

**3 idées fortes d'investissement :****Amadeus (OC 35.5 €)****Legrand (OC 45.5 €)****L'Oréal (OC 138 €)****Jean-Philippe Desmartin**

+33 (0)1 44 51 81 89      jpdesmartin@oddo.fr

**Nicolas Jacob**

+33 (0)1 44 51 87 32      njacob@oddo.fr

**Asma Ben Salah**

+33 (0)1 44 51 83 24      abensalah@oddo.fr

**Asma Ferjani**

+33 (0)1 44 94 56 18      aferjani@oddo.fr

## La Qualité du Management, gage pour l'investisseur de la bonne exécution de la stratégie annoncée

*Gage pour l'investisseur de la bonne exécution de la stratégie annoncée, la qualité du management joue un rôle primordial dans le succès des sociétés à long terme. Elle reste pourtant difficile à mesurer. Fruit de 9 années de courbe d'expérience de praticien, en s'appuyant notamment du point de vue académique sur le triptyque Schumpeter/Drucker/Collins tourné vers l'entrepreneur, notre modèle analyse grâce à 21 critères quantitatifs et qualitatifs, le CEO, l'équipe dirigeante, l'organisation, le management de proximité et les ressources humaines. À titre d'exemples, nous développons 3 idées fortes à l'Achat, Amadeus, Legrand et L'Oréal.*

### Amadeus, Legrand et L'Oréal, trois exemples de qualité du management à privilégier.

- En accord avec la grande majorité des investisseurs actifs, nous estimons que la qualité du management joue un rôle primordial dans le succès des sociétés à long terme. Elle assure en effet à l'investisseur un gage de bonne exécution/implémentation de la stratégie annoncée. Toutefois, cette "qualité du management" reste difficile à mesurer, les investisseurs concentrant souvent leur analyse sur la seule cohérence entre discours et faits du CEO.
- En effet, le management n'est pas une matière linéaire. Un nombre important de sociétés ont connu de longues séries de succès avant d'entamer une lente descente en enfer sans avoir changé de top management et alors que ce dernier était considéré comme exemplaire. À l'inverse, des sociétés ont connu des recovery toutes aussi exemplaires, avec en amont, des changements "providentiels" à la tête de l'équipe dirigeante.
- Nous passons d'abord en revue dans cette étude les repères académiques et pratiques nécessaires à l'analyse de la qualité du management. L'éventail est large, d'Adam Smith en 1776 à Jim Collins dans les années 2000, avec toutefois un apport clé du triptyque Schumpeter/Drucker/Collins tourné vers l'entrepreneur. Nous présentons ensuite notre modèle de mesure de la qualité du management du point de vue de l'investisseur "non insider" qui se veut à la fois synthétique, 21 critères quantitatifs et qualitatifs, et holistiques avec une vision large de la qualité du management passant en revue le CEO, l'équipe dirigeante, l'organisation, le management de proximité et les Ressources Humaines.
- À nouveau pionnier, Oddo Securities entame en ce début 2014 la couverture qualité du management des corporate cotés européens avec 2 rendez-vous à venir sur les Mid Caps françaises et les Large Caps européennes. À titre d'exemples concrets issus du pilote réalisé fin 2013 pour valider la robustesse de notre modèle, nous développons 3 cas d'entreprise où la qualité du management constitue une opportunité forte (1). Il s'agit des 3 valeurs à l'Achat Amadeus, Legrand et L'Oréal.

Ce document s'adresse exclusivement aux clients de Oddo & Cie, il est communiqué à titre informatif et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Oddo & Cie.

Il n'est pas et ne saurait être tenu pour une offre ou une sollicitation d'une offre de vente, d'achat ou de souscription à un investissement quel qu'il soit.

Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations sont exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité.

Les performances passées ne garantissent pas les performances futures.

Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis.

Oddo & Cie est agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et est régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

L'analyse financière a été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant notamment à promouvoir l'indépendance des analystes financiers.

Un dispositif de « Murailles de Chine » (barrières à l'information) a été mis en place afin d'éviter la diffusion indue d'information confidentielle et de prévenir et gérer les situations de conflits d'intérêts.

A la date de cette publication Oddo & Cie et/ou une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêt avec le/les émetteurs mentionnés

En particulier, il se peut qu'Oddo & Cie et/ou une de ses filiales agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant qu'apporteur de liquidité, teneur de marché, conseiller ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.

## Nos recommandations boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance RELATIVE attendue sur chaque valeur à un horizon de 12 mois.

Achat : performance attendue supérieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Neutre : performance attendue voisine de celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

Alléger : performance attendue inférieure à celle de l'indice de référence, sectoriel (large caps) ou non (petites et moyennes valeurs).

## Sommaire

<b>L'Entrepreneur, au cœur des repères nécessaires pour analyser la qualité du management</b>	<b>5</b>
<hr/>	
L'organisation industrielle et le management scientifique posent les premiers jalons	
Prise en compte croissante de l'individu, du facteur humain, du leadership	
Peter Drucker ou les racines du management moderne	
"From good to Great": Jim Collins et le graal du leadership	
<b>Notre modèle pour mesurer la qualité du management en 4 axes et 21 critères</b>	<b>17</b>
<hr/>	
Les objectifs visés par l'investisseur	
Synthèse du modèle pour les Large Cap	
Critères pour le CEO	
L'équipe dirigeante	
L'organisation et le management intermédiaire	
Les Ressources Humaines (RH)	
<b>Amadeus, Legrand et L'Oreal, 3 Qualités du management à privilégier en 2014</b>	<b>30</b>
<hr/>	
Amadeus (Achat, OC 35.5 €)	
Legrand (Achat, OC 45.5 €)	
L'Oréal (Achat, OC 138 €)	
<b>Annexe 1 : modèle d'analyse Qualité du management Large CAP 2014</b>	<b>43</b>
<hr/>	
Axe 1 : CEO	
Axe 2 : Équipe dirigeante	
Axe 3 : Organisation et Management intermédiaire	
Axe 4 : Ressources Humaines	
<b>Annexe 2 : Bibliographie, sources</b>	<b>50</b>
<hr/>	



# L'ENTREPRENEUR, AU CŒUR DES REPERES NECESSAIRES POUR ANALYSER LA QUALITE DU MANAGEMENT

---

*L'objet de cette étude est d'analyser l'un des principaux moteurs de la performance durable des entreprises : la qualité du management. Une abondante littérature académique comme de praticiens (anciens dirigeants, consultants, ...) impute une large part du succès à long terme des entreprises et aux organisations en général à leur mode de management. Dès lors, la majorité des investisseurs actifs reconnaît volontiers que cette question est centrale dans l'analyse des opportunités d'investissement de moyen ou long terme qui se présentent à eux.*

*Dans cette première partie, nous revenons sur quelques références clés issues de l'expérience des entrepreneurs et de la réflexion académique et cela depuis le début de l'économie dite moderne, du début de la révolution industrielle en Europe à la fin du XVIII<sup>ème</sup> siècle à nos jours. La littérature en la matière est vaste et les courants multiples. Nous saluons en priorité **l'input académique du triptyque Schumpeter/Drucker/Collins** tourné vers l'Entrepreneur et la culture entrepreneuriale.*

*Rappelons que le terme **entrepreneur** est issu de la langue française et définit un individu qui crée et gère des activités économiques ou "business". Point clé à ne pas oublier, il est **systématiquement associé au risque financier**. Les entrepreneurs sont au **cœur de l'innovation** au sens large (distribution, marketing, produits, R&D, ...).*

## L'organisation industrielle et le management scientifique posent les premiers jalons

---

### Adam Smith et les premières étapes à l'aune de la révolution industrielle

L'apparition, puis le développement rapide des manufactures à partir du XVIII<sup>ème</sup> siècle, contribue aux premières réflexions sur l'organisation, en particulier sur les gains potentiels de productivité.

Adam Smith introduit le concept de division technique du travail illustrée par le fameux exemple de la manufacture d'épingles, tirée de son œuvre la plus connue "*Recherches sur la nature et les causes de la Richesse des Nations*" parue en 1776.

Adam Smith insiste sur l'importance de la spécialisation en tâches simples et courtes, la réduction des temps morts grâce à la simplicité des tâches et l'introduction de nouvelles machines plus performantes.

## Le management scientifique à la croisée des XIX<sup>ème</sup> et XX<sup>ème</sup> siècles

*Taylor/Ford, le tandem académique/praticien du management scientifique.*

### Frederick Taylor pose les principes du management scientifique

Constatant à la fin des années 1870 des dysfonctionnements dans les usines (manque de coordination entre les postes de travail, gestes approximatifs, ...), Frederick Taylor observe, mesure, compare sur le terrain les performances des meilleurs salariés et formalise les gestes et cadences optimales pour obtenir un rendement maximum tout en s'assurant que les ouvriers aient des temps de repos nécessaires. Il met également en avant l'importance du fonctionnement par la formalisation et la tenue d'objectifs.

Son œuvre principale "*Principes du management scientifique*" paraît en 1911. Les modes opératoires qu'il propose sont proches des applications pratiques que l'industriel Henry Ford met en place à partir de 1903.

*"Prévoir, organiser, coordonner, commander et contrôler"*

### Henri Fayol, l'autre père du management scientifique

Henri Fayol, autre père du management scientifique, s'intéresse aux opérations de direction. Son œuvre majeure, "*Administration industrielle et générale*" parue en 1916, est devenue célèbre car nourrie par plus de trente ans d'expérience en direction générale et de plus de cinquante ans de management.

Henri Fayol comprend que le prix des achats, la logistique, la qualité des outils et de l'encadrement sont tout aussi importants que l'output à la fin de la chaîne de production. Il identifie six fonctions de l'entreprise parmi lesquelles la technique, le commercial, la finance, la comptabilité et la sécurité qui doivent être confiées selon lui à des spécialistes. La sixième fonction est le rôle du dirigeant qui s'organise autour de cinq thèmes majeurs : prévoir, organiser, coordonner, commander (on préférera dire aujourd'hui animer) et contrôler.

*Gestion court terme pour le management de proximité, gestion long terme pour la Direction générale*

**Fayol insiste également sur les managers de terrain ou de proximité** qui doivent s'occuper de la gestion dite de court terme (quotidienne, hebdomadaire et mensuelle), tandis que la Direction Générale est en charge du moyen et long terme. L'auteur prône une vision de long terme avec des plans prévisionnels à dix ans mis à jour tous les cinq ans, avec des ajustements chaque année en fonction des budgets.

La prise en compte de l'horizon de temps est un sujet majeur. Igor Ansoff, insistera lui aussi dans son ouvrage "*Corporate Strategy*" sorti en 1965, sur le fait que les dirigeants doivent avoir et assumer une vision, un rôle de long terme. Le leader médiocre selon Ansoff voudra ainsi s'occuper systématiquement des questionnements et des problèmes à court terme à la place de ses collaborateurs.

## Prise en compte croissante de l'individu, du facteur humain, du leadership

*Un tournant qui ouvre le champ à la qualité du management*

À partir des années 1930, se développent plusieurs courants pour compléter l'organisation industrielle et le management scientifique. De plus en plus de praticiens comme d'académiques insistent sur le fait que la réussite de l'entreprise ne peut s'expliquer uniquement par une seule rationalisation systématique. Le succès dans la durée doit également reposer sur la capacité de changement, d'adaptation, qui n'est pas forcément le point fort de l'organisation scientifique. **Cette étape qualitative est un tournant. Elle ouvre le champ à la qualité du management.**

*Quid de l'anticipation et de la proactivité du dirigeant d'entreprise ?*

## Mary Parker Follet pour une vision moins mécanique du management

Mary Parker Follet prône à partir des années 1930 une vision moins mécanique ou mécaniste du management tel qu'il a été adopté notamment sur les bases du taylorisme. En 1949 paraît son œuvre "*Freedom and coordination – Lectures in Business Organisation*".

Elle apporte des concepts nouveaux tels que la **nécessaire capacité d'anticipation et de proactivité** du dirigeant d'entreprise et du manager en général. Visionnaire, l'entrepreneur/dirigeant/manager sait saisir de nouvelles opportunités, évaluer les résultats potentiels et a le courage de mener à bien cette entreprise. **Cette réussite passe également par un management respectueux des salariés.**

## Mayo, Maslow, Crozier prônent la prise en compte de l'individu

### ▶ Elton Mayo : il faut s'intéresser à l'individu et à son environnement de travail

Elton Mayo mène plusieurs études à Hawthorne de 1926 à 1932, près de Chicago dans une usine de la Western Electric, alors qu'il travaillait pour la Harvard Business School. Mayo et son équipe contribuent à plusieurs apports :

- "l'effet Hawthorne", les ouvriers sont sensibles à l'attention qu'on leur porte et au fait d'être observés ;
- l'importance de l'environnement de travail (conditions de travail par exemple) ;
- l'importance de la confiance donnée.

### ▶ Abraham Maslow : importance de la motivation au travail

Abraham Maslow développe en 1943 dans "*A Theory of Human Motivation*" sa pyramide des satisfactions. Une fois les besoins physiologiques et sécuritaires satisfaits, l'individu recherche de nouvelles sources de satisfaction comme la reconnaissance sociale ou le sentiment de réalisation de soi.

L'une des contributions majeures de Maslow pour la qualité du management est l'importance de la motivation au travail.

### ▶ Michel Crozier : attention aux procédures et aux systèmes trop rigides

Dans son ouvrage "*L'acteur et le système*" publié en 1977 avec Friedberg, Michel Crozier, expert de l'analyse sociologique des organisations, insiste sur l'importance de ne pas trop enfermer l'homme dans les procédures et les systèmes trop rigides. Ce constat fait dans le cadre du développement des organisations est surtout majeur si l'on veut pouvoir **insuffler du changement**. Parallèlement, faute de marge de manœuvre, le manager ou le salarié risque notamment de créer des marges de liberté lui permettant d'atteindre d'autres objectifs, différents de ceux de l'organisation.

## Mintzberg s'intéresse à l'agenda du manager

Henry Mintzberg mena une étude centrée sur le rôle du manager puisqu'il s'étonnait de constater que beaucoup de chercheurs ne savaient pas le définir. Il décide de suivre pendant une semaine cinq directeurs généraux de secteurs très différents.

*Agenda type du manager : 45% avec ses collaborateurs, 30% de contacts externes, 10% avec ses supérieurs*

Les observations de Henry Mintzberg sont retranscrites dans son livre intitulé "The Nature of Managerial Work" paru en 1973. Il constate que les activités des dirigeants sont caractérisées par la concision, la variété et la fragmentation.

Seulement 10% des tâches prennent 1h et 50% des tâches durent moins de 5 minutes. Le manager change de sujet rapidement, aime peu l'écrit et parcourt les journaux de manière transversale. Le manager privilégie les moyens oraux : réunions programmées ou non, formelles/informelles, téléphone, ...

Il consacre en moyenne 30% de son temps avec les contacts externes, 45% avec ses collaborateurs, 10% avec ses supérieurs. Il lui reste 15% pour les visites sur le terrain, la rédaction, la lecture ou la réflexion solitaire.

## Les 5 "C's" du Leadership dans les années 2000

David Gergen, diplômé de Yale puis Harvard, a été un conseiller clé de 4 présidents américains (3 républicains et 1 démocrate) entre les années 1970 et 1990. Il est depuis analyste politique et consultant pour de nombreux médias tels que CNN et enseigne à Harvard. Dans son ouvrage "Eyeswitness To Power: The Essence of Leadership" paru en 2001, il met l'accent sur l'importance, en plus de l'intégrité, de certaines qualités clés ("core competencies") pour un dirigeant. En 2003, Karren Kowalski, résume ces qualités clés des leaders au nombre de 5 et commençant toutes par la lettre C. Plus tard en 2011, Bruce MacAllister et Indra Nooyi, CEO de PepsiCo, proposent également leurs 5 "C's" dans des termes assez proches.

### Les 5 C's du leadership – Une déclinaison relativement proche selon les auteurs

Karren Kowalski	Bruce MacAllister	Indra Nooyi
"CHARACTER"	"CAPABLE"	"COMPETENCY"
"COMMITMENT"	"COMMITTED"	"COURAGE"
"CONNECTED-NESS"	"CONNECTED"	"COMMUNICATION SKILLS"
"COMPASSION"	"COMMUNICATIVE"	"CONSISTENCY"
"CONFIDENCE"	"CARING"	"COMPASS"

Tableau n°1 - Sources : Kowalski, McAllister, Nooyi, Oddo Securities

## Peter Drucker ou les racines du management moderne

### Filiation et hommage rendu à Schumpeter

#### Le triptyque Schumpeter/Drucker/Collins, moteur dans l'élaboration de notre modèle

Créateur et inventeur du management moderne, Peter Drucker (1909-2005) remet **l'individu et le manager au cœur du changement pour que les entreprises se renouvellent afin de rester compétitives et performantes**. Peter Drucker a publié ses deux œuvres principales "The Practice of Management" en 1954, puis "The Effective Executive" en 1966. Il a eu un impact considérable pendant des décennies en tant qu'académique mais aussi en tant que praticien comme consultant auprès de dizaines d'organisations (entreprises, organisations gouvernementales, associations à but non lucratif, ...). Dans les années 1980, Peter Drucker est l'un des critiques des grandes entreprises américaines devenues trop complexes et de plus en plus difficiles à gérer.

