

# 33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : leurs cash-flows gagnés, investis et distribués

Laurent Batsch,  
professeur de gestion  
à l'université  
Paris-Dauphine

En 2005, les 33 groupes du CAC 40 de l'industrie et des services ont réalisé un chiffre d'affaires cumulé de 863 milliards d'euros. Leurs effectifs s'élevaient la même année à 3,5 millions salariés répartis sur toute la planète, et leur capitalisation boursière dépassait 908 milliards d'euros, équivalent à 10 % environ du PIB de la France. Au cours des six dernières années, de 2000 à 2005, ces groupes auront gagné 526 milliards d'euros d'autofinancement avant investissement, les investissements en auront absorbé les trois quarts, le solde se partageant entre la distribution aux actionnaires et le désendettement.

## 1 - Des groupes épargnants nets

Avec 526 milliards d'euros d'autofinancement et 120 milliards d'euros de cash-flow disponible après investissement («free cash-flow»), nos 33 groupes sont restés épargnants nets sur toute la période : ils ont gagné plus d'argent que leurs investissements n'en ont absorbé. Seuls cinq d'entre eux présentent un cash-flow cumulé négatif. L'excédent de ressources dégagé par les groupes leur a permis de réduire leur endettement et d'assurer une politique généreuse de distribution aux actionnaires. Sur 100 euros d'autofinancement, 75 ont été investis en moyenne, 10 ont été distribués et 15 ont servi à réduire la dette. Les groupes ont donc dégagé des ressources nettement supérieures à leurs besoins d'investissement sur six années consécutives : faut-il y voir un signe de la période ? et lequel ?

- Beaucoup de ces grands groupes interviennent sur des marchés matures, même si le rythme des innovations remet rapidement en cause toutes les positions acquises. La croissance de leurs marchés n'a guère dépassé celle du PIB, puisque le chiffre d'affaires agrégé des 33 a augmenté de 14,6 % sur la période, soit 2,8 % en moyenne annuelle. Le rythme des investissements de ces groupes n'est donc pas celui d'une industrie de croissance. En outre, nos 33 groupes conservent une emprise très européenne : plus de 60 % du CA se fait en Europe pour Accor, 75 % pour Suez, etc. Ils ont donc été tributaires de la conjoncture économique européenne, où les dernières années n'ont pas compté parmi les plus dynamiques.

- Il est évidemment louable que les groupes gagnent de l'argent : la fonction d'une entreprise n'est pas de consommer plus de capital qu'elle n'en dégage. Si les 33 groupes restaient durablement consommateurs de ressources, il faudrait déplorer qu'ils détruisent de la

richesse plutôt qu'ils n'en produisent. Cependant, on peut craindre que les décisions d'investissement des groupes obéissent à des critères d'une excessive sévérité. La forte pression mise sur la rentabilité a-t-elle conduit les directions à prendre moins de risque sur des projets d'investissement «tangents» ? Les exigences de return ont-elles conduit à une culture «lean and light» pénalisant l'investissement ? La question est légitime bien qu'aucun chiffre ne suffise à orienter la réponse.

- Les dividendes se sont-ils substitués à l'investissement ? Ils ont été largement versés, propulsant le taux de rendement des valeurs du CAC 40 à un seuil moyen de l'ordre de 5 %. Mais rien ne permet d'affirmer qu'ils

### Méthode

Les nombres utilisés sont extraits des rapports annuels des groupes. Pour chaque groupe, puis pour les 33, on a additionné les cash-flows publiés dans les tableaux de flux de trésorerie depuis 2000. En 2005, les normes IFRS ont eu un impact variable sur les flux ; ne pouvant pas opérer les retraitements utiles, nous avons cependant conservé l'exercice 2005, considérant que l'impact des nouvelles normes n'affecterait pas de manière significative le cumul des flux sur 6 ans. Les directions financières des groupes ont été sollicitées pour valider nos chiffres : six ont validé (Accor, Bouygues, PPR, Schneider, Total, Vinci), deux se font attendre, les autres n'ont pas répondu. Deux cas particuliers : pour le groupe Sanofi-Aventis, sur la période 2000 à 2003, on a additionné les flux de trésorerie des deux groupes ainsi que leurs chiffres d'affaires et leurs effectifs. Par ailleurs, on a dû renoncer à intégrer le groupe Vivendi Universal dans l'étude. Enfin, chaque ratio moyen est la moyenne de 33 ratios individuels et non la moyenne de masses agrégées : chaque groupe «pèse» donc  $1/33$ , quelle que soit sa taille, et les plus grands groupes ne surdéterminent pas le diagnostic global.

auraient été prélevés sur l'investissement potentiel. L'investissement a absorbé les trois quarts de l'autofinancement et les dividendes un peu plus de 10 %, moins que le remboursement de la dette. La «financiarisation» du monde n'est pas sans conséquence sur les stratégies, mais elle ne se mesure pas principalement à l'aune de la distribution de dividendes.

