



par
François-Xavier SIMON
 Directeur, CEGOS

Cash et contrôle de gestion

LES LEVIERS POUR CRÉER DE LA VALEUR SONT NOMBREUX. L'UN D'ENTRE EUX MÉRITE D'ÊTRE EXPLOITÉ EN CETTE PÉRIODE DE CRISE : LE CASH. COMMENT CONCILIER RENTABILITÉ DES CAPITAUX EMPLOYÉS ET GÉNÉRATION DE CASH ? EXPLICATIONS.

Comment faire converger la création de valeur et le *free cash flow* ?

L'HISTOIRE DE LA CRÉATION D'UNE ENTREPRISE connaît toujours les mêmes prémisses : un entrepreneur fort d'un projet crée une structure, il investit des capitaux et, conscient des besoins nécessaires au lancement de son activité, il collecte des financements complémentaires auprès de bailleurs de fonds (les banques en général). Grâce aux capitaux investis, il dispose d'une trésorerie qui lui permet d'investir et de doter son entreprise de capitaux employés, nécessaires pour l'exploitation de son activité (immobilisations et autres actifs et passifs d'exploitation qui représentent l'argent qui dort, appelé besoin en fonds de roulement « BFR »). Le créateur connaît bien la logique économique et financière qui contribuera au développement d'une activité pérenne.

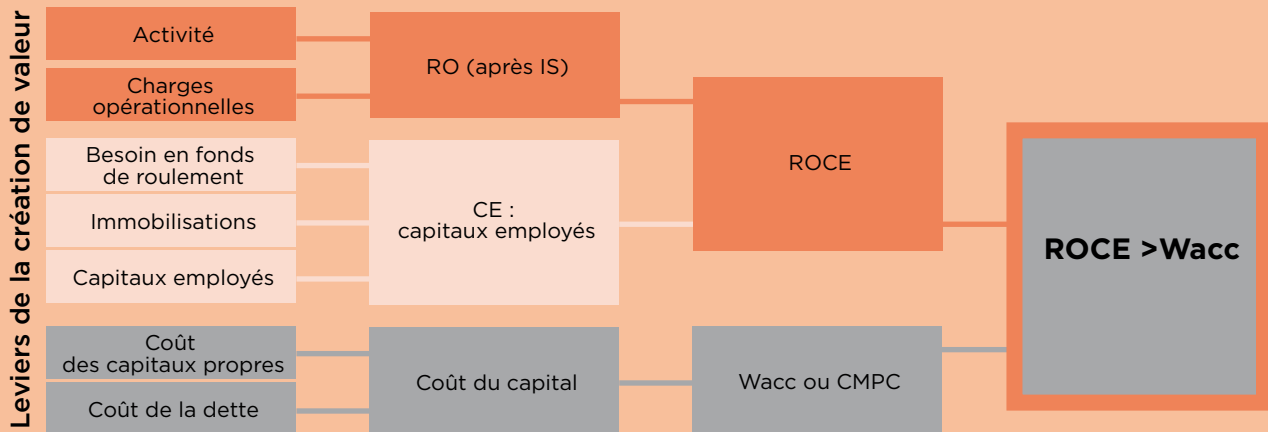
Les capitaux investis devront être rémunérés tout au long de la vie de l'entreprise à hauteur des risques pris par les deux partenaires fondateurs (actionnaire et banque) selon un taux communément appelé coût moyen pondéré du capital (CMPC, ou Wacc en anglais). Comment ? En générant une rentabilité des capitaux employés (ROCE¹) au moins égale au CMPC.

Les leviers pour générer un ROCE sont nombreux. Chaque décision ou toute bonne pratique opérationnelle offre davantage de valeur pour l'actionnaire. *L'arbre de création de valeur* ci-contre est une manière de résumer les différentes sources de création de valeur. Au niveau opérationnel, créer de la valeur pour l'actionnaire résulte de l'optimisation de la rentabilité opérationnelle et de la rotation des capitaux. La rentabilité découle du fait de bien vendre, de prospector, de conquérir et de rechercher sans

cesse de nouveaux clients, d'optimiser les coûts, etc. Des actions très concrètes permettent d'optimiser les capitaux employés. Elles visent par exemple à saturer les capacités de production, à disposer d'un niveau de stocks et encours adapté à l'activité, à éviter de facturer avec décalage ou encore, à faire respecter les délais de règlement des clients en éradiquant toute cause de retard de paiement. Tous les collaborateurs sont concernés par la création de valeur : les forces commerciales, les équipes de *front et back-office*, le directeur des ressources humaines, le juriste, le financier, l'informaticien, etc. Le bas de l'arbre (voir ci-contre CMPC) semble moins concerner les opérationnels et paraît être géré au niveau des directions générales et financières. Toutefois, il ne faut pas négliger l'impact de l'exposition aux risques sur le coût et l'accès aux capitaux. Depuis quelques années, les liens entre l'activité, la performance et les risques se sont fortement resserrés.

Pour assurer le développement de son activité en toute indépendance, le créateur sait qu'il devra générer des liquidités en flux suffisants pour honorer ses engagements pris à l'égard des investisseurs en capitaux. Comment ? Au niveau opérationnel, en générant un flux de cash (EBE ou Ebitda²) couvrant *a minima* les besoins liés à l'exploitation opérationnelle (variation du BFR et investissement net). Ce cash-flow libre opérationnel doit être positif pour rémunérer les apporteurs de capitaux et rembourser les prêts afin de s'affranchir de leur tutelle. L'approche de la création de valeur économique par le ROCE, de nature un peu statique, se décline en une version plus dynamique par le biais

Arbre de création de valeur



du *free cash flow*. Les points de convergence sont nombreux (cf. schéma : « *le long fleuve tranquille du cash* ») ; tant sur le plan des déclinaisons que sur le plan des modalités opérationnelles, notamment dans les domaines des leviers de la création de valeur ou des sources de génération de cash.