Il est important de noter que Peter Drucker rendra hommage pendant toute sa vie professionnelle à Joseph A. Schumpeter, l'économiste par excellence des entrepreneurs et de l'innovation. De même, Jim Collins reconnaît plus tard sa filiation dans les travaux de Peter Drucker. Du point de vue académique, c'est ce triptyque qui a le plus contribué à l'élaboration de notre modèle d'analyse et de mesure de la Qualité du Management.

*"An entrepreneur searches for change, responds to it and exploits opportunities. Innovation is a specific tool of an entrepreneur hence an effective entrepreneur converts a source into a resource" – Peter Drucker*



## ► Schumpeter, l'économiste des entrepreneurs et de l'innovation

Le terme entrepreneur est issu de la langue française et définit un individu qui crée et gère des activités économiques ou "business". Il est systématiquement associé au risque financier. Les entrepreneurs sont au cœur de l'innovation au sens large (distribution, marketing, produits, R&D, ...). Schumpeter dans son essai *"Change and the Entrepreneur"* met l'accent sur l'importance de l'entrepreneur pour la réussite d'une entreprise au niveau microéconomique mais aussi pour le système capitaliste au niveau macroéconomique.

Joseph Schumpeter (1883-1950) a notamment enseigné à Harvard. Il est connu pour ses contributions sur la théorie des cycles économiques et l'importance de l'innovation. Sa théorie de la **"destruction créatrice"** met en avant que les innovations dans les économies capitalistes fragilisent les positions établies et ouvrent dans le même temps de nouvelles opportunités. Une application directe de cette analyse est que des millions d'emplois sont détruits chaque année et que, dans le même temps, des millions de nouveaux emplois sont aussi créés.

Son ouvrage de référence *"Capitalism, Socialism and Democracy"* est publié en 1942. Pour notre recherche sur la qualité du management, Joseph Schumpeter a un rôle clé au travers en particulier de ses *"Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles and the Evolution of Capitalism"* publiés en 1950 et qui s'étalent sur la période 1909 à 1949. Partant du terrain avec une approche "bottom up", il est le **premier économiste à mettre les entrepreneurs au centre de la compréhension microéconomique comme macroéconomique**.

*"Entrepreneurs are innovators who use a process of shattering the status quo of the existing products and services, to set up new products, new services" – Joseph Schumpeter*

## "The Practice of management", ouvrage clé pour la qualité du management

Drucker propose une définition large du management. Le terme management s'applique aussi bien au CEO, au cadre dirigeant qu'au manager d'une équipe sur le terrain. Comme nous allons le constater ci-après, analyser la qualité du management avec Peter Drucker, c'est accepter que le management n'est pas une science exacte.

## ► Rôle de la Direction dans une entreprise

Dans une économie concurrentielle, la qualité du management est un avantage réel qui constitue une **barrière à l'entrée**. La Direction anime et impulse. Sa compétence, son intégrité et son expérience doivent être analysées avec la modestie du fait que l'on ne sera jamais dans la science exacte. La Direction de l'entreprise dirige les cadres qui eux-mêmes animent les ressources humaines et contribuent à leur développement. La Direction gère le temps présent et surtout le temps futur. Diriger, ce n'est pas réagir passivement et s'adapter, c'est anticiper, créer, innover en s'appuyant sur la formalisation d'objectifs.

## ► Diriger une entreprise

Drucker le rappelle avec force, une entreprise est créée et dirigée par des personnes physiques et pas seulement par des organisations et des processus. Sa réussite dépend d'elles. Distribuait un produit et/ou un service, l'entreprise doit régulièrement innover pour assurer son développement en restant toujours proche des besoins des clients. Drucker identifie 8 domaines dans lesquels il convient de **fixer des objectifs qui peuvent être mesurés** : le marché, l'innovation, la productivité, les ressources matérielles et financières, la rentabilité, l'action et l'autorité du CEO, les collaborateurs, **la responsabilité publique (notion proche de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise, RSE)**.

Les 3 derniers domaines sont clairement moins tangibles que les 5 premiers mais tout aussi importants pour Drucker. On est là au cœur de la qualité du management et il revient à l'équipe dirigeante de rendre tangible ces 3 derniers domaines par des actes et réalisations concrètes. Enfin, il convient de trouver un juste équilibre entre tous ces objectifs.

*Analyser la qualité du management, c'est accepter que le management n'est pas une science exacte*

*Dès 1954, Drucker annonce que la RSE ou "Responsabilité publique", est l'un des 8 domaines dans lesquels il convient de fixer des objectifs qui peuvent être mesurés*

## ► Diriger les cadres supérieurs

L'équipe dirigeante est une **ressource fondamentale et rare** pour l'entreprise. Le management intermédiaire ne doit pas non plus être négligé car ce dernier est à la manœuvre pour exécuter avec succès la stratégie formalisée par la direction générale de l'entreprise. Accompagner, appuyer le management intermédiaire doit être une préoccupation, une occupation prioritaire de l'équipe dirigeante en trouvant toujours le bon équilibre entre centralisation et décentralisation.

Les objectifs aident à formaliser une vision elle-même déclinée en stratégie. Les objectifs ont d'autant plus de valeur qu'ils permettent d'embrasser un maximum d'ambitions, comportent le maximum de responsabilités et font participer le plus grand nombre de collaborateurs.

Concernant l'**organisation**, on parlerait également aujourd'hui de culture d'entreprise, Drucker invite à ce qu'elle soit toute **orientée vers le recrutement et la conservation des hommes et femmes capables**. L'objectif est, selon Lord Beveridge, que cette organisation puisse "faire accomplir par des hommes ordinaires des choses hors de l'ordinaire". Cette mesure de la performance des hommes passe par une évaluation sur le terrain, seule à même de formaliser les bons niveaux de reconnaissance financière comme non financière, la mobilité et la promotion des talents.

Dernière recommandation de Drucker dans ce volet : il faut nommer des hommes et femmes aux postes de management qui soient intègres et dotés de leadership, leadership que Drucker définit comme la capacité de commandement des hommes.

*Input de l'organisation et de la culture d'entreprise selon Lord Beveridge : « faire accomplir par des hommes ordinaires, des choses hors de l'ordinaire ».*

## ► Le CEO

Le CEO a une responsabilité première et différente des autres cadres dirigeants. L'organisation de sa propre succession est la responsabilité et mission première au-delà des contributions qu'il apportera à l'entreprise pendant sa période de responsabilité. Tout en développant et fixant les objectifs, il anime l'équipe dirigeante et doit savoir largement déléguer avant d'arbitrer ou trancher si nécessaire. Le CEO a une foule de sollicitations en dehors de l'entreprise, il doit pourtant en priorité rester concentré sur l'entreprise (clients, collaborateurs, visite de sites, ...) avec un agenda du temps maîtrisé limitant les pressions extérieures et prévoyant des plages suffisantes pour gérer les urgences.

Drucker insiste également sur le risque du CEO sauveur et unique, d'une direction générale assurée par un seul homme, en particulier lorsqu'il s'agit d'organisation large. Il développe le cas d'école avec Henry Ford entre les années 1920 et 1940. Il explique qu'il est difficile de trouver une personne qui soit à la fois un "homme de réflexion", un "homme d'action" et un "homme de l'avant". Drucker cite de nombreux exemples d'entreprises performantes grâce à la contribution d'une équipe de 2, 3 ou 4 dirigeants complémentaires. Bref, **l'équipe est tout aussi importante que le capitaine**. À l'inverse, un autre risque est de multiplier les niveaux de management entre le CEO, l'équipe dirigeante en général, et les unités opérationnelles sur le terrain.

*Responsabilité première et différente du CEO : organiser sa succession*

*Sollicité en externe, le CEO doit rester concentré sur l'entreprise*

## ► Quelle organisation adopter ?

La théorie des organisations est émergente lorsque Drucker publie ses ouvrages clés. Pour autant, il insiste sur plusieurs principes qui mettent en avant l'importance de ne pas négliger le terrain opérationnel et le management de proximité :

- **L'organisation doit partir des activités opérationnelles** et non de fonctions type théoriques. Elle doit être passée en revue régulièrement à la lueur des objectifs, de la réussite et des échecs des entreprises.
- L'organisation doit également être cohérente par rapport aux processus de décisions dans l'entreprise, des décisions dont au moins 90% selon Drucker sont des décisions types. Dans un souci d'efficacité, Drucker rappelle que l'arrêt de décisions ou leur suspension doivent rester des mesures exceptionnelles.

*S'intéresser à l'équipe dirigeante, pas seulement au capitaine*

- Par principe, une décision doit si possible être prise au niveau le plus bas du management et aussi près du lieu où elle sera exécutée, afin de pouvoir limiter en particulier dans les grandes entreprises, les niveaux de management, avec l'inertie qui peut en résulter et disposer d'une chaîne de décision la plus courte possible. Drucker cite en exemple l'Église catholique, organisation ancienne et vaste qui s'appuie sur une chaîne de responsabilité et de décision réduite ; Pape, Cardinaux, Évêques, Prêtres.
- L'organisation doit se penser dans l'analyse des relations de façon verticale mais aussi horizontale. Elle doit également **permettre le fonctionnement en mode projets**.
- Drucker prône l'avantage d'une organisation décentralisée construite autour de business dotés de leurs propres P&L, objectifs et culture du résultat. Autre avantage, cette organisation permet d'évaluer et de faire émerger tôt les futurs dirigeants de demain. Lorsque l'on remonte en haut de l'organisation, **le lead doit être donné aux responsables opérationnels (front) au sein du comité d'exécutifs** qui accueillera aussi des fonctions de support.
- Enfin Drucker cite 3 principaux symptômes d'une mauvaise organisation : un nombre trop élevé de niveaux de management, la multiplication de mode de décisions prises en urgence et/ou de façon exceptionnelle, une équipe dirigeante ayant toute le même âge (trop âgée ou trop jeune d'ailleurs).

### 3 symptômes d'une mauvaise organisation

### Articulation nécessaire entre stratégie, organisation et ressources humaines

### Le management intermédiaire à la manœuvre pour la bonne exécution de la stratégie

## ► Management de proximité et Ressources Humaines

Le profil du collaborateur type sur le terrain a évolué et continue à évoluer profondément en ce début du XXI<sup>ème</sup> siècle. Il est loin le temps du salarié simple exécutant, non qualifié, non formé, à qui l'on ne demande pas d'initiative et ne confie pas d'objectif. Notre couverture d'entreprises européennes s'insère dans une économie mondiale reposant de plus en plus sur les services, fonctionnant en réseaux et numérique. Dès lors, une analyse qualitative des ressources humaines complétant les mesures quantitatives historiques s'impose. Drucker explore l'articulation nécessaire entre stratégie, organisation et ressources humaines. Drucker insiste sur le **rôle que doit jouer le manager de proximité en matière de Ressources Humaines**. Les Ressources Humaines ne doivent pas être que l'affaire de la Direction des ressources humaines mais aussi du management, de terrain comme au sein du Comité exécutif.

Autre point rappelé par Drucker, le rôle de chef d'orchestre du manager de proximité, qui harmonise les décisions et trouvent les bons équilibres entre exigences du court terme et bons choix sur le long terme. Rappelons que pour l'investisseur, **le manager de proximité a la lourde responsabilité d'exécuter la stratégie formalisée et impulsée par l'équipe dirigeante**.

## Autres contributions de Peter Drucker

Peter Drucker a insisté sur plusieurs autres facteurs de succès :

- L'entreprise est une machine à produire des profits mais pas uniquement. L'entreprise est aussi une communauté humaine qui a vocation à s'ouvrir de plus en plus à la société. **Drucker ouvre le champ à la RSE dès 1954**.
- **"Picking the best people"** : il est important d'embaucher et de garder les meilleurs éléments. Drucker annonce la guerre des talents avant l'heure. Les employés sont de véritables actifs créateurs de valeur, pas seulement une charge d'exploitation.
- **"Knowledge workers"** : le dirigeant doit s'assurer du développement de l'actif le plus important de l'entreprise : ses employés. Drucker insiste sur la formation des employés. Le monde ira vers une économie de connaissance et de l'information. La formation de l'encadrement et des salariés est une priorité.

- Direction par Objectifs : tout comme Taylor dès l'origine, Drucker insiste sur le management par objectifs le mieux à même de motiver les collaborateurs plutôt que d'assigner des tâches d'exécution.
- L'efficacité des managers est clé. Elle passe par 5 bonnes habitudes : gestion du temps, concentration sur les objectifs et résultats, concentration sur les atouts individuels et collectifs des équipes, gestion des priorités et capacité à prendre des décisions.
- À nouveau précurseur, Drucker précise que l'efficacité des décisions prises par une organisation repose notamment sur la diversité des opinions exprimées au sein d'une équipe ou d'une direction.

## "From good to Great": Jim Collins et le graal du leadership

Nous reprenons ci-après assez largement notre développement publié en 2009 sur l'apport de Jim Collins sur l'analyse des CEO, en particulier sur leur profils antistar ou superstar.

La question du style de management idéal pour assurer le succès d'une entreprise dans la durée est récurrente car aucune réponse simple n'existe face à la complexité du sujet. Pour autant, la majorité des investisseurs reconnaîtra volontiers que cette question est centrale dans l'analyse des opportunités d'investissements de moyen ou long terme qui se présentent à eux. En effet, et en dehors du hasard, qui d'autre que l'équipe dirigeante d'une entreprise peut déterminer son succès dans la durée ?

### Quel portrait type du CEO porteur de succès ?

Il n'existe pas un type particulier et unique de CEO dont le profil psychologique, en plus de certaines compétences, permettrait a priori d'assurer le succès durable d'une entreprise. Toutefois, nous avons cherché à identifier quels sont les traits de caractère communs à la majorité des CEO ayant porté leur entreprise au plus haut niveau de succès.

#### ► Le CEO de niveau 5, meilleur garant du succès durable

Parmi les ouvrages de management, plusieurs sont de l'auteur américain Jim Collins, véritable expert des sociétés ultra performantes. Son livre "From good to great" fait figure de référence incontournable en la matière. Sorti en 2001, il figure toujours dans les meilleures ventes d'ouvrages de management dédiés au "leadership".

*Faire passer l'intérêt de l'entreprise avant son propre intérêt*

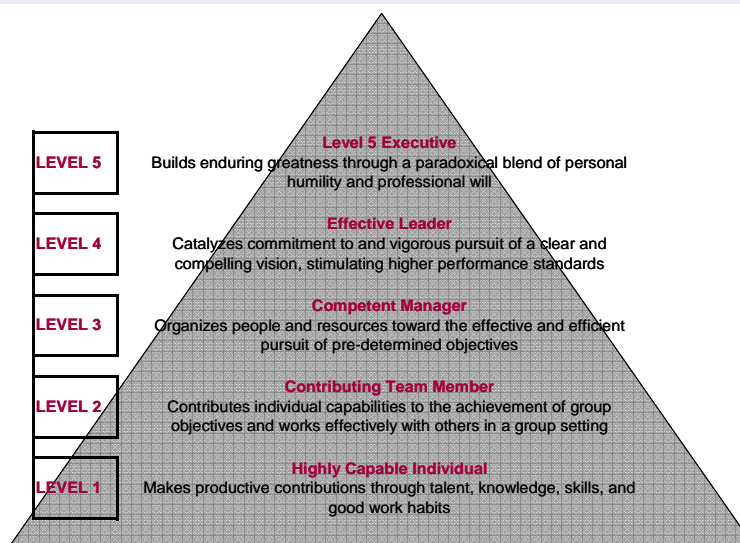
Partant d'un échantillon de 1 435 sociétés, Jim Collins a cherché à identifier quels sont les facteurs clés de succès que l'on retrouve dans toutes les sociétés figurant dans le peloton de tête au sein d'un secteur, et sur la base des performances financières et boursières.

*Fuir les médias, garant du succès durable ?*

Parmi les sociétés "exceptionnelles" (Great) de chacun des secteurs, Jim Collins identifie un facteur commun : **un CEO de niveau 5**. Cette appellation désigne les CEO qui, en plus des quatre qualités généralement considérées comme nécessaires pour être un excellent manager, réussissent à ajouter un cinquième niveau de qualité. Ce dernier est composé principalement de **l'association duale et contradictoire d'humilité personnelle et d'ambition professionnelle, de modestie individuelle et de volontarisme collectif**. La différence fondamentale avec les autres catégories est que ces CEO font toujours passer l'intérêt de leur entreprise avant leur propre intérêt. Pour ceux de niveau 4 en revanche, leur départ est souvent synonyme de rupture pour la société car le succès reposait uniquement sur eux. Une autre caractéristique des CEO de niveau 5 est de fuir les médias et de ne donner que peu ou pas d'interview.

