

GESTION CROISSANCE : TOUT COMMENCE PAR LE CHIFFRE D'AFFAIRES

PAR PIERRE LAMELIN

Gestion de fonds et sélection des arbres

« Regarder les arbres grandir et sélectionner les espèces présentant un potentiel de croissance durable » : jamais je n'aurais pensé faire un jour un tel parallèle pour décrire le métier de gérant de portefeuille, mais c'est ainsi que me l'a présenté un gérant senior de Comgest lorsque nous avons évoqué l'approche de Comgest centrée sur les valeurs de croissance et de qualité. L'analogie avec la croissance des arbres ne renvoie pas réellement aux cours de bourse, ou du moins pas directement, mais à l'augmentation progressive des bénéfices des sociétés en portefeuille. En effet, nous sommes convaincus que les meilleures performances sont générées par les actions des entreprises capables d'accroître durablement leur bénéfice par action sous certaines conditions : croissance autofinancée et rentabilité suffisante du capital investi.

À long terme, les prévisions bénéficiaires importent plus que les multiples de valorisation, comme l'illustre l'exemple suivant : par souci de simplification, nous considérons que le cours de l'action d'une entreprise est égal au produit de son bénéfice par action (BPA) à un moment donné et de son ratio Cours/Bénéfice (PER). On peut supposer qu'au fil du temps, l'estimation par le marché du PER d'une valeur de croissance peut varier entre - disons - 10 et 35x, soit une amplitude d'environ 300 %. Cela peut sembler élevé, mais ce n'est rien comparé à la variation maximale que peuvent enregistrer sur une période de plus de dix ans les bénéfices d'une entreprise en croissance. À titre d'exemple, si l'on part de l'hypothèse d'une croissance annuelle du BPA de 13 % sur 10 ans, on arrive à un multiple compris entre 1 et 4. Si l'on cumule la croissance des bénéfices sur 25 ans, ce multiple se situe alors entre 1x et 21x : une amplitude sept fois plus importante que le multiple de valorisation !

| Cours de l'action = | PER x | BPA |
|---------------------|----------|----------|
| Amplitude sur | | |
| 5 ans | [10-35x] | [1-2x] |
| 10 ans | [10-35x] | [1-4x] |
| 25 ans | [10-35x] | [1-21x] |
| 50 ans | [10-35x] | [1-450x] |

Note : BPA CAGR de 13%

Graphique 1 : Amplitude du PER et du BPA au fil du temps
Source : Comgest

L'exercice qui consiste à prévoir les bénéfices et leur durabilité est donc non seulement plus intéressant que celui consistant à miser sur les multiples de valorisation (il s'agit d'analyser les entreprises à partir de l'économie réelle), mais il constitue également une approche plus logique si l'on se place du point de vue de la performance totale générée à long terme par les actionnaires. Il est généralement nécessaire d'avoir une connaissance approfondie d'une entreprise et du secteur dans lequel elle évolue pour prévoir l'évolution à long terme de ses bénéfices.

Il existe diverses façons d'accroître le bénéfice par action...

Pour se développer, un arbre a généralement besoin d'air, de lumière, d'eau et des nutriments contenus dans le sol. Qu'en est-il des bénéfices des entreprises ? Le tableau suivant (graphique 2) récapitule de manière synthétique les principales sources de croissance du BPA dans un compte de résultat classique.

...mais la croissance organique des ventes demeure le moteur le plus intéressant

Abstraction faite pour le moment de la croissance organique des ventes, une entreprise peut accroître son bénéfice par action en agissant sur les leviers suivants :

GESTION CROISSANCE : TOUT COMMENCE PAR LE CHIFFRE D'AFFAIRES

| (% var.) | | |
|----------------------|---|---|
| Chiffre d'affaires | (+) croissance organique (+/-) acquisitions / cessions (+/-) devises | Croissance portée par les mega-trends. Gains de parts de marché grâce à des produits/services innovants, nouveaux segments, géographies ou magasins. Prix. Découpage classique : volume, prix, mix produits Marchés fragmentés ? Nouvelles activités ? En général moins récurrent. |
| Marge opérationnelle | (+) levier opérationnel (-) levier inversé | Coûts plus faibles, mix produits/geo/activités positif, synergies post-acquisitions Coûts plus élevés, mix négatif |
| Finance | (+) Désendettement, coût de la dette inf. (-) Endettement, coût de la dette sup. | Génération de liquidités Financement du investissements, fonds de roulement, acquisitions, dividendes, rachats |
| Nb d'actions | (+) Rachats & annulation (-) Émission | Augmentation de capital ou rémunération en actions |
| BPA | > 10% ? | |

