

Le "**Benchmarking**", ou comment améliorer ses performances en analysant très précisément celles de ses concurrents. L'exemple du groupe Total avant les fusions.

Ce mot anglais barbare signifie en fait quelque chose comme *prise de marque à partir d'un repère fixe*, il peut renvoyer plus poétiquement aux prises de marque sur un établi de menuisier ; travail de marqueterie en somme.

Plus précisément, en analyse stratégique, cette méthode consiste à :

- **analyser les performances** à partir d'un ou de plusieurs facteurs de succès en **comparant** les performances de l'entreprise avec celles de firmes étalons,
- **déterminer les écarts, les analyser**
- et **définir** un niveau de performances à atteindre.

La « théorie » est donc élémentaire ; ce n'est que sa pratique qui permet de l'éclairer.

On l'éclairera dans ce cours par l'analyse du secteur pétrolier pour mettre en valeur les forces et faiblesses du groupe pétrolier Total, avant sa fusion avec Fina puis Elf. Mais on peut l'illustrer à partir de l'exercice introductif correspondant.

Nous utilisons ici les analyses du cabinet Salomon Smith Barney¹, antérieures aux deux fusions avec Fina et Elf².

Notre conclusion globale est la suivante, étayée par les tableaux et graphiques joints³.

* La rentabilité des capitaux propres de 1995-1996 est bien en queue de peloton, inférieure à 10 %, alors que la moyenne de la profession est de 15 % environ.

* Mais la rentabilité pour l'actionnaire est par contre en tête de peloton : premier sur 1991-1996 ; juste derrière Shell et BP sur 1992-1997, non pas grâce au rendement (dividende / valeur de l'action) très faibles, moins de 5 % - mais comme un peu tout le monde - mais aux plus-values dues à l'envolée des cours sur les années 90s. C'est encore le cas sur 1996-1997.

* Total reste "petit" en terme de valeur des compagnies : quand en 1996 Shell et Exxon pèsent chacun 180 ou 160 G\$ (autour de 1000 GF, le dixième du PIB français ! ...), Total au 11^e rang, pèse moins de 30 G\$.

* Total investit beaucoup plus relativement en moyenne sur 1994-1996 que ses concurrents, avec un cash flow insuffisant : d'où un rapport investissement / cash flow supérieur à 100 % sur cette période. Ce qui fait naître des besoins de financement.

¹ *Global Equity Research, Oil and gas (Etude d'ensemble sur les capitaux propres, pétrole et gaz)*, janvier 1998.

² Les années futures, postérieures à 1997, sont évidemment des estimations des auteurs ; il en est de même quelquefois pour les années récentes. Certaines années n'apparaissent pas, soit dans le passé, soit dans le futur, selon les tableaux. Par ailleurs, nous avons utilisé les données calculées en monnaies locales, et non en dollar, car les mouvements de yo-yo de ce dernier peuvent polluer l'analyse. Enfin, nous ne sommes remontés que jusqu'à 1994 ; on trouvera des références plus anciennes concernant le début de la décennie 90s dans nos analyses précédentes des deux premières parties.

³ Voir les synthèses de cette leçon. Nous avons gardé les termes anglo-saxons, très courants dans la profession. Ils sont quelquefois traduits en français, mais on y gagne peu de chose en clarté ; il va de soi que nous avons expliqué ces "gros mots"... en français.

* Or, curieusement, Total est caractérisée par un très faible endettement net, comparé aux fonds propres, donc un levier très petit, il est vrai comme les deux géants Shell et Exxon.

Ce dernier point est de la plus haute importance : ce qui était une force dans les années de faible rentabilité économique et de hauts taux d'intérêt, devenait au milieu de la décennie 90 une faiblesse quand la rentabilité économique s'était fortement rétablie et quand les taux d'intérêt avaient chuté.

Les ratios boursiers de base

Le *PER* - P/E, prononcer "pi-i" en anglais - aussi souvent appelé en français "multiple ou coefficient de capitalisation des bénéfices que les gens s'en vont à la campagne en "fin de semaine" - est l'outil de base des boursiers. Total, très mauvais en début de décennie, se rapproche de la moyenne en 2000.

Il en est de même pour le *Price Cash Flow multiple*, corrigé ou non des différences d'endettement.

Total distribue par ailleurs la même part de son résultat net que ses concurrentes européennes, autour de 40 % ; les Américaines sont beaucoup plus "généreuses". On trouve la même différence en terme de rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres comptables : au milieu des années 90, Total, comme les Européennes, était caractérisé par une capitalisation boursière deux fois supérieure à ce que décrivent ses livres.

Les investissements et leur autofinancement

Les taux d'accumulation sont en fait assez peu différents entre les entreprises, sauf curiosités : le taux de croissance des actifs est d'environ 25 % par an.

On retrouve un besoin de financement de Total en général supérieur à ceux de ses concurrentes, autrement dit ce que traduit le ratio *Investissements / cash flow*. Mais, sauf en 1995 et 1997, le ratio est inférieur à 100 %. En 2000 par exemple, selon les prévisions des auteurs, les investissements ne représenteraient plus que 84 % du cash flow.

Les critères de rentabilité et l'effet pervers de l'effet de levier à Total

Le critère le plus pertinent de rentabilité intrinsèque ou économique d'une entreprise est sa rentabilité économique mesurée par le Résultat Opérationnel / capitaux économiques mis en oeuvre.

Le ratio *ROAIC*, le rendement moyen des capitaux investis inclut les BFR dans les capitaux investis ou mis en œuvre ; il n'est pas pollué par les importantes liquidités nettes détenues à l'actif. Selon ce ratio, Total était en effet en début de décennie et jusqu'en 1995 moins rentable que ses concurrents, mais à partir de 1997 il devient bien plus rentable. En 1997, il n'est devancé que par BP. C'est le bond dû au développement de l'amont, mais aussi les bonnes marges de raffinage de l'Aval.

Les autres critères de rentabilité ne sont pas aussi avantageux pour Total, même si le redressement est évident sur la seconde moitié de la décennie.

En particulier, ce qui intéresse l'actionnaire : le *ROAE*, le rendement moyen des capitaux propres comptables ("Equity"). Très à la traîne en début de décennie, jusqu'en 1995, le retard est en partie comblé à partir de 1996, et surtout en 1997. Mais en partie seulement.

Comment Total, médaille d'argent en rentabilité économique, se trouve-t-il en queue de peloton en terme de rentabilité financière des capitaux propres.

A cette "colle", l'étudiant débutant en analyse financière répond immédiatement : par l'effet de levier.

En effet, le faible levier de Total (autour de 20 % de dettes nettes / capitaux propres, 23 % en 1997) multiplie... faiblement le différentiel entre la rentabilité économique et le coût des

capitaux empruntés : en 1997 13 % de rentabilité financière nette contre 12,3 % de rentabilité économique.

D'autres facteurs entrent également en jeu, mais l'une des explications de la faible rentabilité financière de Total se trouve sans aucun doute dans la stratégie de faible endettement décidée en début de décennie, et peut-être contre-productive dans la période actuelle.

La stratégie de trésorerie d'un épais matelas de liquidités, contrepartie - mais pas en totalité - de lignes de crédit en dettes, brouille également l'interprétation des différents ratios de rentabilité économique.