*Les CEO de niveau 5 sont généralement issus du sérail de l'entreprise*

## Hiérarchie des différents niveaux de compétence et de leadership



Graphique n2 – Source : Jim Collins

L'un des enseignements de Collins est qu'il n'est pas nécessaire, voire vivement déconseillé, de faire appel à un CEO recruté en externe pour pérenniser la performance "exceptionnelle". **L'écrasante majorité des CEO de niveau 5 identifiés par Collins sont issus du sérail de l'entreprise.** De plus, ils appartiennent radicalement à la catégorie des "team players". L'analyse de leurs discours et de ceux des dirigeants "normaux" montre **un usage beaucoup plus limité du "Je" et, au contraire, un emploi bien plus grand du "nous"**. Par ailleurs, ces mêmes CEO étaient les premiers à préparer sérieusement et efficacement leur succession. En effet, soucieux d'assurer à leur entreprise un succès durable, ils ne pouvaient pas se permettre de ne pas désamorcer le risque que représente la dépendance de l'entreprise vis-à-vis d'eux. Ce critère est le signal objectif d'une préoccupation portée prioritairement à l'entreprise.

*Une organisation sérieuse et efficace de sa succession : preuve de l'engagement du CEO pour sa société*

Enfin, et dans le cadre des entretiens passés par Collins avec ces CEO, le rôle de la chance est souvent évoqué. Les CEO de niveau 5 ont tendance à attribuer les succès de l'entreprise aux employés ou à la chance alors qu'ils sont capables de dire assez précisément quelles sont les causes de l'échec d'un projet. Ils réussissent à reconnaître le rôle du hasard dans la vie des affaires, mais ils refusent de justifier leurs difficultés par la malchance et cherchent à comprendre précisément ce qui a mal tourné.

## L'analyse des échecs apporte aussi un éclairage utile

Le dernier opus de Collins traite des retournements de fortune de sociétés ayant été historiquement très performantes, mais dont le déclin semble soudain impossible à enrayer.

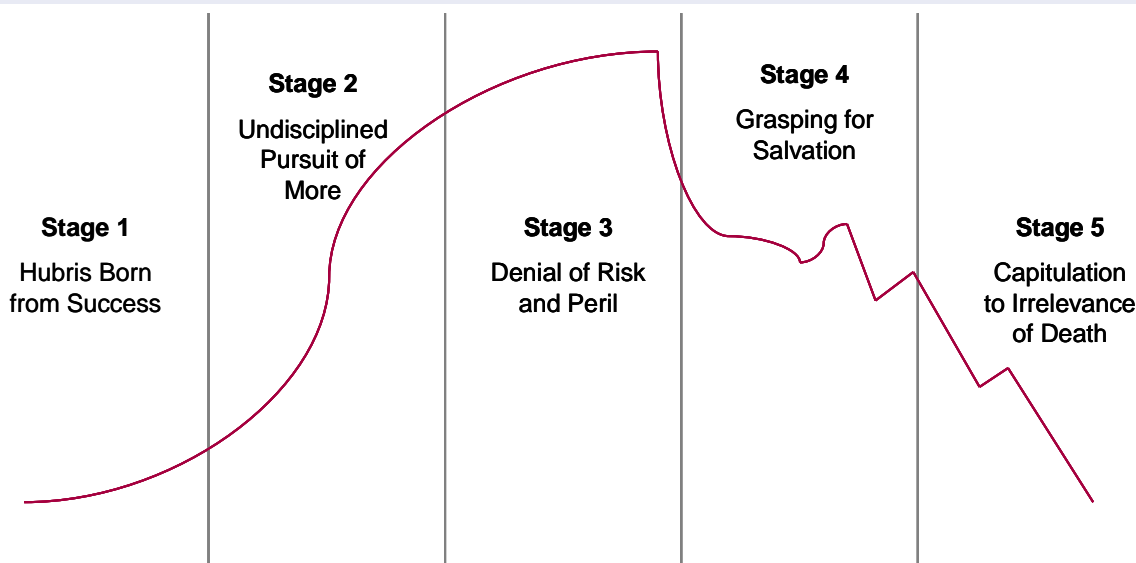
### ► Lorsque le succès engendre l'échec

Assez logiquement, Jim Collins identifie dans son dernier livre ("*When the mighty fall*", 2009) que l'une des causes des dérives industrielles est la fierté mal placée de dirigeants de l'entreprise concernée, leur arrogance.

Dans la séquence qui conduit à l'accident, l'entreprise enregistre d'abord une succession de succès que le management attribue consciemment ou non à ses qualités remarquables. L'effet grisant du succès amène ensuite les dirigeants à prendre de nouveaux risques dans des domaines qu'ils ne maîtrisent pas encore. Il s'agit ici de l'abandon progressif de discipline, qui est souvent suivi du déni des risques encourus. Dès 1996, ce constat avait mené le patron d'Intel, Andy Grove, à revendiquer une culture de la paranoïa pour son organisation car, pour lui, le pire ennemi de chacun est à chercher en soi.

*L'arrogance favorise l'abandon de la discipline et le déni des risques*

## Les cinq grandes étapes menant au déclin



Graphique n°3 – Source : Jim Collins

### Attention aux egos et aux fiertés mal placées

Sur ce registre, les exemples sont nombreux et, chaque fois, il est gênant de voir des dirigeants encensés dans la presse économique passer précipitamment du piédestal au pilori. Sorte d'autopsie du problème, un rapport d'UBS, sorti en avril 2008, et destiné à ses actionnaires, décrit très précisément l'ensemble des étapes ayant conduit à son fiasco. La première remonte à 2004, période pendant laquelle UBS fait partie des banques ressortant de la crise de 2001-2003 plus fortes que ses concurrentes. Fort de ce succès, le management d'UBS a rapidement fait preuve d'une prétention mal placée en identifiant que la seule activité très profitable qui lui faisait défaut était notamment la titrisation de prêts hypothécaires douteux. Pour mesurer l'opportunité et trouver un positionnement de choix, UBS décide d'analyser deux concurrentes pour s'inspirer de leurs pratiques : Lehman Brothers et Bear Stearns. Nous connaissons la fin de l'histoire.

### ► Des signes avant-coureurs permettent d'anticiper la dérive

Comme nous l'avons vu, trop de succès peut mener les entreprises à de cuisants échecs. Ce constat peut surprendre, mais ce phénomène existe sous différentes appellations dans de nombreux domaines. Aux États-Unis, au moins trois disciplines se prêtent à ce genre de réflexions :

### Existe-il une malédiction du gagnant ?

- dans le domaine sportif, il existe la malédiction du "Sports Illustrated", qui postule que les athlètes qui apparaissent en couverture du journal "Sports Illustrated" ont des performances dégradées ;
- à Hollywood, les jeunes acteurs redoutent la "malédiction du Sophomore". Dans le système éducatif américain, les Sophomores sont les étudiants de deuxième année. Cette malédiction établit que le succès de très nombreux acteurs lors de leur premier rôle est suivi d'un cuisant échec lors de leur deuxième film ;
- enfin, Paul Samuelson identifia la "maladie du prix Nobel". D'après ce grand économiste, la qualité des travaux de recherche se dégrade après que leurs auteurs aient reçu le prix Nobel d'économie !

Ces phénomènes peuvent s'expliquer partiellement par un simple "retour à la moyenne". En effet, il est généralement difficile de distinguer à court terme le génie de la chance. Sur le plan sportif, cinématographique ou de la pensée, une période faste peut s'avérer non pérenne du fait d'être fondamentalement aléatoire.

## Les Superstars sont-ils les CEO de tous les dangers ?

Une étude de Malmendier et Tate ("Superstar CEOs" d'avril 2008) cherche à mesurer les effets du statut de Superstar que certains CEO obtiennent. Nous nous sommes appuyés notamment sur cette recherche pour développer en 2008 notre propre modèle d'analyse du profil des dirigeants star ou antistar, modèle qui a fait l'objet de plusieurs publications entre 2009 et 2012. En étudiant les caractéristiques des CEO devenus Superstar, les deux auteurs concluent notamment que :

- les entreprises de ces CEO voient leurs performances se dégrader et sous-performer lourdement leurs pairs sur les plans financier et boursier ;
- ces CEO réussissent à augmenter drastiquement leur rémunération sans pour autant le justifier par l'atteinte d'objectifs particuliers ;
- ces CEO ont une plus grande propension à s'adonner à des activités privées qui ne créent a priori pas de valeur pour leur entreprise (écrire un livre, jouer au golf, être au Board de sociétés externes, ...) ;
- les CEO d'entreprises dotées d'une bonne gouvernance voient leur rémunération moins progresser et les performances de l'entreprise se dégrader moins fortement, une fois le statut de Superstar atteint.

*CEO Superstar et gouvernance en retrait, attention à la sous-performance à venir !*

Fondée sur l'étude d'un échantillon très large d'entreprises issues de tous les secteurs (S&P 500), leur conclusion est sans appel : **la couverture médiatique et les feux de la rampe semblent être fortement associés à une sous-performance à venir, lorsque la gouvernance de leur entreprise est défaillante.**

Selon nous, il existe un parallèle entre les qualités requises pour devenir un grand CEO et un grand gérant de portefeuilles : en effet, alors que les enjeux sont potentiellement très importants, il faut pourtant réussir à se bâtir des convictions face à un environnement complexe, changeant et surtout très incertain. Il faut, ici, réussir à bien distinguer la conviction (toujours conditionnelle et généralement temporaire) et la certitude qui peut mener à la ruine si celle-ci s'avère erronée. D'après ses collaborateurs, George Soros est capable d'abandonner une forte conviction très rapidement si la situation l'exige, sans pour autant manifester des signes classiques de stress.

*"Investors should never get married to their positions"  
George Soros*

Une autre analogie peut être faite avec certains hommes politiques dont la vision et l'action ont radicalement changé leur époque. Au rang des défis politiques a priori insurmontables, nous rangeons la construction de l'Union Européenne parmi les grands exploits du siècle dernier. Malgré des siècles de guerres et de divisions, quelques hommes se mettent pourtant à imaginer au lendemain de la seconde guerre mondiale que cela est possible. Parmi les "pères" de l'Europe, Jean Monnet fut certainement le plus influent, à la fois maître d'ouvrage et maître d'œuvre. Sa méthode, s'il y en a une, est celle du bon sens, de la détermination et de la simplicité au service de son génie en matière de vision et de synthèse des problèmes. C'est une alchimie identifiable mais rarissime. C'est celle qui pousse à faire le bon geste au bon moment au bon endroit. Monnet avoue dans ses Mémoires que "sa méthode de travail transgresse les hiérarchies et bouscule les routines". On lui attribue généralement la fameuse formule "**Il y a dans le monde, deux catégories d'hommes : ceux qui veulent être quelqu'un et ceux qui veulent faire quelque chose**". Jean Monnet précisait généralement qu'il avait choisi la deuxième parce qu'on y trouve "moins de concurrence" ! Cette différence fondamentale permet de distinguer ceux qui existent dans le regard des autres ("être quelqu'un") et ceux qui se construisent et se révèlent dans l'action ("faire quelque chose").

*"I have three precious things which I hold fast and prize. The first is gentleness; the second frugality; the third is humility, which keeps me from putting myself before others. Be gentle and you can be bold; be frugal and you can be liberal; avoid putting yourself before others and you can become a leader among men."  
Lao-Tzu*

*Distinguer les dirigeants qui se construisent et se révèlent dans l'action*

Dans cette logique et par souci de simplification, nous retenons dans le cadre de cette étude deux catégories de CEO : les Superstars et les Antistars. Les premiers s'investissent dans leur entreprise essentiellement pour construire leur propre succès et satisfaire un ego surdimensionné, alors que les seconds se donnent corps et âme à leur entreprise pour lui assurer la plus grande réussite possible. Pour Jean Monnet, l'ironie tient au fait que les hommes politiques (comme les CEO ?) ayant dépensé beaucoup de leurs forces pour arriver au plus haut niveau du pouvoir, perdent souvent toute imagination et toute concentration d'esprit devant l'étendue et la difficulté des problèmes à résoudre.

*La finance comportementale enrichit notre modèle qualité du management*

En conclusion, il semblerait que certains traits de personnalité des CEO soient plutôt source de succès durable (volontarisme et humilité) alors que d'autres peuvent entraîner une dérive dangereuse du management des sociétés (ambition personnelle et identification de la société à soi). Depuis près de vingt ans, l'analyse psychologique et comportementale des individus réputés rationnels a profondément enrichi la finance moderne. C'est pourquoi, la finance comportementale contribue également à enrichir notre modèle qualité du management. En synthèse, le **CEO idéal est un mouton à cinq pattes** à la personnalité particulièrement complexe, voire schizophrénique. En effet, il doit à la fois se révéler **manager schumpeterien** (innovateur, entrepreneur) et **manager weberien** (prudent, patient, gestionnaire). Une difficulté tient au fait que, pour atteindre les plus hauts niveaux de l'entreprise, le CEO doit souvent disposer de qualités incompatibles avec l'humilité. De plus, les Conseils d'Administration opèrent souvent leur choix avec l'hypothèse implicite qu'un bon CEO est un CEO hautement charismatique et très extraverti.

### Autres contributions clés de Jim Collins à la qualité du management

Jim Collins apporte une contribution inestimable pour l'analyse des CEO. Dans une analyse plus large de la qualité du management telle que nous la concevons, Jim Collins met également l'accent sur d'autres points clés. Nous citerons en particulier :

- **la nécessaire analyse de l'ensemble de l'équipe dirigeante** ; le passage en revue du Comex ou de l'équipe de direction est clé afin de s'assurer que l'entreprise ne dépend pas que d'un seul dirigeant, le CEO génial par exemple mais seul ;
- **"Right people on the bus"** ou l'importance de la politique de recrutements en matière de ressources humaines. Jim Collins a souvent rendu hommage à Peter Drucker qui l'a régulièrement inspiré. Tout comme Drucker, Jim Collins insiste sur l'importance de savoir recruter les bonnes personnes. Il vaut mieux être certain à 100% de la recrue, en adéquation avec l'esprit du groupe, quitte à prendre son temps. Les employés doivent avoir un bon équilibre (famille, vie sociale, ...), ils sont dévoués à leur entreprise mais sans oublier les autres aspects importants de la vie.
- **Capacité de travail et autonomie, combinaison vertueuse pour le manager de terrain.** Le manager "Hard Worker" et "Self discipline" montre l'exemple et obtient plus de résultats avec ses employés. La "Self discipline" pour le manager et ses collaborateurs permet d'avoir confiance dans les objectifs et de faciliter la motivation des équipes. Situation inverse et caricaturale, lorsqu'un "tyran" dirige une équipe, le système est difficile à tenir dans la durée. Par ailleurs, s'il part, le système est fragilisé ; "quand le chat n'est pas là, les souris dansent". Avec des employés responsabilisés et plus autonomes, quel que soit le dirigeant, l'organisation restera pérenne.
- **Esprit entrepreneur et sens de la discipline** constitue d'autre part une deuxième combinaison vertueuse. Les entreprises, surtout lorsqu'elles se développent et deviennent de grandes organisations doivent toujours s'efforcer de garder un esprit entrepreneur. Nous invitons à nouveau à la lecture de Schumpeter, l'économiste des entrepreneurs. Dans le même temps, l'entreprise doit instaurer le sens de la discipline afin de procurer l'équilibre nécessaire aux côtés de l'esprit d'entreprise. Pour résumer, un environnement trop strict fige l'entreprise, mais s'il est laxiste, l'entreprise peut courir à sa perte.
- **L'intégrité du management** : l'honnêteté est une question sensible par essence. Afin d'aborder cette thématique de façon apaisée et éviter des approches à considération uniquement morale, il convient avant tout de rappeler qu'il s'agit d'un enjeu de fiabilité pour l'investisseur. On saluera en l'espèce, Warren Buffet, référence pour les investisseurs, dont les 2 mots d'ordres avant d'investir dans une entreprise sont l'honnêteté du management et la compréhension du business model.

*Il faut aussi s'intéresser à l'équipe dirigeante et à la politique de recrutements*

*2 combinaisons vertueuses : capacité de travail et autonomie d'une part, esprit d'entrepreneur et sens de la discipline d'autre part.*

*Les 2 mots d'ordres de Warren Buffet avant d'investir : l'intégrité du management et la compréhension du business model*



# NOTRE MODÈLE POUR MESURER LA QUALITÉ DU MANAGEMENT EN 4 AXES ET 21 CRITÈRES

---

*Le modèle d'analyse et de mesure de la qualité du management présenté est le fruit de **9 années de courbe d'expérience** acquise par Oddo Securities depuis 2005 avec des publications régulières traitant de Ressources Humaines (2005 et suivantes), de Gouvernement d'entreprise (2006 et suivantes), d'Innovation (2008 et suivantes) ou encore du profil des CEO (2009 et suivantes). Notre modèle s'appuie notamment sur les apports académiques du triptyque Schumpeter/Drucker/Collins et de praticiens de différents horizons tels que Warren Buffet ou David Gergen.*

*Un modèle élaboré pour  
l'investisseur "non insider"*

*Ce modèle répond au besoin de l'investisseur intervenant sur le marché des émetteurs cotés en bourse avec un **profil de "non insider"**. La démarche est holistique. Nous passons en revue successivement 21 critères quantitatifs ou qualitatifs regroupés dans une logique large top down → Bottom up et 4 axes : le CEO, l'équipe dirigeante, l'organisation/le management intermédiaire et les Ressources Humaines.*

## Les objectifs visés par l'investisseur

Notre modèle répond au besoin de l'industrie financière intervenant sur le marché des émetteurs cotés en bourse avec un profil de "non insider". **Le sujet de la qualité du management n'est pas neuf.** Un article récent paru dans la Harvard Business Review en novembre 2012, "What Makes Analysts Say 'Buy'?", rappelle ainsi que les analystes "sell-side" couvrant les entreprises européennes donnent une importance très élevée à la qualité de l'équipe dirigeante. Notre contribution est dans le modèle de mesure que nous proposons à l'investisseur "non insider". Nous passons en revue la qualité du management en 4 axes afin de donner un gage de bonne capacité d'exécution de la stratégie qui a été annoncée et présentée par l'entreprise.