Graphique 2 : Principaux moteurs de la croissance du BPA dans un compte de résultat classique
Source : Comgest

| (% var.) | | Jerónimo (FY12) | SAP (FY12) | Diageo (FY13) | Nestlé (FY12) | Sodexo (FY12) | ARM (FY12) |
|--------------------------|---|-----------------|------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| Chiffres d'affaires | (+) croissance organique (+/-) acquisitions/cessions (+/-) change | +12 | +8 | +5 | +6 | +6.5 | +16 |
| Marge opérationnelle | | +0 | +2 | +2 | +2 | +4 | +0 |
| Finance, impôts & autres | | -2 | +4 | -1 | +2 | +3 | +1 |
| Nb actions | | -5 | -3 | +4 | +2 | -1 | +1 |
| BPA | | +1 | -4 | +2 | +0 | -0 | +1 |
| | | +0 | +0 | -1 | +0 | +2 | -1 |
| | | +6 | +7 | +11 | +12 | +14 | +18 |

Graphique 3 : Moteurs de croissance du BPA de 6 entreprises pour leur dernier exercice
Source : Comgest

- Acquisitions : Presque toute acquisition a une incidence positive sur le BPA dans l'environnement de taux bas actuel. Certains groupes sont passés maîtres dans l'art d'intégrer les entreprises acquises. Ainsi, un tiers de la croissance du chiffre d'affaires généré par SAP ou Dassault Système au cours des dix dernières années est le fruit de leur stratégie d'acquisitions et cette proportion atteint 50 % pour Essilor. Mais il s'agit là d'exceptions et les opérations d'acquisition sont généralement moins fréquentes, ce qui rend plus difficile l'établissement de prévisions de bénéfices.
- Devises : totalement imprévisible.
- Marges : le levier opérationnel est limité : il ne peut dépasser 100 % en théorie ! Certaines entreprises ont pu doper la croissance de leurs bénéfices grâce à des gains de marges exceptionnels, mais cela ne dure généralement qu'un temps.

Il importe de garder à l'esprit que plus la marge est élevée, plus l'impact du levier opérationnel

est faible : une entreprise affichant des ventes stables et une marge en hausse de 10 % à 13 % (+300 bps) voit son EBIT augmenter de 30 % ; une entreprise affichant des ventes stables et une marge en progression de 300 bps, passant de 30 % à 33 %, voit son EBIT augmenter de 10 % seulement.

- Résultat financier : il peut contribuer de manière significative à la croissance du résultat net des entreprises qui réduisent leur endettement et génèrent en parallèle des liquidités (par exemple Pernod Ricard qui a réalisé plusieurs grosses acquisitions dans les années 2000), notamment dans un environnement de taux bas. Inversement, toute utilisation de la trésorerie ayant pour objet de satisfaire le besoin en fonds de roulement, de réaliser des investissements, de procéder à une acquisition, de verser des dividendes ou de racheter des actions, doit être financée, ce qui pèse sur le résultat financier.
- Taux d'imposition : je ne prendrais pas le risque de parier sur sa baisse à long terme.

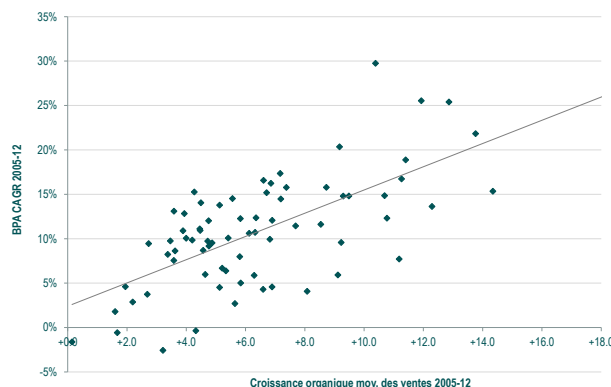
GESTION CROISSANCE : TOUT COMMENCE PAR LE CHIFFRE D'AFFAIRES

- Rachat d'actions : ce type d'opération joue un rôle de plus en plus important dans la croissance du BPA, notamment celui des entreprises américaines. La moitié de la croissance du BPA des cigarettiers occidentaux provient par exemple du rachat d'actions.

