprise de « ETI »

L'EBIT de l'entreprise est de : 6.12 M€, ce qui donne une valeur totale de l'entreprise de : 6.12 M€ * 7.39 fois = 45.23 M€.

Le portefeuille des actifs de l'entreprise « ETI » peut être estimé à : 45.23 M€.

Ceci termine la première phase de la méthode « VRC ».

Phase II. Calcul de la valeur d'un point de croissance supplémentaire

Dans cette phase de l'approche « VRC », on raisonne de manière marginale. Pour cela, on va déterminer la valeur d'un point supplémentaire de croissance mais en supposant que toutes choses sont égales par ailleurs.



Un point de croissance supplémentaire a deux impacts : il diminue le CMPC et renforce le multiple de valorisation.

On détermine l'impact sur le CMPC avant impôt.

$$\text{CMPC avant IS} = [(11.38\% - 2.9\%)/(1-30\%)] + 2.9\% = 15.01\% \text{ au lieu de } 15.44\%$$

Un point de croissance en plus diminue le CMPC qui passe de 15.44 % à 15.01 %.

On calcule de nouveau la multiple d'EBIT mais en considérant une croissance non plus de 1.9 % mais de 2.9 % et un coût des capitaux de : 15.01% et non de 15.44 %. Cette nouvelle hypothèse modifie le multiple de valorisation. Il passe de 7.39 à 8.26.

$$\text{Multiple de valorisation} = 1/(15.01\% - 2.9\%) = 8.26 \text{ fois.}$$

La valeur d'entreprise devient alors de : 8.26 fois * 6.12 M€ = 50.55 M€.

$$\text{Un point supplémentaire de croissance vaut donc : } 50.55 \text{ M€} - 45.23 \text{ M€} = 5.32 \text{ M€.}$$



Phase III. Calcul de la valeur d'un point de marge supplémentaire

On va effectuer le même processus de calcul pour la marge. Le taux de marge actuel de « ETI » est de : 6.12 M€/40 M€ = 15.30 %. Un point de plus de marge (16.30 %) correspond à un EBIT de : 40 M€ * 16.30 % = 6.52 M€ soit un différentiel de : 6.52 M€ - 6.12 M€ = 0.40 M€.

Ce différentiel correspond à une variation de valeur de : 0.4 M€ * 7.39 fois = 2.96 M€.

Une amélioration d'un point du taux de marge avec une croissance de 1 % engendre un supplément de valeur de : 2.96 M€.

Phase IV : Calcul de l'index « VRC »

L'index de « VRC » est établi en faisant le rapport entre la variation de valeur d'un point de croissance supplémentaire et la variation de valeur d'un point de taux de marge supplémentaire.

$$\text{Index VRC} = [\text{Var valeur avec } + 1\% \text{ de croissance}] / [\text{Var valeur avec } + 1\% \text{ de taux de marge}]$$

Si ce rapport est supérieur à 1, cela signifie que la stratégie de croissance crée plus de valeur que la stratégie d'amélioration du taux de marge. Et inversement, si ce rapport est inférieur à 1. Plus cet indicateur est élevé, plus la stratégie de croissance s'impose comparée à la stratégie de la marge.

Qu'en est-il de la société « ETI » ? L'index RVC est le suivant :

$$\text{Index VRC de la société ETI} = \frac{5.32 \text{ M€}}{2.96 \text{ M€}} = 1.80$$

Conclusion

L'index VRC de la société « ETI » est supérieur à 1. On peut en conclure que la stratégie de croissance rapporte plus de valeur que celle qui consisterait à améliorer les marges. L'effet de levier est ici de 1.80. Cet index n'est pas très élevé. Il est de 1.80 et signifie que « ETI » génère 1.8 fois plus de valeur actionnariale en améliorant de 1 % sa croissance qu'en augmentant sa marge d'exploitation de 1 %.



Annexe 1 : Le coût du capital de la société « ETI »

L'entreprise « ETI » est une PME ne faisant pas appel publiquement à l'épargne et détient des titres qui ne sont pas liquides.

Si on suit la méthodologie de la CCEF, le supplément du coût des fonds propres lié à l'effet taille est de : 6.31%.

Le coût des fonds propres des sociétés cotées du CAC 40 est de : 2.99 % + 5.46 % = 8.45 % pour un coefficient de volatilité de 1.

Le coefficient bêta levered du secteur auquel appartient l'entreprise est de : 1.26.

Avant prise en compte de l'effet lié à l'effet taille des titres, le coût du capital de « ETI » est de : 2.99 % + 1.26*5.46 % = 9.87 %.

Si l'on tient compte du risque de non-négociabilité des titres, le coût des fonds propres de « ETI » est de : 9.87 % + 6.31 % = 16.18 %.

Retrouvez toutes les Bonnes Feuilles publiées