Les fondamentaux sont transposables dans les deux approches : le retour (RO) de la création de valeur devient l'EBE en matière de *free cash flow*. C'est la première source de cash opérationnel ; la seconde source de valeur — les capitaux employés —, se décline en variation du BFR et en investissements nets dans la version dynamique du *free cash flow*. On distingue les convergences conceptuelles des sources opérationnelles.

LES FONDAMENTAUX DES CONVERGENCES CONCEPTUELLES

Les apporteurs de capitaux raisonnent de manière à avoir un retour sur leur investissement. Il en est de même pour l'entreprise car les capitaux employés par les opérationnels sont couverts à l'euro près par ces capitaux (ressources). Le retour sur capitaux employés, c'est-à-dire la performance attendue, est en fait le produit d'une rentabilité opérationnelle (cash-flow opérationnel) rapportée au chiffre d'affaires par la rotation des capitaux et mesurée par rapport au même chiffre d'affaires. Pour qu'il présente un caractère durable, il convient de s'appuyer sur les investissements, en particulier, dans le domaine de l'humain et de l'immatériel. Par ailleurs, chaque salarié doit influencer sur la valeur de par ses décisions, ses actions, ses bonnes pratiques, tant en matière d'investissement qu'au niveau de l'exploitation courante. Dernier principe qui découle du précédent : le repli sur soi n'est pas une source de

valeur sur la durée. Seule la génération de cash associée à la croissance est la garantie d'une création de valeur durable ; à condition qu'elle s'accompagne d'investissements humains, techniques, matériels et immatériels.

Pour générer du cash ou créer de la valeur de façon durable, le dirigeant peut avoir recours à plusieurs leviers. Au niveau opérationnel, il améliorera la rentabilité des capitaux employés par un accroissement d'une part du résultat généré par son activité récurrente, d'autre part de l'investissement dans des projets dont la rentabilité du capital employé est supérieure à son coût et bien évidemment, il veillera à son activité en terme de chiffre d'affaires. Il peut également réduire les capitaux employés pour l'exploitation par des cessions d'actifs (désinvestissement) et une diminution du BFR. À l'échelon des directions générales et financières, il est possible d'optimiser le coût des capitaux investis par les actionnaires et les banques : soit en utilisant l'effet de levier, qui consiste à optimiser son endettement au regard du coût de ses fonds propres tout en évitant l'effet massue (coût financier de l'endettement supérieur au résultat d'exploitation) ; et/ou en renforçant ses dispositifs de maîtrise et contrôle des risques ; ou encore en clarifiant sa communication externe auprès des décideurs, des groupes d'opinions, des partenaires et des bailleurs de fonds.

LES SOURCES DE CASH OPERATIONNELLES

Les sources de cash relatives aux capitaux employés ont de nombreuses origines. L'une d'elles provient des immobilisations et donc des investissements. Il n'est pas rare de constater un certain nom- ■■■

Dossier Cash et contrôle de gestion

■ ■ ■ bre de lacunes, telle que l'absence de gestion proactive des immobilisations : mise au rebut, cession, recensement et optimisation du parc existant, si ce n'est l'absence de recherche de solution alternative (gérer, c'est choisir) débouchant sur des renouvellements systématiques. De même, les stocks s'avèrent être une source de cash. Après analyse détaillée des pratiques de gestion, il est souvent observé que le planning des projets ne prend pas en compte les jalons de paiement ou encore l'absence de courbe des encaissements et décaissements de chaque projet. Les comptes clients représentent également des mines insoupçonnées de cash. Ainsi, dans le domaine de la négociation, il convient de renforcer les compétences des vendeurs sur les interactions prix/conditions de paiement. Les termes et conditions de paiement ne sont pas adaptés aux risques inhérents aux contrats. En ce qui concerne le processus de facturation, il convient d'éviter l'émission des factures en fin de mois et de procéder aux facturations au fil des livraisons. Ce décalage entraîne des reports de facturation. La présence d'un responsable chargé de gérer le cash améliorerait son exploitation. Enfin, du côté des fournisseurs, il n'est pas rare de constater l'absence de coordination entre les achats, la logistique et la gestion des stocks et encours. De même, des paiements anticipés lors de livraisons en avance faites par les fournisseurs pénalisent les liquidités. Le département achat pourrait être jugé également sur la base des

conditions de paiement et non uniquement sur son habileté à acheter au plus faible coût. Il existe d'autres sources inexploitées de cash affectant le compte de résultat (cf. dossier sur la réduction des coûts n° 262, février 2009).

En matière de performance économique, les bonnes pratiques opérationnelles semblent toujours relever du bon sens lorsqu'elles sont évoquées et les financiers en connaissent la nature précise. Le véritable enjeu consiste à créer une culture de la performance économique au sein de l'entreprise. Par « culture » il faut comprendre, non pas la culture générale, mais la culture d'entreprise, cette culture qui transparaît et qui caractérise une entreprise, au point d'être citée en référence. À quoi tient-elle, si ce n'est à des postures, des comportements, des bonnes pratiques et des réflexes qui sont profondément ancrés dans les gènes des salariés ? Il appartient aux directions économiques et financières de mettre en place, d'accompagner et de suivre ces petits ruisseaux qui font les grandes rivières. En cette période de crise et de ralentissement économique, il est bon de garder en tête que : « *Sales is vanity, profit is sanity, cash is reality.* » ■

1. Return on capital employed, ndlr.

2. Excédent brut d'exploitation ou Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

Le long fleuve tranquille du cash