Nous estimons du point de vue de l'investisseur que :

- le CEO "idéal" a assuré sa succession, est fiable, compétent, antistar, visionnaire et leader ;
- le comité exécutif "idéal" a une taille optimale, bénéficie d'une bonne diversité cognitive, a un bon track-record en matière de gestion des réorganisations/restructurations et d'intégration des acquisitions et est associé significativement au capital ;
- l'organisation "idéale" de l'entreprise est apprenante et simple, avec un nombre limité de matrices et de niveaux de management tandis que le management intermédiaire et/ou de proximité "idéal" est soucieux d'une gestion *lean*, au cœur de la croissance organique, de la capacité d'innovation et de la prise de parts de marché. Il est le premier rempart pour conserver une culture entrepreneuriale ;
- Des ressources humaines "idéales" ne révèlent pas de dysfonctionnements et risques sociaux, ont un niveau de productivité élevé, sont formées, bénéficient d'opportunités de mobilité interne (gestion des carrières) et sont associées au capital. Ce Capital Humain bénéficie de l'attractivité de l'entreprise et d'une politique de recrutement de qualité.

## Synthèse du modèle pour les Large Cap

Nous présentons ci-après la synthèse utilisée pour le passage en revue des grandes entreprises. Le détail des grilles de scoring pour chacun des 21 critères est fourni en annexe de la présente étude.

*Qui compte le plus, le CEO ou l'entreprise ?*

Le modèle développé pour les Mid Caps et qui sera communiqué ultérieurement est similaire (4 axes d'analyses, 21 critères) mais avec des pondérations différentes, avec notamment un renforcement du poids du CEO et de l'équipe dirigeante.

### Modèle de scoring de la Qualité du Management pour les Large Caps

Synthèse scoring Qualité du Management		XXX	Large Cap (score max.)	
<b>CEO (30%)</b>	Critère 1	Organisation succession	0.0	10.0
	Critère 2	Fiabilité	0.0	5.0
	Critère 3	Compétence	0.0	5.0
	Critère 4	Antistar	0.0	5.0
	Critère 5	Vision et leadership	0.0	5.0
<b>Equipe dirigeante (25%)</b>	Critère 6	Taille du Comex	0.0	3.0
	Critère 7	Composition et fonctionnement du Comex	0.0	5.0
	Critère 8	Gestion réorganisations / restructurations	0.0	6.0
	Critère 9	Intégration des acquisitions	0.0	6.0
	Critère 10	Association au capital	0.0	5.0
<b>Organisation et Management intermédiaire (25%)</b>	Critère 11	Axes matriciels et niveaux de management	0.0	3.0
	Critère 12	Croissance organique et prise de PDM	0.0	8.0
	Critère 13	Capacité d'innovation	0.0	5.0
	Critère 14	Organisation apprenante	0.0	2.0
	Critère 15	Gestion <i>lean</i>	0.0	2.0
	Critère 16	Culture entrepreneuriale	0.0	5.0
<b>Ressources Humaines (20%)</b>	Critère 17	Dysfonctionnements et risques sociaux	0.0	5.0
	Critère 18	Productivité RH	0.0	5.0
	Critère 19	Attractivité et recrutement	0.0	3.0
	Critère 20	Formation et gestion des carrières	0.0	4.0
	Critère 21	Actionariat salarié	0.0	3.0
<b>Score global</b>			<b>0.0</b>	<b>100.0</b>

Tableau n°4 - Source : Oddo Securities

## Critères pour le CEO

### Organisation de sa succession (10%)

#### ► Importance d'une succession préparée à l'avance

La question de l'organisation de la succession doit être en haut de la feuille de route du dirigeant et du Conseil d'Administration de l'entreprise. Le refus par un dirigeant d'envisager l'organisation de sa succession (planification à terme, scénario B en cas de crise du type accident, ...), quelle que soit sa performance, est un signal négatif car il traduit que le succès de l'individu, le CEO en l'espèce, compte plus que le succès et l'avenir de l'entreprise. Or, Alphonse Allais ou encore Georges Clemenceau nous ont rappelé, parmi d'autres, le vieux proverbe ; "les cimetières sont remplis de gens irremplaçables". De même, lorsque les généraux vainqueurs défilaient dans la Rome antique, un serviteur installé à leur côté était chargé de leur répéter "Memento mori" ("Rappelle-toi que tu vas mourir"). Cette analyse du plan de succession a d'autant plus d'importance que :

- le CEO se rapproche de l'âge de 65 ans ;
- et/ou qu'il termine 2 mandats et/ou 10 ans à la tête de l'entreprise.

*"Les cimetières sont remplis de gens irremplaçables"*

*"Memento mori"*

*Air Liquide et L'Oréal, 2 exemples de Large Caps françaises sachant organiser la succession de leurs CEO*

### ► **Légitimité des CEO issus de l'interne**

Le taux d'échec des CEO issus de l'externe est plus élevé que celui pour les recrutements en interne. Idéalement, un dirigeant depuis plus de 8 ans dans l'entreprise et ayant occupé plusieurs niveaux de responsabilités, en particulier des responsabilités opérationnelles, a toutes les chances pour que sa nomination au poste de CEO soit un succès pour lui et surtout pour l'entreprise et ses actionnaires. Nous valorisons dès lors les entreprises qui savent organiser l'émergence de leurs dirigeants qui ont fait leurs preuves en interne. On pourra prendre comme exemples au sein des Large Caps françaises des groupes tels que Air Liquide ou L'Oréal. À l'opposé, les nominations "politiques" issues de l'externe concentrent les risques d'échec ou de faible performance.

### ► **Les situations justifiant les recrutements externes**

La légitimité des CEO issus de l'externe se justifie en situation de crise, de dilemme, de blocage en interne, lorsque le management en place ne fait pas ses preuves.

## **Fiable (5%)**

*Quid de la capacité du CEO à délivrer ce sur quoi il s'est engagé ?*

### ► **Cohérence entre les discours et les faits**

La fiabilité du dirigeant est à juste titre le premier et, le plus souvent, le seul critère suivi par les investisseurs pour juger de la qualité du management. L'on entend par fiabilité du CEO du point de vue de l'investisseur sa capacité à délivrer ce sur quoi il s'est engagé. L'horizon de temps n'est pas figé, il peut s'agir de 1, 2, 3 ans... L'investisseur se pose donc simplement, et avec raison, la cohérence entre discours et faits du CEO.

### ► **La question de l'honnêteté, sous-jacente à celle de la fiabilité**

La question de la fiabilité pose, heureusement très rarement, celle de l'honnêteté du dirigeant. Le comportement du dirigeant, son intégrité, ses valeurs personnelles doivent être en cohérence avec celles de l'entreprise. Warren Buffet nous le rappelle, l'honnêteté du management constitue son premier critère d'investissement "GO" / "NO GO". De nombreux académiques et praticiens reviennent largement sur cet enjeu de l'intégrité du management ; Drucker, Gergen...

## **Compétent (5%)**

*Capacité à concilier vision globale et sens de la précision*

### ► **Excellence, "consistency", courage**

On caractérisera la compétence d'un dirigeant par sa culture de l'excellence, la qualité de ses décisions prises dans le passé, la crédibilité de son track-record. La capacité à concilier vision globale et sens de la précision ou "consistency" est également un atout à considérer. La compétence, c'est aussi la capacité à faire des choix, à prendre des décisions courageuses, à en assumer les conséquences, y compris en cas d'échec (capacité de résilience).

### ► **Compétence sectorielle**

L'investisseur est particulièrement sensible à la connaissance du secteur, à la richesse du parcours et à la réussite professionnelle du dirigeant dans ce secteur. Par ailleurs, on étalonnera plus facilement la compétence d'un CEO en faisant un benchmarking sectoriel en relatif.

### ► **Savoir s'entourer**

*Capacité à s'entourer des meilleurs*

La compétence du dirigeant s'évalue aussi à la lueur de sa volonté de s'entourer des meilleurs et de sa capacité à attirer et retenir les talents, en premier lieu au sein du comité exécutif. À l'inverse, on sera prudent sur l'habitude de certains dirigeants de recourir systématiquement à des consultants externes avant toute prise de décision.

## Antistar (5%)

### ► Attention aux ego, dérives et dispersions

Dans ses horaires professionnels, le CEO doit être concentré sur l'interne de l'entreprise, les clients, les collaborateurs, les produits et services, et accessible dans son bureau ou sur le terrain. Attention dès lors :

- à la multiplication des activités externes qui ne créent pas forcément de la valeur pour l'entreprise ; livres, terrains de golf, présence dans les médias de façon non ciblée, mandats dans plusieurs Board externes, réseau professionnel se comptant en milliers de contacts, ...
- à une exposition médiatique sans rapport avec l'intérêt de l'entreprise ;
- à la multiplication des récompenses du type stratège ou manager de l'année.

L'idée n'est pas d'exclure les ouvertures du CEO sur l'extérieur mais d'en limiter le nombre, 1 mandat externe actif d'administrateur par exemple, et de s'assurer de la cohérence de ces ouvertures avec les activités de l'entreprise.

### ► "COOPERATIVE"

Plusieurs praticiens se sont efforcés de formaliser les 5 C's du leadership au cours des années 2000 en mettant l'accent notamment sur cinq qualités du leader commençant par la lettre C ; "Candide, Caring, Competency, Consistency, Courage...".

Dans cette lignée des 5 C's, nous proposons de retenir le CEO coopératif. Ce CEO a l'esprit d'équipe, contrairement au dirigeant enfermé dans sa tour d'ivoire. Il est connecté dans l'entreprise mais aussi en dehors de l'entreprise.

La capacité d'écoute, la capacité à prendre des décisions en équipe, la communication autour du NOUS et non du JE sont des éléments qui caractérisent le profil du dirigeant anti-star.

*Communication autour du NOUS et non du JE*

### ► "CARING"

Autre qualité issue des 5 C's des années 2000 et que nous reprenons à notre compte en l'espèce : le dirigeant "caring". Ce concept recouvre la capacité du dirigeant à prendre soin de l'entreprise par sa patience, son bon sens ou encore sa discipline et à prendre soin aussi des principaux collaborateurs qui l'entourent. Ce "caring" se rapproche plus du dirigeant Weberien que du dirigeant Schumpeterien que nous valorisons dans notre modèle. Il est vrai qu'en cherchant cet équilibre, nous reconnaissons que le CEO idéal est un peu un mouton à 5 pattes...

## Visionnaire et leader (5%)

### ► Visionnaire

Ce critère sera d'autant plus important que le dirigeant exerce dans une industrie à forte dynamique et cyclicité telle que la High-tech ou encore dans un small cap sur un secteur émergent telle que la Biotechnologie. La vision ne se décrète pas. Elle a néanmoins plus de chances de venir chez des dirigeants curieux, ouverts au changement, capables d'affronter l'incertain, de changer les règles, d'être contrariants. Elle se retrouvera plus facilement chez le manager Schumpeterien dans l'âme, c'est-à-dire entrepreneur et ouvert à l'innovation sous toutes ses formes (technologie, produits, marketing, distribution, ...). Bref, un visionnaire pour l'entreprise, c'est un entrepreneur ouvert sur l'innovation.

*Le visionnaire, cet entrepreneur ouvert sur l'innovation*

*Le "doer", le dirigeant qui se révèle dans l'action, pas dans le regard des autres*

### ► Développeur

La vision ne sert pas à grand-chose si le dirigeant n'a pas la culture du développement et de l'action, dans la durée, sur le long terme. Le développeur dépasse le cadre du simple dirigeant gestionnaire. Le développeur construit et se révèle dans l'action, c'est un "doer". Le développeur est à l'opposé du dirigeant qui souhaite exister dans le regard des autres, qui veut "être quelqu'un", qui vit dans l'unique besoin de reconnaissance.

### ► Leader

Le leader se révèle par sa capacité à :

- Convaincre ;
- fédérer et entraîner les équipes en interne ;
- donner du sens au-delà de la réussite économique ;
- fédérer en externe autour du projet d'entreprise ; les investisseurs, les pouvoirs publics, l'opinion publique, ...

### ► Volontaire

*La volonté au service d'une ambition collective*

Vision et leadership doivent pouvoir s'appuyer sur une forte volonté. Cette abnégation doit être au service d'une ambition collective et non individuelle. La réussite et l'aboutissement de projets collectifs doivent prévaloir sur la reconnaissance individuelle.

## L'équipe dirigeante

### Taille du Comité exécutif (3%)

### ► Trouver le juste équilibre

*Taille optimale d'un comité exécutif dans une Large Cap : 10 à 12 membres de rang N et N-1.*

Il y a une taille optimale pour les comités exécutifs permettant à la fois de bons processus de décisions et une bonne diversité des profils des membres.

Pour une Large Cap (CAC 40, DAX 30, FTSE 100, ...), nous estimons que cette taille optimale se situe entre 10 et 12 membres. Nous sanctionnons en particulier une entreprise lorsque le nombre de membres du comité exécutif est supérieur à quatorze.

### ► Attention à la présence de N-2 dans les comités exécutifs

Nous estimons que, sauf cas exceptionnel, assurer une transition par exemple, la présence de responsable de rang N-2 ne se justifie pas dans un comité exécutif.

### ► Nous privilégions un Comex unique

Dans la pratique, l'on rencontre des directoires ou comités de direction restreints de 2, 3 ou 4 membres auxquels sont rattachés des comités exécutifs ou comités de direction élargis de 10, 12, 14 membres. Notre modèle valorise les organisations légères. Nous estimons que ce type d'organigramme crée de facto une strate supplémentaire de décision qui ne se justifie pas. Bref, nous privilégions le principe d'un comité exécutif unique de 10 à 12 membres de rang N-1 autour du CEO.

## Composition et fonctionnement du Comité exécutif (5%)

### ► La diversité cognitive pour optimiser les décisions

*La diversité cognitive pour prendre les meilleures décisions en environnement complexe et incertain*

En matière de gouvernance, nous recommandons une certaine diversité cognitive dans la composition du Conseil d'Administration. De même, en matière de qualité du management, nous recommandons un certain niveau de diversité cognitive au sein du Comité exécutif.

*La diversité cognitive prend de multiples formes*

Dans les 2 cas, recherches académiques à l'appui, la diversité cognitive se justifie car elle contribue à prendre les meilleures décisions possibles dans des environnements économiques de plus en plus complexes et incertains. Nous avons communiqué sur ce choix méthodologique en avril 2012 dans le cadre d'une étude de gouvernance sur les grandes entreprises européennes. Nous invitons les investisseurs intéressés à nous contacter directement pour y accéder.

Cette diversité cognitive prend de multiples formes :

- **Représentation des directions opérationnelles** dites "front" et des **directions support** dites "back".
- **Étagement des âges** favorisant par ailleurs les processus de succession (40, 50, 60 ans, ...).
- En fonction du "business case", de la stratégie de développement de l'entreprise ; origines, expertises, formations initiales, genre et nationalité des membres du comité exécutif.

### ► Rotation au sein du comité exécutif

*Quid du solde des entrées positives et des sorties dommageables au cours des 18-24 derniers mois ?*

Une rotation (interne + externe) est nécessaire mais elle ne doit pas être trop élevée. Une rotation au sein du Comité exécutif nous paraît favorable lorsque qu'elle se situe en moyenne entre 10 et 20% chaque année. Une rotation trop faible (moins de 10% par an) ou trop forte (plus de 20% par an) nous paraît par contre pénalisante pour l'entreprise.

De plus, l'investisseur aura intérêt à suivre le solde des entrées positives et des sorties dommageables au cours des 18-24 derniers mois. Ce critère est d'autant plus important à suivre que l'entreprise se situe dans un secteur à forte intensité Ressources Humaines. Nous définissons précisément cette notion d'intensité Ressources Humaines dans la partie ci-après dédiée aux ressources humaines.

## Gestion des réorganisations, restructurations (6%)

La vie de l'entreprise n'est pas linéaire et conduit à des changements qui passent par des réorganisations et parfois des restructurations qui peuvent être lourdes. Nous parlons de restructuration lourde lorsque plus de 10% des effectifs totaux sont concernés. Ces périodes de réorganisations/restructurations qui peuvent s'étaler sur plusieurs mois, voire plusieurs années pour certaines grandes entreprises, sont un test grandeur nature pour évaluer la qualité de l'équipe dirigeante. **Enfin, comment l'équipe dirigeante gère-t-elle des contextes complexes, sensibles (fermeture de filiales, d'usines), voire des crises ?**

On s'efforcera dès lors d'analyser les points suivants en priorité :

- La restructuration est-elle ciblée ? Les activités sont-elles clairement identifiées ? Moins de 10% des effectifs totaux sont-ils concernés ? Démontre-t-elle une dimension proactive du management ?
- Au contraire, la restructuration est-elle majeure ? Plus de 10% des emplois totaux sont-ils touchés ? L'ensemble du groupe est-il concerné ? La restructuration est-elle révélatrice d'un dilemme stratégique, d'une démarche uniquement réactive ?