À l'opposé de ces différents leviers, la croissance organique, qui se définit comme la croissance des ventes totales hors impact des taux de change et des acquisitions/cessions, semble être le moteur le plus durable des résultats à long terme, dans la mesure où son potentiel est illimité. En outre, la contribution de ce levier peut être beaucoup plus stable que celle des autres moteurs du compte de résultat. La croissance organique peut prendre différentes formes : tendances de fond (vieillesse de la population, externalisation, essor de la classe moyenne dans les pays émergents), croissance du marché (lait infantile, diabète, cloud computing, produits de luxe) et, bien sûr, gains de parts de marché, grâce notamment à une offre de produits ou services innovants, à l'émergence de nouveaux segments, à l'implantation dans de nouveaux pays ou encore, bien sûr, grâce à la combinaison classique, mais éprouvée, de l'ouverture de magasins et de la croissance des ventes des magasins existants (Inditex, Sephora). Nous reviendrons plus en détail sur certaines de ces sources de croissance dans de prochaines lettres d'investissement.

Selon nos estimations, la croissance à long terme des BPA est attribuable à hauteur de plus des deux tiers à celle des chiffres d'affaires et à hauteur de 50% exclusivement à celle des ventes à périmètre et changes constants. Notre analyse montre une forte corrélation entre la croissance organique des ventes et la croissance bénéficiaire, et au final, la performance totale générée par les actionnaires.

Ce seul indicateur n'est bien sûr pas toujours parfait, notamment lorsque la croissance s'avère trop coûteuse, tant sous l'angle de la marge (comme ce fut le cas pour Danone ces dernières années) que de la trésorerie/capital utilisés (BFR élevé ou investissements productifs substantiels). Ou elle peut refléter le niveau élevé de l'inflation dans une région dont la monnaie s'est dépréciée (Jeronimo Martins, Colgate-Palmolive, Edenred).



Graphique 4 : Corrélation entre la croissance organique des ventes et la croissance du BPA en Europe
Source : Comgest

Croissance plus élevée, volatilité plus faible : les deux peuvent-ils vraiment aller de pair ?

Face à ce constat, Comgest a développé une base de données exclusive recensant des informations sur la croissance organique des ventes de centaines d'entreprises européennes sur une certaine période, au minimum un cycle économique complet. Les informations fournies par les entreprises sur la croissance de leurs ventes à périmètre et changes constants n'étant pas toujours fiables, nous avons vérifié, recalculé et corrigé chaque donnée, le cas échéant, qu'il s'agisse de retraiter l'impact d'une acquisition (certains secteurs comme l'informatique et l'édition logicielle communiquent très mal sur le sujet) ou inversement de réintégrer l'impact d'une mauvaise nouvelle, lorsqu'une entreprise cotée a pris la liberté d'adapter sa communication financière suite à la perte d'un gros contrat ou d'une ligne de produits.

Cette base de données nous a permis de classer les entreprises et de repérer ainsi celles qui affichent une croissance rapide ou pas, les plus régulières/les moins volatiles et celles qui ont tendance à accélérer/décélérer. Nous n'avons pas été surpris de constater que beaucoup d'entreprises de notre portefeuille figuraient en tête de liste en termes de croissance, ou dans le bas du classement en termes de volatilité, ce qui est conforme à notre stratégie d'investissement dans les valeurs de croissance de qualité.

GESTION CROISSANCE : TOUT COMMENCE PAR LE CHIFFRE D'AFFAIRES

Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures, mais :

- La volatilité historique ne ment pas. Il y a de fortes chances qu'une entreprise qui a été affectée par un stockage/un déstockage le soit à nouveau à l'avenir.
- Un long historique peut s'avérer utile pour nous permettre de valider nos prévisions de ventes et de bénéfices en interne : est-il véritablement réaliste d'espérer que l'entreprise Z puisse afficher une croissance organique à deux chiffres de ses ventes en 2014 alors que cette croissance n'a jamais dépassé 4 % depuis plus de dix ans ?
- Notre base de données a identifié des douzaines d'entreprises dont les ventes à périmètre et changes constants n'ont jamais baissé, y compris en 2009, une année particulièrement défavorable. Ce n'est pas rien !

Pour conclure, j'aimerais vous parler de quelques-uns des plus impressionnants arbres qui peuplent le jardin des valeurs européennes de Comgest, et que l'on compte parmi les meilleurs contributeurs à la performance de nos portefeuilles.

