

Sociétés de distribution et e-commerce, comprendre les ADN et saisir les ruptures

Quels enseignements et erreurs à éviter et quels conseils donner à des jeunes analystes financiers s'intéressant au secteur de la distribution¹? Cette problématique, présentée devant la commission Évaluation de la SFAF, rappelle que l'analyse financière de ce secteur a ses propres particularités. Certains indicateurs clés sont à privilégier et certains ratios, d'apparence simple, révèlent quelques complexités.

Le secteur de la distribution a été confronté ces 20 dernières années à deux ruptures majeures : l'irruption de l'e-commerce à la fin des années quatre-vingt-dix et la crise économique et financière de 2008 et 2009.

Aussi, un des premiers conseils pour avoir une meilleure vision et analyse serait de construire une base de données la plus longue possible (en nombre d'années) et rationnelle (en nombre de sociétés suivies) afin de pouvoir constituer des comparables et des *benchmarks* qui éclaireront rapidement les professionnels (analystes financiers, opérateurs du secteur, banquiers d'affaires). Une autre recommandation serait de concentrer les efforts sur les évolutions d'un nombre limité de ratios.

L'expérience démontre qu'au-delà de facteurs généraux – comme la fiscalité, la concurrence, etc. –, chaque secteur a ses données et ses « fondamentaux » : le cours du pétrole, la parité du dollar, le cours des matières

premières pour le monde pétrolier et les opérateurs miniers, le niveau des taux d'intérêt et de l'inflation pour les banques, les capacités de production pour les sociétés industrielles, les innovations technologiques pour le secteur du numérique. Ces facteurs cités ne sont évidemment pas exhaustifs et sont peut-être réducteurs. D'autres éléments, soit spécifiques, soit généraux (taux d'intérêt, fiscalité, concurrence, etc.) interviennent, mais on retrouve généralement un ou deux *items* décisifs pour chacun de ces secteurs.

Pour la distribution, l'élément décisif est le chiffre d'affaires, dont sont fortement dépendants les autres postes du compte de résultat. C'est surtout son évolution sur longue période qui est déterminante. Georges Plassat, PDG de Carrefour, le rappelait encore en mars dernier lors de la présentation des résultats 2016 de son groupe : « *Le CA (et son évolution) reste le critère décisif de la distribution* ». La mesure de cette évolution, sous son apparente simplicité,

masque en réalité quelques complexités.

À PROPOS DE CROISSANCE ORGANIQUE

Pendant longtemps, on a ainsi considéré qu'à côté de l'évolution factuelle du CA, ce qui comptait, pour les analystes et professionnels du secteur, c'était la croissance organique et la croissance en comparable, ces indicateurs permettant d'isoler dans la croissance réelle les évolutions liées au périmètre, aux variations des changes ou au développement du parc. Cette évolution du CA en comparable était le critère privilégié, il y a 20 ou 30 ans, avant les consolidations nationales et lorsque la croissance par duplication du nombre de magasins était encore largement possible. Il s'agissait alors « du » critère pour comparer les dynamiques propres à chaque enseigne.

Mais cette notion est-elle toujours aussi opérante aujourd'hui? Et de quelle croissance organique parle-



ALEXANDRE CASAS, MEMBRE DE LA SFAF, EST ASSOCIÉ-GÉRANT ET CO-FONDATEUR DE CASAS & ASSOCIÉS.

Il a débuté sa carrière par l'inspection à la Société Générale, avant de devenir en 1987 analyste financier *sell-side* sur le secteur de la distribution. Il a fondé en 2009, avec Christelle Raux, Casas & Associés, société spécialisée dans la veille stratégique et financière sur les secteurs de la distribution alimentaire, non-alimentaire, e-commerce et de l'immobilier commercial. Alexandre est licencié ès Lettres et diplômé de l'IEP Paris en 1981.