- Le management arrive-t-il à mettre en œuvre son plan de réorganisation/restructuration dans des délais raisonnables, 6 mois pour une Small Cap, 18 mois pour une Large Cap ?
- La réorganisation se fait-elle dans un contexte social maîtrisé voire favorable pour conserver la motivation des collaborateurs qui vont rester dans l'entreprise ? Quid de l'existence de grèves, de contentieux, de rapports difficiles avec les syndicats de salariés ?
- Le groupe s'efforce-t-il de trouver des solutions adaptées alternatives aux licenciements secs ; aides à la création d'entreprise, départs volontaires, essaimages, spin-off, reclassement internes...? , c.à.d. offrant aussi des scénarios positifs pour **conserver la motivation des collaborateurs qui vont rester dans l'entreprise** ?

### Intégration des acquisitions (6%)

L'intégration des acquisitions est un autre test pertinent pour juger de la qualité du management.

*Attention aux fusions transnationales, voire transcontinentales entre égaux*

En moyenne, 1 acquisition sur 2 est un échec, c'est-à-dire qu'elle ne crée pas la valeur actionnariale annoncée au moment de l'acquisition. Cet échec a également des conséquences négatives sur les autres parties prenantes que les investisseurs : salariés, clients, fournisseurs, territoires, ... **Ce taux d'échec est encore plus important lors de fusions entre acteurs de taille égale et lors de fusions transnationales voire, transcontinentales.** Un cas d'école parmi d'autres est celui de la fusion d'Alcatel et de Lucent.

Le premier facteur d'échec comme de réussite de ces opérations de rapprochement est le facteur humain/culture d'entreprise/qualité du management. On s'efforcera dès lors d'analyser les points suivants à l'occasion d'opérations de fusions-acquisitions :

- L'entreprise a-t-elle un **track-record favorable en matière d'intégration** d'acquisitions au cours des 10-15 dernières années ?
- Les risques d'intégration sont-ils maîtrisés avec des **acquisitions ciblées et de taille limitée** ? Par taille limitée, nous entendons des entreprises cibles dont la capitalisation boursière ne dépasse pas 10% de celle de l'acquéreur.
- L'entreprise a-t-elle une **politique cohérente en matière d'acquisitions** avec notamment des règles précises (critères financiers comme non financiers) ?

### Association de l'équipe dirigeante au capital (5%)

La meilleure façon d'avoir une équipe dirigeante à forte culture entrepreneuriale et non à profil bureaucratique est de l'associer au risque financier pris par les actionnaires. Les investisseurs parlent **d'alignement des intérêts**.

*Associer les dirigeants au risque financier*

N'oublions pas que le risque financier pris par l'entrepreneur est l'une des caractéristiques qui le définissent. Notre modèle est clair : nous estimons que le risque financier est pris lorsque l'ensemble de l'équipe dirigeante est actionnaire dans le dur pour un montant significatif (au moins 1 an de salaire fixe plus variable). Le risque financier est pris lorsque les dirigeants ont acquis des actions, éventuellement avec une décote. Contrairement au small caps ou start-up où le sujet est différent, nous tenons dès lors moins compte des stock-options ou des actions gratuites dans les grands groupes pour valoriser l'association de l'équipe dirigeante au capital.

Des critères de performances associés s'imposent en tout état de cause en cas de distribution de stock-options ou d'actions gratuites (BSA par exemple) dans les grands groupes. Enfin, il convient de vérifier que **l'association au capital** au sein d'entreprises non familiales ne soit pas uniquement concentrée dans les seules mains du CEO (80 ou 90% par exemple du total des stock-options, BSA ou encore actions détenues par l'équipe dirigeante) mais **plutôt répartie au sein du comité exécutif**.

## L'organisation et le management intermédiaire

### Pour un nombre limité d'axes matriciels et de niveaux de management (3%)

Il convient de porter une attention particulière aux **organisations complexes**, types "usines à gaz", surtout dans les Large Caps. Le souci de la simplicité de l'organisation nous conduit à valoriser les entreprises dont l'organisation se limite à 2 grands axes matriciels. Lorsque l'entreprise a plus de 2 axes matriciels, nous pénalisons cette organisation.

*Pas plus de 2 axes matriciels et  
7 niveaux de management  
pour une Large Cap*

Toujours dans la même logique, nous privilégions un nombre ramassé de niveaux de management. Dans une Large Cap, nous estimons à 7 le nombre maximum de niveaux de management entre le CEO et la dernière ligne de management. Lorsqu'une Large Cap a plus de 7 niveaux de management, nous pénalisons cette organisation.

**Trop d'entreprises manquent encore de transparence** sur les organigrammes opérationnels ou encore le rôle et les différentes responsabilités au sein de cette organisation. Nous estimons qu'un investisseur de long terme "non insider" se doit de disposer de ce type d'information.

### Croissance organique et prise de parts de marché (8%)

*La croissance organique, moteur  
performant et non risqué*

Nous suivons cet indicateur depuis 2005 car il s'agit du **meilleur moyen d'évaluer le moteur de l'entreprise sur le long terme**. L'on s'interrogera donc sur la capacité de croissance organique de l'entreprise, en relatif au sein du secteur bien entendu, mais aussi en absolu, et, dans le même temps, sa capacité à prendre des parts de marché.

Ce facteur clé de performance économique et financière est aussi un **indicateur révélateur** de la capacité de l'entreprise à s'appuyer sur **son management et son capital humain en place et sa politique de recrutement** pour être plus performant que la concurrence. Les entreprises performantes sur ce critère telles que Danone ou L'Oréal en France par exemple ont une politique de ressources humaines plus structurée et ambitieuse que leurs concurrents. Elles investissent plus sur leur Human Capital (formation, gestion des carrières, recrutements, reconnaissance financière et non financière, actionnariat salarié, ...) car c'est un atout de différenciation significatif avec des barrières fortes à l'entrée.

Cet indicateur est aussi un **réducteur de risque pour l'investisseur**, car la croissance organique se fait avec des risques sociaux/culturels limités, sans comparaison possible par rapport aux opérations de croissance externe, en particulier lorsque ces dernières sont des fusions entre acteurs de taille égale.

### Capacité d'innovation (5%)

La capacité d'innovation est un autre facteur clé de performance sur le long terme, facteur fort de différenciation, "game changing", permettant, au moins partiellement et temporairement, de limiter la guerre par les coûts et la pression concurrentielle. Elle a été saluée historiquement par Joseph Schumpeter et plus récemment par les professeurs Kim et Mauborgne dans leur ouvrage "*Blue Ocean Strategy*" (2005).

L'innovation prend de multiples formes: incrémentale ou disruptive, technologique, produit, processus, organisationnelle, marché, distribution, ... La capacité d'innovation est l'un des challenges les plus mis en avant par les CEO. Pour autant, **la capacité d'innovation ne se décrète pas. Elle se cultive** car elle est difficile à générer et piloter. Son importance est variable selon les secteurs. Clé dans les Biotechnologies, elle est moins fondamentale pour les Utilities.



Notre modèle d'analyse et de mesure de la capacité d'innovation sur lequel nous avons communiqué publiquement sur la période 2008-2012 est développée en **trois temps** sur :

- l'amont de l'activité de biens ou de services : R&D, marketing, supply chain ;
- le cœur de l'activité lui-même : processus de production, organisation, qualité, IT ;
- et, en aval de l'activité : canaux de distribution, publicité.

Nous prenons également position sur la dynamique d'innovation en distinguant 2 temps : historique et situation présente.

*Nous valorisons l'innovation qui "paye" pour l'investisseur via la top line et/ou le pricing power*

Rappelons qu'inventer n'est pas forcément innover dans l'intérêt de l'investisseur. Du point de vue de l'investisseur, la capacité d'innovation doit "payer" en termes de top line et/ou de pricing power. Les indicateurs qui peuvent être suivis sont multiples ; effort de R&D, nombre de brevets déposés, % de CA fait avec nouveaux produits ou services...

## Organisation apprenante (2%)

Comment qualifier une organisation apprenante ? Nous avons une opinion positive si :

- l'entreprise montre, a montré, sa **capacité à ne pas renouveler les erreurs du passé** ;
- l'entreprise a su se réorganiser avec succès en fonction de l'évolution du marché et de ses propres objectifs.

À l'inverse, nous avons une opinion négative si :

- l'entreprise se caractérise par des répétitions d'erreurs passées de stratégie et/ou d'organisation, l'accumulation d'échecs dans les acquisitions par exemple ;
- l'équipe dirigeante, arrogante, ne sait pas reconnaître ses erreurs.

*Attention aux équipes dirigeantes qui ne savent pas reconnaître leurs erreurs !*

Nous analysons ce critère en nous basant sur le track record des 5 années précédentes et la période en cours, à l'appui d'événements et faits précis.

## Gestion lean (2%)

Ce souci d'une entreprise "légère", flexible, est un véritable défi, en particulier dans les grandes entreprises qui, dans la durée, peuvent perdre cet actif.

Une gestion lean signifie un poids raisonnable des fonctions corporate :

- les fonctions centrales ne doivent pas représenter plus de 2% des effectifs ou des coûts ;
- les fonctions supports (finance, ressources humaines...), hors IT, ne doivent pas représenter plus de 5% des effectifs ou des coûts.

Nous passons également en revue le bon suivi du contrôle des coûts administratifs et, si nécessaire, la bonne exécution des plans d'économies annoncés.

*Quid de l'exécution des plans d'économie annoncés ?*

Enfin, nous privilégions des fonctions support Contrôle et Qualité à la fois opérationnelles et proches du terrain mais rapportant en central en termes de hiérarchie.

Nous analysons également ce critère en nous basant sur le track-record des 5 dernières années et la période en cours.

## Culture entrepreneuriale (5%)

Ce critère complète naturellement le précédent. Cela peut paraître surprenant de devoir se poser cette question mais il est vrai qu'un enjeu clé dans les grandes organisations est de garder une culture d'entrepreneurs, souvent mise à mal par les process, reporting, multiples contrôles... Peter Drucker a dénoncé cette situation dans de nombreuses grandes entreprises américaines au cours des années 1980.

Nous valorisons donc une culture entrepreneuriale focalisée sur **l'action et le delivery (les "doer")**. Nous pouvons la mesurer à travers un certain nombre d'indicateurs quantitatifs comme qualitatifs tels que la flexibilité et la réactivité des équipes, la culture/proximité client, la satisfaction clients (Net Promoter Score par exemple), la culture gestion de projet ou encore le track-record en matière d'implémentation de chantiers lourds tels que l'IT.

*Responsabiliser le plus grand nombre de managers et de salariés sur le terrain*

Enfin, il est impératif que le P&L du groupe soit distribué en centres de profit dès le stade des structures élémentaires de performance afin que le plus grand nombre de collaborateurs et de managers soit responsabilisé sur le terrain.

A contrario, nous sommes régulièrement surpris par l'inflation, parfois non maîtrisée, des processus de reporting dans certaines grandes entreprises, inflation qui peut conduire à des comportements de déresponsabilisation.

## Les Ressources Humaines (RH)

### Dysfonctionnements et risques sociaux (5%)

#### ► Dysfonctionnements et risques RH prennent diverses formes en fonction des secteurs et des pays

En matière de ressources humaines, les investisseurs sont d'abord attentifs aux dysfonctionnements et risques sociaux. Ils prennent diverses formes, notamment en fonction des secteurs et des pays :

- **Absentéisme** élevé ;
- **Accidents du travail**, taux de fréquence, taux de gravité, explosion d'une installation, incendie d'une usine ;
- **Climat social** dégradé, grèves à répétition ;
- **Dialogue social** géré de façon contractuel entre les partenaires sociaux (positif) ou bien règlement devant les tribunaux (négatif) ;
- **Passifs sociaux** (santé, prévoyance, retraite) élevés, ratios rapportés à la market cap de l'entreprise supérieurs à 10% et surtout à 30% ;
- **Pyramide des âges** déséquilibrée (âge moyen supérieur à 42, voire 45 ans), gestion du partage des connaissances ;
- **Turnover** (rotation du personnel) élevé, en particulier sur des métiers ou profils clés ("high potentials", management intermédiaire), ...
- Autres...

*Analyser les données sociales en relatif secteur/pays et en absolu*

Ces données doivent être analysées à la fois en relatif secteur et éventuellement pays, mais aussi en absolu.

## ► Identification des secteurs à forte intensité ressources humaines

Les dysfonctionnements et risques sociaux, comme l'ensemble des critères ressources humaines passés en revue, sont clés dans les secteurs à forte intensité ressources humaines caractérisés par :

- Des **coûts salariaux** représentant la moitié et plus de la structure de coûts opérationnels (agence de publicité par exemple).
- Des difficultés à **répercuter au client** l'augmentation des coûts salariaux (services à la santé ou de sécurité par exemple).
- Une majorité des salariés en **contact direct avec le client** (services informatiques par exemple).
- Un lien direct entre la prestation du salarié et la **satisfaction client** (banque d'investissement par exemple).
- Une **grande masse de salariés employés**, plusieurs dizaines, voire plusieurs centaines de milliers de collaborateurs, répartie sur des milliers de sites, une forte complexité organisationnelle, un chiffre d'affaires par collaborateur limité (restauration collective par exemple).
- Des enjeux structurels d'**attractivité** (BTP-Construction par exemple).
- La "**guerre des talents**" (la Biotechnologie par exemple).
- Un lien direct entre **climat social/grèves et impact activité** (une compagnie aérienne par exemple).
- Des **conditions de travail** sensibles (le secteur minier par exemple).

Le passage en revue de 48 secteurs économiques différents sur ces 9 facteurs nous a conduits à identifier 14 secteurs à forte intensité ressources humaines. Nous les reprenons dans le tableau ci-après dans l'ordre alphabétique.

### 14 secteurs à forte intensité ressources humaines (ordre alphabétique)

Airlines	Investment banking
Biotechnology	IT services
Construction	Media - Advertising
Food retail	Mining
General retail	Oil services
Health services	Support services
Hotel/leisure	Utilities (services)

Tableau n°5 - Source : Oddo Securities

## Productivité ressources humaines (5%)

Les indicateurs de productivité ressources humaines sont un **pont naturel** entre **comptabilité/finance** et **ressources humaines**. Ils varient selon les secteurs économiques. Ainsi, le critère chiffre d'affaires rapporté aux effectifs moyens n'est pas pertinent dans les Utilities mais le sera dans le Nettoyage industriel. Les indicateurs de productivité ressources humaines que nous suivons le plus dans le temps sont :

- Le chiffre d'affaires rapporté aux effectifs Équivalent Temps Plein (ETP) ou aux effectifs moyens par défaut, suivi de l'évolution dans le temps.
- La marge opérationnelle rapportée aux effectifs Équivalent Temps Plein ou aux effectifs moyens par défaut, suivi de l'évolution dans le temps.
- L'évolution et la maîtrise de la masse salariale en pourcentage de la structure de coûts ou du chiffre d'affaires.
- Le coût salarial moyen, suivi de l'évolution dans le temps.
- La capacité de l'entreprise à répercuter aux clients les hausses de coûts salariaux.

## Attractivité et recrutement (3%)

Certains secteurs ont structurellement des **enjeux d'attractivité** de compétences qualifiées ou pas ; BTP-Construction, Distribution, Hôtellerie-Restauration, Services à la santé, Services informatiques, de plus en plus d'entreprises industrielles en Europe, ... La liste est loin d'être exhaustive.

Parallèlement, certains secteurs ont structurellement des **enjeux de recrutement** car ils se caractérisent par de nombreuses entrées/sorties dans les effectifs ; agences de publicité, métiers du conseil, services informatiques, banques d'investissement, ... Là encore, la liste est loin d'être exhaustive.

Certains facteurs intrinsèques jouent positivement sur l'attractivité: effet taille, effet résultats économiques, effet métiers, effet internationalisation des activités. Un critère discriminant en matière d'attractivité comme de recrutement, est le pourcentage de refus des candidats qui ont reçu une offre ferme d'embauche par l'entreprise.

*Quel est le % de candidats qui ont refusé une offre ferme d'embauche ?*

## Formation et gestion des carrières (4%)

Les critères sont multiples dans ce domaine. Nous nous concentrons sur 4 d'entre eux en priorité.