– Reste la grande question de la répartition : les excédents de cash-flows des groupes ne résultent-ils pas d'une insuffisante rémunération des parties prenantes de l'entreprise ? Les sous-traitants de second rang de Renault, de PSA ou d'un autre peuvent déplorer d'être étranglés par leurs grands clients. Les victimes de la pollution attendent sans doute de meilleures indemnisations de la part de Total. Le personnel de Carrefour et d'autres doivent aspirer à de meilleurs salaires, etc. Le «prix» obtenu par chacune de ces parties dépend de son pouvoir de négociation, et en matière de répartition, «l'équilibre» est un construit socio-économique. Mais la bonne santé financière des groupes ne peut être une mauvaise nouvelle pour personne : il est plus facile d'obtenir des concessions d'une entreprise à flot que d'une entreprise à sec !

### 2 - La performance plutôt que la taille

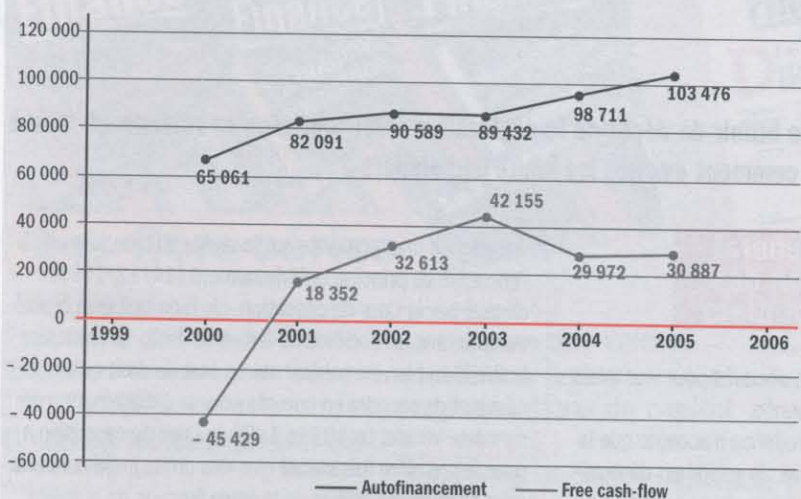
Dans un environnement de croissance modérée, les 33 ont considérablement amélioré leur capacité à gagner de l'argent, si on mesure celle-ci par un indicateur simple : le cash-flow dégagé par salarié. Ainsi, le ratio Autofinancement / Effectif est passé d'une moyenne de 20 700 € à 33 300 € entre 2000 et 2005, en augmentation de 60 %. De même, le ratio Free cash-flow / Effectif, négatif en 2000 (année de l'éclatement de la bulle), a dépassé 10 000 € en 2005. Enfin, le ratio Autofinancement / Chiffre d'affaires a progressé de 9,4 % à 13,1 %.

– Cette performance est d'abord redevable d'une gestion serrée des effectifs. Ceux-ci n'ont augmenté, pour l'ensemble des groupes, que de 1,1 % en moyenne sur toute la période. C'est une quasi-stagnation. La productivité du travail a évidemment augmenté. Rappelons qu'il s'agit des effectifs mondiaux et que leur évolution globale s'accompagne d'une redistribution géographique. Dans plusieurs groupes, la proportion des effectifs employés en France a nettement baissé en cinq ans : par exemple -30 % chez

Les 33 groupes du CAC 40 de 2000 à 2005 : principaux cash-flows cumulés (classement par ordre de « free cash-flow » croissant)

	Autofinancement	Investissement net	Cessions nettes	Free Cash-Flow	Dividendes & rachats	Baisse de la dette	Hausse de la dette
France Telecom	63 042	84 420	0	-21 378	-13 225	0	8 153
Thomson	4 403	5 877	0	-1 474	-596	0	914
Pernod Ricard	2 670	3 047	0	-377	732	0	748
Lafarge	10 828	11 120	0	-292	-1 698	1 253	0
Cap Gemini	1 614	1 493	0	121	-659	780	0
Thalès	3 117	2 986	0	131	590	0	510
STMicro	12 253	11 830	0	423	543	0	117
Essilor	2 126	1 636	0	490	200	290	0
Vinci	8 862	8 100	0	762	1 549	0	455
Gaz de France	14 581	13 698	0	883	-163	1 111	0
Lagardère	6 150	5 118	0	1 032	500	532	0
Michelin	7 724	6 618	0	1 107	1 037	69	0
Publicis	2 779	1 394	0	1 385	528	740	0
Air Liquide	9 441	7 448	0	1 993	2 895	0	902
Accor	5 585	3 585	0	2 000	565	1 579	0
PPR	7 272	5 234	0	2 037	1 942	329	0
Bouygues	12 575	9 749	0	2 826	3 016	0	204
L'Oréal	10 005	7 117	0	2 887	2 632	202	0
Carrefour	21 716	18 801	0	2 915	2 044	391	0
Saint-Gobain (2004)	13 235	10 243	0	2 992	2 146	765	0
Schneider	6 288	3 208	0	3 080	2 830	228	0
Véolia	15 564	12 367	0	3 197	-996	3 691	0
EDF	50 493	47 211	0	3 282	-5 312	8 342	0
Alcatel	3 027	0	438	3 465	-1 806	5 271	0
EADS (2001)	20 151	16 075	0	4 076	1 503	2 437	0
LVMH	9 186	3 969	0	5 217	2 677	2 516	0
Renault	22 526	16 820	0	5 706	1 667	4 039	0
Arcelor (2002)	11 971	5 907	0	6 064	15	6 099	0
Suez	29 133	22 288	0	6 845	4 980	2 515	0
Danone	10 327	3 190	0	7 137	4 774	2 363	0
Sanofi-Aventis	25 014	17 082	0	7 932	7 649	73	0
PSA	24 461	974	0	23 487	3 375	20 112	0
Total Fina Elf	78 283	38 437	0	39 846	38 006	1 840	0