CHRISTELLE RAUX, ASSOCIÉE ET CO-FONDATEUR DE CASAS & ASSOCIÉS,

est diplômée et membre de la SFAF. Titulaire d'un DEA Monnaie et Finances (Paris X) en 1995, elle débute sa première expérience d'analyste financier en 1997.

t-on, lorsque l'on cumule (et donc compare) des croissances organiques dans un pays de très faible inflation (voire nulle ou négative) avec une croissance organique forte dans un pays soit de tradition, soit devenu inflationniste, comme le Brésil, le Venezuela, l'Argentine, le Mexique, la Turquie et même la Russie. Pourtant, de nombreux groupes de distribution mettent en avant ce critère, sans dissocier cette inflation.

À côté de cette notion de croissance organique, on trouvera d'autres notions comme la variation à changes constants, hors effets calendaires et la multiplication des notions de CA (CA HT, CA TTC, commercial, volume d'affaires, sans essence, avec essence...). Autant d'indicateurs et de vocabulaires supplémentaires auxquels devra se familiariser un non initié au secteur de la distribution. À titre d'exemple, le groupe Carrefour ne fournit, de manière trimestrielle, pas moins de cinq notions différentes de variation de son CA TTC : variation totale à changes courants avec essence, variation totale à changes constants avec essence, variation à magasins comparables avec essence, variation à magasins comparables hors essence et hors calendaire et, enfin, variation organique hors essence et hors calendaire.

Autre exemple lié à la communication des variations en comparable, avec la société norvégienne d'articles de sport XXL. Lors de la publication de ses résultats annuels 2016, remarquables au demeurant, la société a publié les variations de son CA en comparable dans ses

Pour la distribution, l'élément décisif est le chiffre d'affaires, dont sont fortement dépendants les autres postes du compte de résultat. C'est surtout son évolution sur longue période qui est déterminante. Georges Plassat, PDG de Carrefour, le rappelait encore en mars dernier lors de la présentation des résultats 2016 de son groupe : « Le CA (et son évolution) reste le critère décisif de la distribution ».

trois pays : des hausses de 5,6 % en Norvège, 6,3 % en Suède et 13,3 % en Finlande mais, curieusement, une progression de 4,2 % au niveau du groupe. À l'avenir, la société devrait davantage clarifier ces variations. Pour cette raison, et c'est une autre illustration de la notion de CA dans le secteur de la distribution, la décision de Fnac Darty de ne plus communiquer les CA respectifs des enseignes Fnac et Darty peut être perçue comme une régression.

EBITDA OU ROCE ?

Un autre indicateur clé dans la distribution est l'EBITDA, qui trouve toutefois ses limites dans plusieurs

situations :

- 1- la multiplication de la notion d'*adjusted* EBITDA, avec des retraitements qui ne sont pas toujours réalisables de l'extérieur par manque d'information sur les méthodes et les données retenues, et une notion trop souvent déployée par les sociétés américaines sans que la SEC et les autorités de régulation ne s'en émeuvent ;
- 2- la situation de sociétés endettées dans des pays à fort taux d'intérêt : compte-tenu du poids des charges financières, il ne paraît pas adapté de raisonner, pour juger d'un modèle économique d'une société, sur la base de l'EBITDA mais du résultat courant, qui

intègre le résultat financier.

On soulignera également le cas de sociétés comme McDonald's, qui exerce à la fois une activité d'opérateur de restaurants en propre et de franchiseur (son CA consolidé étant composé d'une part du CA des restaurants en propre et, d'autre part, des commissions versées par ses franchisés). L'analyse des performances de ce type de sociétés doit intégrer cette spécificité, l'activité de franchise, fortement rémunératrice, venant perturber la lecture et l'analyse des ratios de rentabilité.

Au ratio trompeur de l'EBITDA, nous préférons donc le ratio plus fin du ROCE (*Return On Capital Employed*), très complémentaire de l'analyse du CA sur longue période et, en plus, très facile à calculer. Ce ratio est d'autant plus adapté à la distribution et à l'e-commerce qu'il permet notamment de mesurer à la fois l'intensité capitalistique d'une société et sa rentabilité et ce, indépendamment du niveau des taux d'intérêt. Il est notamment très « efficace » et pertinent, selon nous, pour déterminer les sociétés ayant les meilleures progressions boursières sur longue période. Enfin, les ruptures sont immédiatement lisibles et le travail de l'analyste consiste surtout à en expliquer les causes.