### ► Formation : quid de l'accès à la formation et de son efficacité ?

La formation étant traitée comptablement comme une charge à 100%, il convient d'insister au contraire sur la dimension investissement de la formation. Dès lors, que doit-on escompter en matière d'effort, d'accès à la formation ? Si, en théorie, le taux d'accès à la formation devrait se rapprocher de 100%, nous distinguons en pratique les entreprises à dominante cols blancs et/ou qualifiés, et celles à dominante cols bleus et/ou peu qualifiés :

- Dans une entreprise à dominante cadres, profils qualifiés, voire très qualifiés, le chiffre d'accès chaque année à la formation est positif si supérieur à 80% et négatif si inférieur à 66%.
- Dans une entreprise à dominante ouvriers et/ou profils peu qualifiés, le chiffre d'accès chaque année à la formation est positif si supérieur à 65% et négatif si inférieur à 50%.

La formation peut représenter des montants significatifs et atteindre 3, 4 ou même 5% de la masse salariale dans certains secteurs économiques. Dès lors, l'on doit systématiquement se poser la question de la mesure de l'efficacité des dépenses de formation. Basiquement, nous valorisons les entreprises qui effectuent systématiquement une :

- évaluation "à chaud" par le salarié parti en formation, dans les 2 ou 3 jours au maximum qui suivent la fin de son stage ;
- évaluation "à froid" par son manager, quelques semaines ou mois après la fin de la formation du collaborateur envoyé en stage.

### ► Gestion des carrières : quid du RDV annuel avec son manager et de la mobilité interne ?

La question de la gestion des carrières est aussi un vaste sujet et nous sommes là aussi **conscients du caractère réducteur de nos choix**. Nous nous bornons à deux priorités. Tout d'abord, nous suivons le pourcentage des collaborateurs ayant eu au moins un entretien avec leur manager dans l'année (revue des objectifs, point sur la carrière, ...). Si, en théorie, là encore, le taux de réalisation des entretiens annuels devrait se rapprocher de 100%, nous distinguons en pratique les entreprises à dominante cols blancs et/ou profils qualifiés, et celles à dominante cols bleus et/ou profils peu qualifiés :

- Le taux est positif si supérieur à 85-90% dans des entreprises de cadres et négatif si inférieur à 75%,
- Le taux est positif si supérieur à 60-65% dans des entreprises ouvriers et négatif si inférieur à 50%.

Nous nous intéressons également au pourcentage des postes de management pourvus en interne via la mobilité et/ou la promotion interne :

- Le taux est positif si ce taux est compris entre 60 et 80% et négatif si le taux est inférieur à 50% ou supérieur à 90%

### Actionnariat salarié (3%)

Outil d'attractivité et d'engagement, l'actionnariat salarié est un facteur de création de valeur et de partage de cette richesse créée dans l'ensemble des entreprises et en particulier :

- Dans certains secteurs au cœur de la "guerre des talents" tels que la Banque d'investissement, les Biotechs, le secteur des TMT en général.
- Dans les Small et Mid Caps.

*L'actionnariat salarié, un outil d'attractivité et d'engagement sur le long terme*

On entend par actionnariat salarié la détention d'actions en propre de l'entreprise par un nombre significatif de salariés en plus de l'équipe dirigeante. Cet indicateur est particulièrement positif :

- si au moins 25% des salariés sont actionnaires ;
- si au moins 3% du capital est détenu par les salariés de l'entreprise.

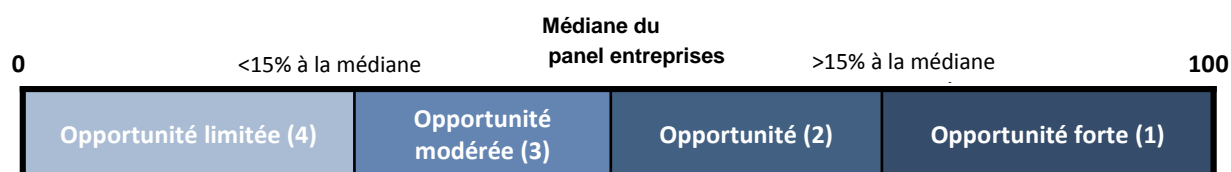
*Dans la Silicon Valley et en France, l'actionnariat salarié est plus développé qu'ailleurs*

Les débats, notamment politiques comme idéologiques, peuvent être sans fin sur l'actionnariat salarié. Anecdote du terrain, il est toujours intéressant de constater que 2 écosystèmes très différents, la Silicon Valley en Californie et la France, sont deux régions du monde où l'actionnariat salarié est plus développé qu'ailleurs. Nous estimons qu'il permet, sur le long terme, de **sensibiliser les salariés aux dimensions économiques de l'entreprise**, de **faire bénéficier les salariés d'un complément de patrimoine/revenus**, de **contribuer à un alignement vertueux entre actionnaires, managers et salariés** et de **réduire l'affrontement potentiel résultant du partage de la valeur ajoutée entre le capital et le travail**.

# AMADEUS, LEGRAND ET L'OREAL, 3 QUALITES DU MANAGEMENT A PRIVILEGIER EN 2014

Nous avons effectué fin 2013 un pilote sur une cinquantaine de Large Caps européennes afin de tester la robustesse de notre modèle de mesure de la qualité du management. Sur la base de cette courbe d'expérience, nous mettons en avant ci-après 3 cas d'entreprise qui se distinguent en termes de qualité du management par leur classement dans la meilleure catégorie opportunité forte (1) de notre modèle. Amadeus, Legrand et L'Oréal ont ainsi obtenu un score qui les situe dans le top 15% du panel d'entreprises étudiées. Ces 3 entreprises sont également à l'Achat au sein de notre couverture financière chez Oddo Securities à un horizon de 12 mois.

## 4 niveaux d'opportunité Qualité du Management



Graphique n°6 - Source : Oddo Securities

L'analyse Qualité du Management s'insère avec un poids significatif dans le bloc Social de notre modèle général ESG (Environnement, Social, Gouvernance). Le résultat final de notre analyse ESG nous conduit depuis fin 2011 à proposer pour chaque entreprise une prime de risque spécifique ESG. Cette prime impacte positivement ou négativement l'objectif de cours (OC) et varie selon l'intensité ESG du secteur (minimum +/- 5%, maximum +/- 10%). Nous sommes bien entendu à la disposition des investisseurs pour leur expliciter l'ensemble de cette démarche et méthodologie.

## Amadeus (Achat, OC 35.5 €)

Qualité du management : les signaux sont au vert !

### CEO

Espagnol et âgé de 50 ans, Luis Maroto est CEO de l'entreprise depuis début 2011. Auparavant chez Bertelsmann en Espagne, il a rejoint le groupe en 2000. Il a une formation solide, internationale et diversifiée : université Complutense de Madrid et MBA IESE à Barcelone, cursus initial complété par des passages postgraduate à la Harvard Business School et à Stanford.

Son arrivée à la tête de l'entreprise s'est effectuée dans un contexte de succession planifiée en interne. Discret dans les médias et dans les réseaux professionnels, Luis Maroto n'occupe pas à notre connaissance de mandat externe actif significatif. Luis Maroto, se situe au-dessus de la moyenne dans notre modèle sur les critères de fiabilité, compétence, profil anti-star et vision ainsi que leadership.

## ► Équipe dirigeante

Le Comité exécutif de **10 membres** accueille une majorité de fonctions opérationnelles mais également des fonctions support (finance, ressources humaines). Plusieurs générations (40, 50, 60 ans) y sont présentes ainsi que 3 femmes. D'autres nationalités (Allemagne, France) côtoient des dirigeants espagnols. Les formations initiales sont un **mix de sciences dures** (Centrale Paris, Mines de Paris, Technical University of Aachen, Génie civil, ...) **et de sciences molles** (MBA de Harvard, de l'IESE et de l'Insead, droit, psychologie, ...). L'équipe dirigeante est en moyenne depuis **13.5 années dans l'entreprise** et depuis **3.5 années au Comité exécutif**. L'entreprise ne communique pas sur l'association des membres du Comité exécutif au capital d'Amadeus mais plusieurs d'entre eux ont été très investis historiquement via le LBO de 2005. Créée en 1987, l'entreprise a encore été peu concernée par des restructurations en interne. L'équipe dirigeante peut se concentrer dès lors sur les clients, l'innovation et la conquête de nouveaux marchés.

*L'équipe dirigeante se concentre sur les clients, l'innovation et la conquête de nouveaux marchés*

## ► Organisation et management intermédiaire

L'**organisation** de l'entreprise apparaît relativement **simple**, construite autour des **2 grandes matrices opérationnelles IT et Services**. L'entreprise nous a indiqué avoir moins de 7 niveaux de management entre le Comité exécutif et le niveau de management le plus bas dans l'organisation. L'**effort de R&D**, en hausse sensible sur la période 2010-2012 avec 16 centres de R&D et plus de 4 000 personnes, **prouve son efficacité** en matière d'innovation : technologie, ergonomie des produits, méthodologie de fixation des tarifs dans le Global Distribution System (système de réservation pour les agences de voyage) sont désormais des paradigmes repris par la concurrence. Amadeus décline ses avancées technologiques dans le transport aérien pour se développer sur de nouveaux marchés (hôtellerie). Le management intermédiaire expérimenté et stable, a une forte expertise métiers et culture clients. L'entreprise est bâtie sur un **modèle de croissance organique** qui la met en capacité de prendre des parts de marché. Sur son métier historique de la distribution, Amadeus a ainsi pris 90 pb de part de marché par an en moyenne sur les 5 dernières années. Amadeus détient désormais une part de marché de 1/3 sur son second métier dans l'IT créé ex-nihilo en 2000.

*Modèle de croissance organique avec prise de parts de marché*

## ► Ressources Humaines

Nous n'identifions pas de dysfonctionnements ou de risques sociaux majeurs. Le **niveau de rotation du personnel**, en légère hausse entre 2010 et 2012, passant de 5.3% à 6.9% nous paraît **tout à fait maîtrisé compte tenu des métiers de l'entreprise**. Le **taux d'absentéisme** est **structurellement faible** à, respectivement, 2.48, 2.38 et 2.30 pour 2010, 2011 et 2012. L'effort de formation, correct, est en diminution sur la même période ; 22.3 heures de formation par salarié en 2010, 18.1 heures en 2012. 53% des salariés sont couverts par des accords collectifs à fin 2012. Bien qu'en baisse en 2012 autour de 96 K€, le **niveau de marge opérationnelle dégagé par collaborateur** (estimation équipe ESG d'Oddo Securities) **reste particulièrement élevé**. Cette baisse s'explique par l'internalisation mi-2012 d'environ 500 sous-traitants. Nous sommes preneurs de plus de transparence à l'avenir sur les indicateurs d'âge moyen, de tenue des entretiens annuels, de mobilité et de promotion interne. Enfin, **2013** a été une année importante avec le lancement du **"Share Match Plan" et l'ouverture du capital à 25 pays et 85% des salariés**. En 2013, 57% des salariés éligibles, soit plus de 4 000 collaborateurs ont souscrit à la possibilité d'investir en actions avec un abondement assuré par l'entreprise. L'investissement moyen est de 125 € par mois.

*Succès du plan d'ouverture en 2013 du capital aux salariés*

**Synthèse scoring Qualité du Management d'AMADEUS**

Synthèse	Scoring	Qualité du Management	Amadeus	Large Cap
<b>CEO</b> (30%)	Critère 1	Organisation succession	8.5	10.0
	Critère 2	Fiabilité	4.0	5.0
	Critère 3	Compétence	4.0	5.0
	Critère 4	Anti-star	4.5	5.0
	Critère 5	Vision & leadership	4.0	5.0
<b>Equipe dirigeante</b> (25%)	Critère 6	Taille du Comex	3.0	3.0
	Critère 7	Composition et fonctionnement du Comex	3.5	5.0
	Critère 8	Gestion réorganisations / restructurations	6.0	6.0
	Critère 9	Intégration des acquisitions	5.0	6.0
	Critère 10	Association au capital	3.0	5.0
<b>Organisation et Management intermédiaire</b> (25%)	Critère 11	Axes matriciels et niveaux de management	3.0	3.0
	Critère 12	Croissance organique et prise de PDM	7.5	8.0
	Critère 13	Capacité d'innovation	4.5	5.0
	Critère 14	Organisation apprenante	1.0	2.0
	Critère 15	Gestion lean	1.0	2.0
	Critère 16	Culture entrepreneuriale	3.0	5.0
<b>Ressources Humaines</b> (20%)	Critère 17	Dysfonctionnements et risques sociaux	3.0	5.0
	Critère 18	Productivité RH	4.0	5.0
	Critère 19	Attractivité et recrutement	2.5	3.0
	Critère 20	Formation et gestion des carrières	2.0	4.0
	Critère 21	Actionariat salarié	2.0	3.0
<b>Score global</b>			<b>79.0</b>	<b>100.0</b>

Tableau n°7 - Source : Oddo Securities

**Synthèse SWOT Qualité du Management d'Amadeus**

AXE QUALITE DU MANAGEMENT	POINTS FORTS	AXES d'AMELIORATION
<b>CEO</b> (30%)	Organisation succession du CEO	
	CEO, 50 ans, dont 14 ans chez Amadeus, 12 ans avant de devenir CEO	
	Fiabilité, compétence du CEO	
	CEO antistar	
<b>Equipe dirigeante</b> (25%)	Taille du Comex (10 membres)	Nombre moyen d'années au Comex (3.5 ans)
	Ancienneté moyenne des membres du Comex dans l'entreprise (13.6 ans)	
	Gestion des réorganisations / restructurations	Transparence sur l'association des membres du comité exécutif et au capital
<b>Organisation et Management intermédiaire</b> (25%)	L'équipe dirigeante est fortement associée au capital (ancien LBO)	
	Croissance organique et prise de parts de marché	
	Management intermédiaire expérimenté, stable, à forte expertise et culture clients	
	Capacité d'innovation - Les innovations d'Amadeus sont devenues des standards pour le marché	
<b>Ressources Humaines</b> (20%)	Productivité RH (ROP/ETP de 96 K€ en 2012)	Baisse de l'effort de formation en 2012
	Attractivité et recrutement	
	Modèle de croissance organique	
	Succès de l'ouverture du capital aux salariés en 2013	

Tableau n°8 - Sources : société, Oddo Securities



## AMADEUS : un leader incontesté sur un marché du GDS mature mais oligopolistique

Amadeus est un fournisseur d'offre technologique complète pour l'industrie du tourisme et du voyage avec une première place mondiale dans la Distribution (part de marché de 38.6% devant Sabre et Travelport), son activité historique, et une place de leader dans les solutions informatiques (notamment le segment Passenger Service System - 21% de part de marché mondiale) pour compagnies aériennes avec sa suite Altéa.

Dans l'activité **Distribution** (75%e du CA et 66% de la contribution EBITDA), l'offre d'Amadeus repose sur une **technologie éprouvée** ainsi qu'un large réseau commercial (taux de rétention de 97% pour les agences de voyages et de 99% pour les compagnies aériennes). Grâce à l'effet d'entraînement de ce système, Amadeus est aujourd'hui en mesure de proposer la réservation de 95% des vols programmés dans le monde. Chaque jour, ce sont ainsi plus d'un milliard de transactions qui sont traitées par le groupe ! Le mode de rémunération est basé sur la transaction, indépendamment du prix des billets, avec près de **85% de revenus récurrents**. Cette activité est certes mature mais i/ la vigueur de la croissance normative du sous-jacent trafic aérien (4.5%e) ; ii/ la résurgence de l'attrait du canal GDS pour les compagnies hybrides ou low-costs (Easyjet et plus récemment Ryanair) ; et iii/ l'ouverture progressive du marché du GDS chinois lui assurent une croissance moyenne d'au moins 2.5% par an sur les 10 prochaines années.

### Après le succès d'Altéa, la diversification dans l'IT pour aéroports et hôtels prend forme.

À côté de cette cash-cow, Amadeus s'est imposé ces dernières années comme leader incontesté des solutions informatiques pour compagnies aériennes, avec le développement de sa division IT Solutions (25%e du CA et 33% de la contribution EBITDA) qui propose des applications spécifiques sur le segment des PSS (Passenger Service system). La société se distingue des autres acteurs par l'utilisation de **technologies open-systems**, la détention et gestion en propre des datacenters et d'un **fort investissement en capital humain**. Avec le rachat de NewMarket et UFIS, Amadeus crédibilise son mouvement de diversification sur l'externalisation de l'activité IT aéroportuaire (un marché adressable de 1.6 Md€ par an) et hôtelier (marché adressable de 3.5 Md€). Nous anticipons la signature de clients pour des lancements dès 2014.

### Un CAGR 2013-2017 des BNA de 10.1% ... sans nouveau contrat d'envergure

Nous anticipons une croissance moyenne des ventes de 6.7% sur les 4 prochaines années essentiellement tirée par la division IT (+14.9% dont +12.2% d'organique) et un CAGR des BNA de 10.1% porté par la meilleure rentabilité de l'IT (marge EBITDA contribution de 70.2%e en 2013 vs 44.7%e pour la Distribution). Les multiples élevés (sur une base 2014, VE/EBITDA de 11.3x et PE de 19.5x) se justifient par ce niveau de croissance ainsi que par la génération de FCF de 2.7 Md€ sur les 4 prochains exercices, soit un FCF yield de 5.3%.