La société 1 (graphique 5) est ASOS. Cet opérateur d'un site de vente en ligne britannique consacré à la mode, affiche une croissance organique de ses ventes de plus de 60 % en moyenne sur les dix dernières années. Son atout : une qualité de service inégalée sur le marché en forte croissance de la vente en ligne. L'entreprise continue de croître rapidement : ses ventes pour l'exercice clos en août 2013 ont bondi de 39 %, à 769 millions GBP.

La société 4 (graphique 5) est l'opérateur de télécommunications français Iliad. Avec une croissance organique moyenne de ses ventes de 23 % sur les 8 dernières années et plus de 26 % au premier semestre 2013, on s'aperçoit qu'une entreprise innovante peut se développer même sur un marché en perte de vitesse en gagnant des parts de marché significatives dans l'internet à haut débit et en pénétrant un marché voisin, le mobile.

Chr. Hansen, société A (graphique 6), est une entreprise danoise spécialisée dans les ingrédients naturels destinés aux secteurs de l'alimentation, de la santé et des aliments pour animaux. Chr. Hansen produit des cultures et des enzymes pour l'industrie laitière ainsi que des probiotiques et

| Société | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 8 ans CAGR | Volat. |
|------------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|
| Société 1 | +39.0 | +116.0 | +90.0 | +104.0 | +35.0 | +52.0 | +46.0 | +32.0 | +61.4 | 54.9% |
| Société 2 | | +48.3 | +53.6 | +46.7 | +16.0 | +16.4 | +17.3 | +16.0 | +29.6 | 60.2% |
| Société 3 | +16.1 | +31.4 | +34.1 | +42.4 | +25.5 | +23.5 | +24.6 | +21.0 | +27.1 | 30.6% |
| Société 4 | +47.0 | +31.2 | +29.7 | +18.9 | +12.0 | +4.3 | +4.1 | +48.6 | +23.4 | 75.3% |
| Société 5 | | | +30.7 | +26.6 | +13.5 | +16.2 | +18.0 | +11.3 | +19.2 | 39.8% |
| Société 6 | +19.2 | +30.7 | +35.1 | +22.7 | -5.0 | +16.9 | +22.0 | +14.0 | +18.9 | 64.0% |
| Société 7 | +20.0 | +22.5 | +17.0 | +12.0 | +9.0 | +10.0 | +11.0 | +14.0 | +14.3 | 34.3% |
| Société 8 | +5.5 | +13.6 | +19.1 | +20.5 | +11.4 | +13.9 | +15.3 | +11.5 | +13.8 | 34.2% |
| Société 9 | +15.0 | +16.0 | +13.0 | +12.0 | +11.0 | +13.0 | +11.0 | +12.0 | +12.9 | 14.1% |
| Société 10 | +18.5 | +27.0 | +14.0 | +8.0 | -9.0 | +21.0 | +16.0 | +9.0 | +12.6 | 86.3% |

Graphique 5 : Étude portant sur des entreprises en forte croissance, classées selon la croissance organique de leurs ventes sur 8 ans
Source : Comgest

| Société | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 8 ans CAGR | Volat. |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|
| Société A | | +7.2 | +9.4 | +9.8 | +10.0 | +11.0 | +10.0 | +11.0 | +9.8 | 13.1% |
| Société B | +15.0 | +16.0 | +13.0 | +12.0 | +11.0 | +13.0 | +11.0 | +12.0 | +12.9 | 14.1% |
| Société C | +8.0 | +8.0 | +10.0 | +7.0 | +6.0 | +7.0 | +6.0 | +6.0 | +7.2 | 19.2% |
| Société D | +6.0 | +5.9 | +7.1 | +8.2 | +3.9 | +5.9 | +7.5 | +5.9 | +6.3 | 20.8% |
| Société E | | +8.2 | +5.8 | +7.6 | +5.5 | +4.3 | +6.0 | +5.1 | +6.1 | 22.7% |
| Société F | | +14.4 | +11.0 | +13.4 | +11.1 | +8.7 | +8.5 | +8.2 | +10.7 | 22.9% |
| Société G | +5.7 | +5.9 | +7.4 | +7.5 | +6.2 | +6.4 | +4.1 | +3.7 | +5.9 | 23.5% |
| Société H | +8.6 | +11.3 | +11.9 | +9.7 | +5.0 | +13.4 | +9.8 | +14.5 | +10.5 | 28.4% |
| Société I | +6.7 | +9.7 | +7.2 | +8.4 | +3.2 | +6.9 | +7.8 | +5.4 | +6.9 | 28.5% |
| Société J | | +5.0 | +5.0 | +7.0 | +5.0 | +3.0 | +7.0 | +4.0 | +5.1 | 28.5% |