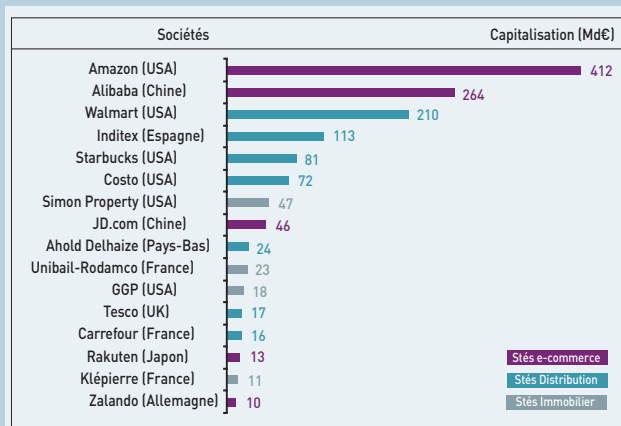
En guise de conclusion, et adepte du temps long cher à l'historien Fernand Braudel, nous sommes donc défenseurs des séries longues pour les comptes des sociétés, sur 10 à 15 ans, et plus quand c'est possible (nous disposons des comptes de Walmart depuis 1972, ►

LES TEMPS CHANGENT, LES CRITÈRES D'ANALYSE AUSSI : L'EXEMPLE DE LA DISTRIBUTION

Il y a quelques années, le critère pertinent pour « classer » les sociétés du monde de la distribution était soit celui du CA, soit celui de la rentabilité. Avec le développement des marchés financiers et de l'e-commerce, le critère prioritaire paraît être celui de la capitalisation boursière.

Dans les quatre secteurs suivis par Casas & Associés (distribution alimentaire, non-alimentaire, e-commerce et immobilier commercial), ce critère de la capitalisation boursière nous paraît le plus décisif. Ainsi, même si le nom de Walmart continue de s'imposer dans la distribution « classique », avec une capitalisation boursière de 230 Md\$ (face à un CA 2016 de 481 Md\$), le phénomène de l'e-commerce bouleverse les classements.

Le tableau suivant, qui réunit les 4 secteurs évoqués, est effectué avec le critère de la capitalisation boursière (Md€ au 3 mai 2017). Il est particulièrement intéressant et illustratif de la mutation du secteur de ces 20 dernières années : Amazon s'impose comme le leader mondial de ce secteur pris au sens large. Amazon vaut 10 fois la capitalisation cumulée de Carrefour et de Tesco et vaut quasiment deux fois Walmart : qui l'aurait cru il y a 15 ans ?



Capitalisations en Md€, basées sur les parités suivantes du 3 mai 2017 : 1\$ = 0,916€ ; 1£ = 1,183€ ; 1000 Yen = 8,159€

Sources : Reuters, Casas & Associés

Au ratio trompeur de l'EBITDA, nous préférons donc le ratio plus fin du ROCE (Return On Capital Employed), très complémentaire de l'analyse du CA sur longue période et, en plus, très facile à calculer. Ce ratio est d'autant plus adapté à la distribution et à l'e-commerce qu'il permet notamment de mesurer à la fois l'intensité capitalistique d'une société et sa rentabilité et ce, indépendamment du niveau des taux d'intérêt.

soit une série de 35 ans!). Ce travail préalable permet ensuite de se concentrer sur les 2 notions les plus pertinentes : l'évolution du CA et celle du ROCE. L'analyse de celles-ci sur la plus longue période de temps possible permettra ainsi de comprendre l'ADN d'une société, d'en noter, le cas échéant, les ruptures, afin d'en comprendre leurs significations et leurs conséquences. Ainsi, une nouvelle fois la phrase de Nicolas Boileau dans *L'Art poétique* prendrait tout son sens : « *Ce qui se conçoit bien s'énonce clairement et les mots pour le dire arrivent aisément* ». ■

(1) Ce sujet a fait l'objet d'une présentation auprès de la commission Évaluation de la SFAF en mars 2017, dont les principaux éléments sont repris dans cet article.