Evolution de l'autofinancement et du free cash-flow (total des 33, en millions d'euros)



Définitions

**Autofinancement** : flux de trésorerie lié à l'activité, ou operating cash-flow, le premier solde du tableau de flux. Il correspond (en gros) à la différence : CAF - variation du BFR. Il mesure l'argent gagné par l'entreprise sur son métier, hors opérations d'investissement et de financement.

**Investissement net** : solde des acquisitions et des cessions, en croissance interne ou externe.

**Free cash-flow** : différence entre l'autofinancement et l'investissement net. Ce solde mesure l'argent susceptible d'être rendu à la fois aux actionnaires et aux créanciers.

**Variation de la dette** : variation de l'endettement financier net de trésorerie.

**Distribution nette** : il s'agit du solde entre les dividendes et rachats-annulations d'actions d'une part et des augmentations de capital d'autre part.

Danone, -19 % pour Lafarge, -29 % dans le groupe LVMH, et -16 % dans les rangs de Schneider. La contribution des grands groupes à l'emploi en France se mesure donc à l'aune des embauches de remplacement (quelques milliers de nouveaux salariés chaque année).

- Plus fondamentalement, les « bonnes pratiques » de gestion placent les objectifs de rentabilité au-dessus de la croissance. Elles se défient des investissements « sous rentables » par rapport au coût du capital ou à la performance moyenne du groupe. Maîtrise des investissements (quitte à accepter une croissance modérée du chiffre d'affaires), économie de capitaux investis et redistribution aux actionnaires de l'excédent disponible : tels sont les paramètres cohérents d'un modèle de gestion financier. Ainsi, la valeur médiane du ratio Investissement net / Chiffre

d'affaires a perdu 3 points entre 2000 et 2005, passant de 9,9 % à 6,9 %. Cette gestion parcimonieuse des capitaux investis est en elle-même vertueuse. Mais on est fondé à s'interroger sur la capacité des grands groupes à trouver des relais de croissance, et à pousser leur performance au-delà de la rentabilisation des actifs existants. - L'endettement financier des groupes révèle une tendance certaine au désendettement. Mais le niveau d'endettement n'obéit à aucun ordre de grandeur commun aux groupes. Ainsi, les valeurs du ratio Dettes financières / Capitalisation boursière (ou « gearing ») sont très dispersées. Il semble peu corrélé avec la rentabilité économique. La corrélation est meilleure avec l'effort d'investissement. Il semble donc que les groupes gèrent leur taux d'endettement en fonction de leurs besoins d'investissement plutôt que selon la théorie financière du risque de levier financier. L'environnement financier des groupes les soumet à de strictes exigences de rentabilité, certes pour dégager des dividendes, mais plus encore pour valoriser les capitaux investis. La pression portée sur l'économie de capitaux employés conduit les dirigeants à accorder une attention vigilante au choix des projets : « mieux vaut moins, mais mieux ». Intervenant sur des marchés matures à croissance

contenue, ils ne peuvent pas inventer des débouchés, sauf à s'aventurer en dehors de leur métier, en totale contradiction avec les prescriptions des investisseurs. Enfin, ayant fait de l'Europe, sinon du monde, leur marché domestique, les grands groupes français ne sont pas globalement créateurs d'emplois sur le territoire national, même s'ils restent « embaucheurs ». On comprend que les groupes ont matière à communiquer pour convaincre l'opinion qu'ils ne sont pas des machines à cash-flows au service de destinataires anonymes. ■

Ratios des 33 : moyenne en 2000 et 2005

	2000	2005
Autofinancement / CA	9,4 %	13,1 %
Autofinancement / Effectif (k-€)	20,7	33,3
Free cash-flow / Effectif (k-€)	- 9,1	10,2

Répartition de l'autofinancement : moyenne des 33 cas

	Autofinancement	Investissement net	Cessions nettes	Free Cash-flow	Dividendes & rachats	Baisse de la dette	Hausse de la dette
Moyenne	100	75	0	25	10	18	3

Chiffre d'affaires total (k-€) et Effectif total des 33 groupes

	CA 2000	CA 2005	Variation CA	Effectif 2000	Effectif 2005	Variation Eff.
Totaux	753 553	863 538	14,6 %	3 477 865	3 514 996	1,07 %