### Une plus grande générosité envers les actionnaires (2 €/titre)

Nous restons convaincus que la thématique d'une plus grande générosité envers l'actionnaire reviendra rapidement sur le devant de la scène puisque le groupe indique ne pas regarder d'acquisition de l'envergure de NewMarket. Or, dès le début 2015, nous estimons que le ratio dette nette/EBITDA repassera sous 1x. Ainsi, au-delà d'un dividende ordinaire de 1 Md€ sur la période 2014-2016 (50% de pay out), nous pensons que le groupe peut retourner l'équivalent de 2 € supplémentaires par titre tout en conservant un ratio de dette nette/EBITDA confortable de 1.2x.

**AMA.MC | AMS SM**  
**Transport Aérien | Espagne**
**Achat**

Cours actuel 28.75EUR

Upside 23.46%

TP 35.50EUR

Données par action (EUR)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e
BNA corrigé	0.97	1.06	1.10	1.30	1.41	1.54	1.74
BNA publié	0.81	0.97	1.68	1.16	1.31	1.44	1.63
Dividende par action	0.00	0.33	0.37	0.50	0.63	0.77	0.86
FCF to equity par action	1.52	1.13	1.33	1.31	1.22	1.36	1.60
Book value par action	-0.78	1.88	2.85	3.47	4.17	4.97	5.82
Nombre d'actions ordinaires fin de période	362.89	404.12	445.49	444.20	444.02	444.02	444.02
Nombre d'actions moyen dilué	362.89	404.12	445.49	444.20	444.02	444.02	444.02
<b>Valorisation</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>
Cours le plus haut		15.9	15.7	19.4	31.1	31.9	
Cours le plus bas		10.8	11.6	12.5	18.2	28.3	
(*) Cours de référence		13.5	13.6	16.2	23.8	28.8	28.8
Capitalisation		5 442	6 048	7 193	10 570	12 768	12 768
VE		7 958	8 137	8 989	12 187	14 111	14 235
P/E (x)		12.7	12.4	12.4	16.9	18.6	16.5
P/CF (x)		8.6	6.8	8.4	11.7	12.7	11.6
Rendement (%)		2.5%	2.7%	3.1%	2.6%	2.7%	3.0%
FCF yield (%)		8.4%	9.8%	8.1%	5.1%	4.7%	5.6%
P/B incl. GW (x)		7.14	4.76	4.67	5.71	5.79	4.94
P/B excl. GW (x)		ns	ns	ns	ns	105	25.74
VE/CA (x)		3.07	3.01	3.09	3.93	4.22	3.91
VE/EBITDA (x)		8.1	7.8	8.1	10.2	10.8	9.8
VE/EBIT (x)		12.5	10.2	10.7	13.7	14.3	12.8
VE/FCF to firm (x)		7.7	7.9	8.1	10.7	11.5	10.0
VE/AE incl. GW (x)		2.4	2.4	2.7	3.6	4.1	4.1
VE/AE excl. GW (x)		6.5	6.4	7.3	9.4	10.3	10.1
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n							
<b>Compte de résultat (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>
CA	2 461	2 594	2 707	2 910	3 104	3 345	3 645
EBITDA ajusté	896	980	1 043	1 112	1 194	1 309	1 457
Dotations aux amortissements	-345.7	-342.2	-242.2	-273.5	-306.0	-322.6	-347.5
EBIT courant	550	637	801	839	888	986	1 109
EBIT publié	629	692	874	832	908	989	1 112
Résultat financier	-236.2	-263.2	-185.3	-93.1	-71.2	-68.0	-64.0
Impôt sur les sociétés	-102.1	-121.9	-218.9	-231.5	-266.0	-293.8	-334.4
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	2.5	5.7	-1.6	4.1	5.1	5.1	5.1
Résultat des activités cédées ou en cours de cession	0.0	79.0	277	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritaires	0.4	-0.8	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
RNpg publié	294	390	744	511	576	633	719
RNCpg ajusté	349	427	487	575	620	680	766
<b>Bilan (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>
Survaleurs	2 239	2 071	2 071	2 065	2 068	2 072	2 075
Autres actifs incorporels	1 681	1 642	1 778	1 879	1 984	2 130	2 256
Immobilisations corporelles	314	283	282	299	305	305	305
BFR	-798.4	-695.9	-791.5	-951.8	-986.2	-1 061.1	-1 150.9
Immobilisations financières	117	311	114	140	165	540	545
Capitaux propres pg	-281.1	758	1 264	1 529	1 837	2 189	2 565
Capitaux propres minoritaires	3.4	7.7	2.5	2.6	2.7	2.7	2.7
Capitaux propres	-277.6	765	1 266	1 531	1 840	2 192	2 568
Provisions	197	168	216	301	354	354	354
Endettement net	3 634	2 676	1 972	1 600	1 341	1 443	1 113
<b>Tableau de flux (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>
EBITDA ajusté	896.0	979.7	1042.7	1112.3	1194.1	1308.7	1456.5
Frais financiers nets (cash)	-264.7	-302.6	-84.8	-72.9	-70.3	-68.0	-64.0
Impôt payé	-117.9	-71.5	-123.3	-194.3	-231.1	-249.7	-301.0
Autres	204.2	103.6	70.2	80.6	57.5	75.0	89.8
Flux générés par l'activité	717.6	709.2	904.9	925.6	950.2	1065.9	1181.3
CAPEX (net)	-175.8	-252.3	-312.7	-348.9	-411.2	-468.4	-473.9
Investissements financiers (net)	-27.7	0.1	388.8	18.9	-3.6	-370.4	0.0
Autres	6.1	3.3	6.0	2.6	-8.0	0.0	0.0
Flux d'investissement	-197.4	-248.9	82.1	-327.4	-422.8	-838.7	-473.9
Dividendes payés	0.0	-1.4	-134.3	-164.8	-227.1	-339.9	-339.9
Nouveaux fonds propres (nets des rachats d'actions)	0.0	910.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	-178.4	-1284.9	-1001.1	-422.4	-212.1	120.4	-312.5
Flux de financement (hors variation de dette brute)	-178.4	-376.3	-1135.4	-587.1	-439.2	-157.1	-652.4
Variation d'endettement net	364.8	950.0	702.4	362.6	245.8	-105.0	326.2
Périmètre change divers	-155.4	-418.9	-150.3	-70.9	-54.5	-54.7	-41.4
Free cash flow to firm	982.0	1033.1	1027.2	1115.3	1139.1	1231.9	1428.5
Free cash flow to equity	541.8	456.9	592.2	576.8	539.0	597.6	707.5
<b>Croissance marges rentabilité</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>
Croissance du CA publiée	-1.7%	5.4%	4.4%	7.5%	6.6%	7.8%	9.0%
Croissance du CA organique	-1.7%	5.4%	4.4%	7.5%	6.6%	7.8%	9.0%
Croissance de l'EBIT courant	-1.2%	15.8%	25.6%	4.8%	5.9%	11.0%	12.5%
Croissance du BNA	8.0%	9.8%	3.5%	18.8%	7.9%	9.7%	12.7%
Marge net ajustée	14.2%	16.4%	18.0%	19.8%	20.0%	20.3%	21.0%
Marge d'EBITDA	36.4%	37.8%	38.5%	38.2%	38.5%	39.1%	40.0%
Marge d'EBIT courant	22.4%	24.6%	29.6%	28.8%	28.6%	29.5%	30.4%
CAPEX / CA	-7.1%	-9.7%	-11.5%	-12.0%	-13.2%	-14.0%	-13.0%
BFR / CA	-32.4%	-26.8%	-29.2%	-32.7%	-31.8%	-31.7%	-31.6%
Taux d'IS apparent	27.4%	29.0%	31.9%	31.8%	32.3%	32.0%	32.0%
Taux d'IS normatif	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
ROCE pre-tax	15.7%	18.9%	24.1%	25.3%	26.7%	28.9%	32.0%
ROCE pre-tax hors GW (taux d'IS normatif)	43.7%	52.6%	64.1%	67.2%	70.2%	73.7%	79.7%
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	10.7%	12.9%	16.4%	17.2%	18.1%	19.7%	21.8%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	29.7%	35.7%	43.6%	45.7%	47.8%	50.1%	54.2%
ROE	-84.6%	ns	48.2%	41.2%	36.8%	33.8%	32.2%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>
Gearing	ns	350%	156%	104%	73%	66%	43%
Dette nette / capitalisation		0.49	0.33	0.22	0.13	0.11	0.09
Dette nette / EBITDA	4.06	2.73	1.89	1.44	1.12	1.10	0.76
EBITDA / frais financiers nets	3.8	3.7	5.6	11.9	16.8	19.3	22.7

## Legrand (Achat, OC 45.5 €)

Qualité du management : quand la discrétion n'empêche pas la performance...

### ► Le CEO, référent en termes de fiabilité et de compétence

Français, Gilles Schnepp est âgé de 56 ans. Diplômé d'une école de commerce (HEC Paris), il a **rejoint la direction financière de Legrand en 1989** après un début de carrière chez Merrill Lynch en France. Il en est devenu le CEO début 2006. Son arrivée à la tête de l'entreprise créée en 1926 s'est faite dans un contexte de succession planifiée en interne. Relativement discret dans les médias et dans les réseaux professionnels, Gilles Schnepp a un mandat externe actif à notre connaissance au sein du Conseil d'Administration de Saint-Gobain depuis 2009 et préside la Fédération des Industries Électriques, Électroniques et Communication (FIEEC) depuis juillet 2013. Ces 2 **ouvertures sur l'externe** nous paraissent **alignées avec l'intérêt de l'entreprise**. Enfin, Gilles Schnepp ressort dans notre grille d'analyse qualité du management comme référent dans le secteur des Biens d'équipement en Europe en termes de fiabilité et de compétence.

### ► Équipe dirigeante

Le comité exécutif de Legrand est depuis novembre 2013 composé de **11 membres et l'ancienneté moyenne en son sein est de 4.5 ans**. La moyenne d'âge est de 51 ans environ avec des représentants de 4 générations (30's, 40's, 50's, 60's). En plus des représentants des directions opérationnelles, les fonctions support sont également représentées (finance, ressources humaines, ...). On notera deux indicateurs en retrait : l'absence de femmes au Comité exécutif et une ancienneté moyenne des membres du Comité exécutif dans l'entreprise, un peu élevée autour de 20 ans. Sans surprise, la majorité des dirigeants est française. **2 Italiens et un Américain complètent le comité, l'Italie et les États-Unis étant également des marchés clés pour le groupe**. Les réorganisations et restructurations internes sont anticipées et limitées dans le temps. Le track-record d'intégration des acquisitions est de très bonne facture sur la période longue 2002-2013. **L'équipe dirigeante est fortement associée au capital** (ancien LBO).

*L'équipe dirigeante est fortement associée au capital*

### ► Organisation et management intermédiaire

Les activités opérationnelles sont regroupées par zone géographique avec une forte marge de manoeuvre laissée au terrain (organisation à dominante décentralisée). Le groupe ne se laisse pas aller à la facilité malgré ses succès et conserve, année après année, une **gestion "lean"** et une **culture entrepreneuriale, toutes les deux impressionnantes pour une Large Cap**. L'effort de R&D est stable (dépenses, nombre de brevets déposés) sur la période 2010-2012. **La R&D contribue à un flux d'innovations produits et systèmes qui paye à la fois en top line (volume) et en pricing power**. 37% du chiffre d'affaires 2012 a été réalisé avec des produits lancés depuis moins de 5 ans.

### ► Ressources Humaines

Nous n'identifions pas de dysfonctionnements ou risques sociaux majeurs. Legrand est un groupe ancien caractérisé par un **modèle social historique qui n'a pas été "cassé" par l'entrée d'investisseurs financiers** depuis une dizaine d'années. 55% des salariés sont couverts par des accords collectifs à fin 2012. L'âge moyen des salariés est inférieur à 40 ans. Fréquence et gravité des accidents du travail sont en baisse entre 2010 et 2012 à un niveau satisfaisant. Le **taux d'absentéisme, de l'ordre de 3%**, est également tout à fait normal compte tenu des métiers de Legrand. L'effort de formation est stable sur la période 2010-2012 à 14 heures environ par an et par collaborateur. On sera néanmoins attentif à l'évolution de la rotation du personnel avec un résultat à deux chiffres et en hausse en 2012 (13% en 2012 contre 11% en 2011) mais une diminution en 2013. Attentif à la gestion des carrières et des talents, Legrand communique par ailleurs sur un objectif d'amélioration de la tenue des entretiens annuels avec ses managers (objectif

de 90% d'ici fin 2014 contre 71% en 2012 et 89% en 2013). Les indicateurs de productivité ressources humaines (estimation équipe ESG d'Oddo Securities) sont bons et en progression sur 2010-2012, que ce soit la marge opérationnelle dégagée par salarié, autour de 26 K€ en 2012 versus environ 24 K€ en 2010, ou encore le poids de la masse salariale rapportée au chiffre d'affaires, 25.9% en 2012 versus 26.2% en 2010. Comme beaucoup d'autres entreprises françaises, **l'actionnariat des salariés et du management est particulièrement représenté chez Legrand**. Management et salariés de Legrand détenaient 3.8% du capital à fin 2012.

### Synthèse scoring Qualité du Management de Legrand

Synthèse	Scoring	Qualité du Management	Legrand	Large Cap
<b>CEO</b> (30%)	Critère 1	Organisation succession	8.0	10.0
	Critère 2	Fiabilité	5.0	5.0
	Critère 3	Compétence	5.0	5.0
	Critère 4	Anti-star	4.0	5.0
	Critère 5	Vision & leadership	3.0	5.0
<b>Equipe dirigeante</b> (25%)	Critère 6	Taille du Comex	3.0	3.0
	Critère 7	Composition et fonctionnement du Comex	3.5	5.0
	Critère 8	Gestion réorganisations / restructurations	4.5	6.0
	Critère 9	Intégration des acquisitions	5.0	6.0
	Critère 10	Association au capital	4.0	5.0
<b>Organisation et Management intermédiaire</b> (25%)	Critère 11	Axes matriciels et niveaux de management	2.0	3.0
	Critère 12	Croissance organique et prise de PDM	6.0	8.0
	Critère 13	Capacité d'innovation	2.5	5.0
	Critère 14	Organisation apprenante	1.5	2.0
	Critère 15	Gestion lean	2.0	2.0
	Critère 16	Culture entrepreneuriale	4.0	5.0
<b>Ressources Humaines</b> (20%)	Critère 17	Dysfonctionnements et risques sociaux	4.0	5.0
	Critère 18	Productivité RH	4.0	5.0
	Critère 19	Attractivité et recrutement	2.0	3.0
	Critère 20	Formation et gestion des carrières	3.0	4.0
	Critère 21	Actionnariat salarié	3.0	3.0
<b>Score global</b>			<b>79.0</b>	<b>100.0</b>

Tableau n°9 - Sources : société, Oddo Securities

### Synthèse SWOT Qualité du Management de Legrand

AXE QUALITE DU MANAGEMENT	POINTS FORTS	AXES d'AMELIORATION
<b>CEO</b> (30%)	Organisation succession du CEO en interne Compétence et fiabilité du CEO	
<b>Equipe dirigeante</b> (25%)	Gestion des réorganisations et des restructurations	Ancienneté moyenne des membres du comex dans l'entreprise proche de 20 ans
	Track record intégration des acquisitions sur la période longue 2002-2013	
	Association de l'équipe dirigeante au capital	
<b>Organisation et Management intermédiaire (25%)</b>	Capacité à prendre des parts de marché Gestion lean	
	Culture entrepreneuriale	
<b>Ressources Humaines</b> (20%)	Indicateurs de performance et de productivité ressources humaines	Suivi évolution rotation du personnel en 2013 et 2014 (turnover) – Baisse en 2013 Taux de tenue des entretiens annuels pour les managers (objectif de 90% d'ici 2014 contre 71% en 2012, 89% en 2013)
	Actionnariat salarié	

Tableau n°10 - Sources : société, Oddo Securities

## LEGRAND : un potentiel de rebond solide en 2014

Le groupe est un vrai champion de niches, qui a su solidifier ses positions année après année en développant du "pricing power", et qui bénéficiera du retour des volumes dans une meilleure conjoncture, notamment en Europe (environ 50% du CA). Legrand est devenu très générateur de cash et est géré de manière efficace avec le minimum de coûts. Sa capacité d'adaptation à la conjoncture a été impressionnante, spécialement en Italie (11% du CA) et en France (21% du CA). Seule son exposition américaine mériterait d'être étoffée à notre avis. Legrand a su faire progresser ses BNA chaque année depuis 2009, tout en poursuivant ses acquisitions et son redéploiement dans les régions à plus forte croissance. Le groupe est passé maître dans l'art **d'ajuster finement les coûts** dans chaque pays et chaque région, ce qui lui permet d'extraire une forte rentabilité même avec des volumes atones/négatifs comme en 2012 et 2013. Ce processus est récurrent et bien organisé, et il protégera les résultats aussi à l'avenir. Soulignons, à titre d'exemple, que les coûts administratifs et commerciaux sont ainsi passés de 27.6% des ventes en 2009 à 26.6% en 2013. Dès l'établissement des **budgets** par pays, des projets d'ajustements des coûts précis sont inclus au cas où les ventes seraient sous les attentes. En 2013, Legrand Italie, qui reste en recul significatif, a ainsi supprimé ses structures à Milan pour intégrer les effectifs au site de Varèse, et la filiale Zucchini a réduit son nombre d'usines de 3 à 2. Cette méthode est aussi **très flexible** car elle est déclinée par pays et par activité, ce qui lui permet de coller au plus près à la demande réelle et d'éviter des effets de palier brusques au niveau consolidé, qui risqueraient de s'accompagner de charges de réorganisation importantes.