Graphique 6 : Étude des entreprises «à la régularité suisse», classées selon la volatilité ascendante de la croissance organique de leurs ventes sur 8 ans
Source : Comgest

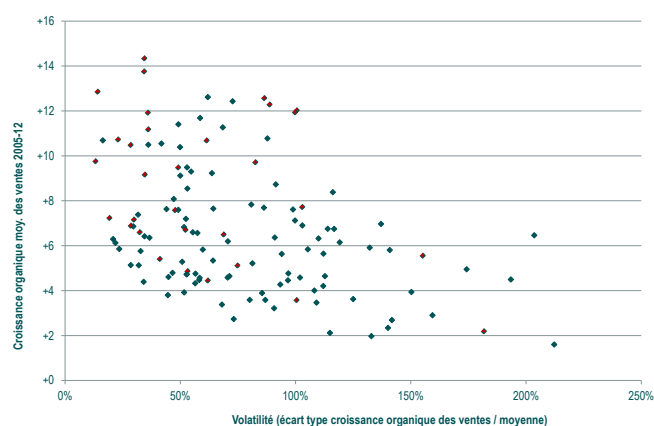
GESTION CROISSANCE : TOUT COMMENCE PAR LE CHIFFRE D'AFFAIRES

des colorants naturels. A la croissance naturelle de ses clients des secteurs de la santé de de la nutrition s'ajoute l'attrait pour les produits naturels et l'externalisation de la production des cultures et des enzymes, pour laquelle l'effet d'échelle est primordial.

Coloplast, société C (graphique 6), est une entreprise danoise spécialisée dans les soins médicaux intimes, comme le soin des stomies et des troubles de la continence. Sa croissance organique n'est jamais descendue en-deçà des 6 %, un résultat remarquable pour une entreprise dont les marchés émergents ne représentent que 12 % de ses ventes, et a témoigné d'une grande régularité au fil des ans.

Nestlé, société D (graphique 6), est le leader mondial de l'industrie agro-alimentaire avec un chiffre d'affaires de 92 milliards CHF en 2012. Cette entreprise doit la régularité de la croissance organique de ses ventes à l'équilibre de son offre tant en termes géographiques que de catégories de produits combiné à des marques fortes et innovantes, comme Kit Kat, Milo ou Nescafé. Au fil des années, les hausses de prix ont joué un rôle important dans la croissance de son chiffre d'affaires, ce qui est moins vrai depuis 2013... La plus mauvaise année de son histoire, Nestlé a affiché une croissance organique de ses ventes de 3,9 %.

En résumé, nous passons beaucoup de temps à analyser le chiffre d'affaires, qui est un élément essentiel à prendre en compte lorsqu'on investit dans les sociétés de croissance. Notre portefeuille d'actions européennes se compose de nombreuses entreprises à croissance rapide et à faible volatilité, comme en témoigne le graphique ci-dessous. Nous devons, au final, garder à l'esprit que les arbres ne peuvent croître indéfiniment : nous sommes donc attentifs aux indices signalant que des secteurs, des entreprises ou encore des modèles économiques arrivent à maturité, ce qui nous amène parfois à céder certains titres afin d'inclure de nouveaux titres à l'univers d'investissement de Comgest.



Graphique 7 : Croissance organique des ventes et volatilité de la croissance organique des ventes en Europe, 2005-2012

Source : Comgest



Pierre Lamelin est diplômé de l'Institut d'Etudes Politiques de Paris et titulaire du CIIA. Il a commencé sa carrière en 2004 chez Crédit Agricole Cheuvreux en tant qu'analyste financier, où il a couvert pendant sept ans le secteur du luxe et des cosmétiques en Europe, avant de rejoindre Comgest en 2012 où il couvre les marchés européens.

POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS UNIQUEMENT

Ce document est publié à titre d'information uniquement. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Toutes références à un indice ou mesures de performances relatives sur une période de temps spécifiée sont fournis à titre indicatif uniquement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce document est la propriété intellectuelle de Comgest. La reproduction ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Comgest.