À ceci s'ajoute un "**pricing power**" qui est probablement le meilleur du secteur en Europe, permettant d'afficher des marges opérationnelles autour de 20% même dans les années de vaches maigres. Depuis le début des années 1990, les prix de vente n'ont pas baissé une seule année. Ce résultat est dû aux efforts permanents **d'augmentation des parts de marché locales**, spécialement auprès des distributeurs professionnels (comme Rexel, Sonepar ou Wesco), qui s'appuient sur la bonne capacité d'innovation du groupe. Ainsi, Legrand peut faire jouer ses effets de taille face à des concurrents souvent beaucoup plus petits. Le travail commercial comprend aussi une part importante de sensibilisation auprès **des prescripteurs** (architectes, maîtres d'œuvre, ...) pour qu'ils incluent les nouveaux produits et fonctions le plus en amont possible. **Pour innover**, le groupe dépense 4-5% de son CA en R&D et 50% des investissements sont dédiés aux nouveaux produits, ce qui a par exemple permis de lancer l'ensemble d'automatisation domestique "MyHome" (pays matures) ou des armoires VDI pour les nouvelles économies. Même dans un marché en crise sévère comme l'Italie, Legrand gagne des parts de marché.

Afin de compléter sa croissance organique, le groupe a fait un effort particulier pour se développer dans les pays émergents par **des acquisitions opportunes** comme par exemple Numeric UPS en Inde ou Daneva au Brésil. Mais, **l'Amérique du Nord** (17% des ventes seulement) est aussi dans le viseur et permettrait de rehausser le taux moyen de croissance : la croissance moyenne a en effet été de 7% dans les nouvelles économies et l'Amérique du Nord depuis 2008. La part cumulée du CA dans ces régions est passée de 42% à 57% en 2013 (dont 40% de pays émergents seuls). Avec un **levier financier qui a baissé** depuis plusieurs semestres et un élargissement des marchés accessibles, le champ d'acquisitions potentielles s'agrandit ; il reste composé essentiellement de PME que Legrand sait intégrer de manière efficace et rentable. Le **bilan de Legrand** affiche désormais un endettement net sous la marque de 1.0x l'EBITDA, ce qui redonne de la marge pour faire plus d'acquisitions ; un ratio de l'ordre de 1.3x à 1.5x serait tout à fait gérable.

**Le titre peut gagner sur plusieurs tableaux** : Legrand a très bien performé depuis mi-2012 car il a été perçu à juste titre comme une valeur défensive et très bien gérée dans un environnement économique incertain. Cet aspect peut encore jouer son rôle dans les trimestres à venir car la reprise risque d'être non-linéaire, perturbée par les craintes sur les pays émergents. À côté de ceci, le groupe a également une forte exposition à l'Europe (environ 50% du total) qui pourrait être la principale zone économique en amélioration en 2014e. La gestion très serrée des coûts promet enfin un levier opérationnel considérable. **Le management** est très fidèle au groupe, et a acquis ainsi des **expériences** de haut comme de bas de cycle ; il a réussi à pousser la performance financière et opérationnelle bien au-delà des records du passé. Le principal **risque boursier** pourrait être une reprise économique trop forte, qui amènerait des titres plus volatils sur le devant de la scène.

**LEGD.PA | LR FP**  
**Biens d'équipement | France**
**Achat**

Cours actuel 45.50EUR

Upside 0.00%

TP 45.50EUR

	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14e	12/15e
<b>Données par action (EUR)</b>							
BNA corrigé	1.49	1.87	2.09	2.13	2.24	2.29	2.48
BNA publié	1.12	1.60	1.82	1.92	1.99	2.01	2.20
Dividende par action	0.70	0.88	0.93	1.00	1.03	1.01	1.10
FCF to equity par action	2.59	2.54	1.97	2.36	2.11	2.25	2.35
Book value par action	9.25	10.44	11.19	12.09	13.00	13.97	15.19
Nombre d'actions ordinaires fin de période	260.13	263.16	263.39	263.40	265.26	265.26	265.26
Nombre d'actions moyen dilué	258.26	261.65	263.28	266.01	267.67	265.26	265.26
<b>Valorisation</b>							
Cours le plus haut	20.7	32.0	31.4	32.0	42.2	45.5	
Cours le plus bas	11.7	20.2	22.7	23.6	31.8	38.3	
(*) Cours de référence	16.2	25.1	27.2	27.5	37.5	45.5	45.5
Capitalisation	4 209	6 607	7 161	7 253	9 959	12 069	12 069
VE	6 370	8 646	9 328	9 266	11 859	13 649	13 289
P/E (x)	10.9	13.4	13.0	12.9	16.8	19.9	18.4
P/CF (x)	8.3	9.4	10.0	10.0	13.8	16.5	15.5
Rendement (%)	4.3%	3.5%	3.4%	3.6%	2.7%	2.2%	2.4%
FCF yield (%)	16.0%	10.1%	7.2%	8.6%	5.6%	4.9%	5.2%
P/B incl. GW (x)	1.75	2.41	2.43	2.28	2.89	3.26	3.00
P/B excl. GW (x)	7.56	10.60	12.64	9.61	10.84	10.18	8.00
VE/CA (x)	1.78	2.22	2.19	2.07	2.66	3.03	2.84
VE/EBITDA (x)	8.6	9.1	9.4	9.1	11.5	12.9	11.8
VE/EBIT (x)	10.3	10.4	10.6	10.2	12.9	14.4	13.1
VE/FCF to firm (x)	8.3	13.2	18.1	14.5	20.2	21.3	19.9
VE/AE incl. GW (x)	1.4	1.8	1.8	1.8	2.2	2.6	2.5
VE/AE excl. GW (x)	2.4	3.3	3.4	3.4	4.3	5.0	4.9
<i>(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n</i>							
<b>Compte de résultat (MEUR)</b>							
CA	3 578	3 891	4 250	4 467	4 460	4 499	4 679
EBITDA ajusté	745	949	994	1 014	1 028	1 060	1 125
Dotations aux amortissements	-126.5	-120.2	-111.0	-105.2	-107.3	-110.5	-113.8
EBIT courant	619	829	883	909	921	949	1 011
EBIT publié	524	758	812	848	849	877	936
Résultat financier	-101.5	-111.0	-71.6	-93.4	-85.4	-77.0	-64.0
Impôt sur les sociétés	-131.3	-227.1	-261.4	-247.6	-235.3	-264.1	-287.8
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat des activités cédées ou en cours de cession	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritaires	-1.5	-1.2	-0.7	-1.4	-1.6	-1.6	-1.8
RNpg publié	290	418	479	506	527	534	583
RNCpg ajusté	384	490	550	567	598	606	658
<b>Bilan (MEUR)</b>							
Survaleurs	1 855	2 132	2 404	2 455	2 545	2 545	2 545
Autres actifs incorporels	1 770	1 768	1 767	1 824	1 781	1 739	1 696
Immobilisations corporelles	646	613	606	577	629	603	577
BFR	275	251	332	337	373	389	419
Immobilisations financières	6.5	32.3	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
Capitaux propres pg	2 389	2 731	2 946	3 185	3 436	3 705	4 028
Capitaux propres minoritaires	5.2	5.4	3.4	5.5	7.1	8.7	10.4
Capitaux propres	2 394	2 736	2 949	3 191	3 443	3 714	4 039
Provisions	818	863	890	920	936	951	956
Endettement net	1 340	1 198	1 271	1 083	950	612	243
<b>Tableau de flux (MEUR)</b>							
EBITDA ajusté	745.0	949.1	994.2	1014.3	1028.1	1059.7	1124.9
Frais financiers nets (cash)	-88.1	-71.2	-82.2	-81.7	-80.4	-77.0	-64.0
Impôt payé	-131.3	-227.1	-261.4	-247.6	-235.3	-264.1	-287.8
Autres	221.2	123.7	-4.4	54.2	-20.5	-0.9	-25.4
Flux générés par l'activité	746.8	774.5	646.2	739.2	691.9	717.7	747.7
CAPEX (net)	-71.8	-103.9	-123.5	-112.2	-128.7	-114.8	-119.2
Investissements financiers (net)	-4.6	-288.6	-343.0	-196.2	-150.0	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flux d'investissement	-76.4	-392.5	-466.5	-308.4	-278.7	-114.8	-119.2
Dividendes payés	-184.3	-184.2	-231.4	-245.0	-265.1	-265.1	-259.3
Nouveaux fonds propres (nets des rachats d'actions)	77.1	3.5	3.4	15.0	-15.0	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flux de financement (hors variation de dette brute)	-107.2	-180.7	-228.0	-230.0	-280.1	-265.1	-259.3
Variation d'endettement net	521.7	142.2	-72.9	187.8	133.1	337.8	369.2
Périmètre change divers	-41.5	-59.1	-24.6	-13.0	0.0	0.0	0.0
Free cash flow to firm	768.3	655.5	515.8	637.6	586.9	639.5	666.4
Free cash flow to equity	675.0	670.6	522.7	627.0	563.2	602.9	628.5
<b>Croissance marges rentabilité</b>							
Croissance du CA publiée	-14.9%	8.7%	9.2%	5.1%	-0.1%	0.9%	4.0%
Croissance du CA organique	-13.9%	3.6%	6.4%	-1.4%	0.2%	1.9%	4.0%
Croissance de l'EBIT courant	-14.5%	34.0%	6.6%	2.9%	1.3%	3.1%	6.5%
Croissance du BNA	-10.5%	25.8%	11.5%	2.1%	5.0%	2.3%	8.4%
Marge net ajustée	10.7%	12.6%	12.9%	12.7%	13.4%	13.5%	14.1%
Marge d'EBITDA	20.8%	24.4%	23.4%	22.7%	23.0%	23.6%	24.0%
Marge d'EBIT courant	17.3%	21.3%	20.8%	20.4%	20.6%	21.1%	21.6%
CAPEX / CA	-2.0%	-2.7%	-2.9%	-2.5%	-2.9%	-2.6%	-2.5%
BFR / CA	7.7%	6.4%	7.8%	7.6%	8.4%	8.6%	9.0%
Taux d'IS apparent	27.5%	33.7%	33.3%	31.7%	29.5%	31.9%	31.9%
Taux d'IS normatif	28.1%	35.1%	35.3%	32.8%	33.5%	33.0%	33.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
ROCE pre-tax	13.1%	17.8%	17.9%	17.6%	17.5%	17.9%	19.2%
ROCE pre-tax hors GW (taux d'IS normatif)	21.6%	31.1%	33.1%	33.4%	33.4%	34.4%	37.3%
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	9.4%	11.6%	11.6%	11.9%	11.6%	12.0%	12.9%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	15.6%	20.2%	21.4%	22.4%	22.2%	23.1%	25.0%
ROE	16.8%	19.1%	19.4%	18.5%	18.1%	17.0%	17.0%
<b>Ratios d'endettement</b>							
Gearing	56%	44%	43%	34%	28%	16%	6%
Dette nette / capitalisation	0.32	0.18	0.18	0.15	0.10	0.05	0.02
Dette nette / EBITDA	1.80	1.26	1.28	1.07	0.92	0.58	0.22
EBITDA / frais financiers nets	7.3	8.6	13.9	10.9	12.0	13.8	17.6

## L'Oréal (Achat, OC 138 €)

### La qualité du management au cœur de la "quality stock" L'Oréal

#### ► CEO

Le parcours du CEO actuel reflète **l'organisation exemplaire de la succession des dirigeants au sein du leader mondial des cosmétiques**. Français, Jean-Paul Agon a 57 ans. Diplômé d'une école de commerce (HEC Paris), il intègre L'Oréal en 1978 et y a fait depuis toute sa carrière. Il passe avec succès par différents échelons de management dans l'entreprise (marketing, Grèce, Biotherm, Allemagne, Amérique du Nord, Asie) et devient CEO en 2006. Il exerce actuellement son 2<sup>ème</sup> mandat et son renouvellement sera proposé à l'AG du 17 avril 2014. Jean-Paul Agon a un seul mandat externe actif au Conseil d'Administration d'Air Liquide depuis 2010. L'Oréal, entreprise créée en 1909, est un modèle pour les entreprises qui arrivent depuis plusieurs générations à faire émerger avec succès leurs dirigeants issus de l'interne et du terrain.

*L'Oréal, modèle en matière d'organisation de succession en interne*

#### ► Équipe dirigeante

Le Comité exécutif compte 15 membres dont 3 femmes, 16 membres et 4 femmes à partir du 1<sup>er</sup> avril 2014. La présence de femmes au Comité exécutif est d'autant plus importante chez L'Oréal que 90% de ses clients sont encore aujourd'hui des femmes (estimation équipe ESG de Oddo Securities). L'âge moyen est de 51 ans avec une forte concentration de cinquantenaires. Les fonctions support (finance, ressources humaines, ...) sont représentées aux côtés des directions opérationnelles. Les membres du comex sont tous européens avec des formations initiales majoritairement issues d'écoles de commerce (BOCCONI, ESSEC, HEC, ...). L'équipe dirigeante est associée au capital.

#### ► Organisation et management intermédiaire

L'organisation est tournée vers les circuits de distribution. La Branche Cosmétique représente la majeure partie de l'activité du Groupe, près de 93% du chiffre d'affaires 2012 contre 4% pour The Body Shop et 3% pour la Branche Dermatologie. Elle compte 4 Divisions opérationnelles correspondant chacune à un circuit de commercialisation : Produits Professionnels, Produits Grand Public, Luxe et Cosmétique Active. L'Oréal a optimisé courant 2013 son organisation produits Grand Public et Luxe. L'organisation s'appuie aussi sur des fonctions support et des zones géographiques. Toujours en 2013, L'Oréal a rapproché du terrain les centres de décision des zones géographiques. Enfin, L'Oréal, toujours tourné vers l'approche proximité et satisfaction clients à travers les circuits de distribution, a annoncé fin 2013 la création d'une Direction Générale Travel Retail Group. **La culture entrepreneuriale reste forte pour un leader mondial** avec des priorités historiques sur la croissance organique et l'innovation. L'entreprise n'a de cesse de se présenter non comme un porte-avion mais comme une multitude de flottilles capables également de se coordonner très rapidement lorsque nécessaire.

*Une culture entrepreneuriale qui reste forte*

#### ► Ressources Humaines

Nous n'identifions pas de dysfonctionnements ou risques sociaux significatifs chez L'Oréal. À titre d'exemple, la fréquence et la gravité des accidents du travail ont baissé régulièrement depuis 2005 pour atteindre un niveau particulièrement satisfaisant en 2011-2012. Au contraire, L'Oréal est l'une des **références en Europe en matière d'attractivité et de rétention des talents**. L'entreprise, particulièrement attentive à sa politique de recrutement, à la formation et à la gestion des carrières, capitalise sur ce Capital Humain. Nous estimons l'âge moyen dans le groupe à 37.2 ans. Environ 14% des salariés sont actionnaires et détiennent 0.7% du capital de l'entreprise à fin 2012. Les salariés sont également significativement associés aux résultats de l'entreprise via les "Worldwide Profit Sharing Program – WPS", ou encore la participation et l'intéressement pour les salariés en France.

*Capacité à attirer et conserver les talents*

**Synthèse scoring Qualité du Management de L'Oréal**

Synthèse	Scoring	Qualité du Management	L'Oréal	Large Cap
<b>CEO</b> (30%)	Critère 1	Organisation succession	9.0	10.0
	Critère 2	Fiabilité	4.0	5.0
	Critère 3	Compétence	4.5	5.0
	Critère 4	Antistar	4.5	5.0
	Critère 5	Vision & leadership	4.0	5.0
<b>Equipe dirigeante</b> (25%)	Critère 6	Taille du Comex	0.0	3.0
	Critère 7	Composition et fonctionnement du Comex	1.0	5.0
	Critère 8	Gestion réorganisations / restructurations	5.5	6.0
	Critère 9	Intégration des acquisitions	4.0	6.0
	Critère 10	Association au capital	3.0	5.0
<b>Organisation et Management intermédiaire</b> (25%)	Critère 11	Axes matriciels et niveaux de management	2.0	3.0
	Critère 12	Croissance organique et prise de PDM	6.5	8.0
	Critère 13	Capacité d'innovation	5.0	5.0
	Critère 14	Organisation apprenante	1.5	2.0
	Critère 15	Gestion lean	1.0	2.0
	Critère 16	Culture entrepreneuriale	4.5	5.0
<b>Ressources Humaines</b> (20%)	Critère 17	Dysfonctionnements et risques sociaux	4.5	5.0
	Critère 18	Productivité RH	3.5	5.0
	Critère 19	Attractivité et recrutement	3.0	3.0
	Critère 20	Formation et gestion des carrières	4.0	4.0
	Critère 21	Actionnariat salarié	2.0	3.0
<b>Score global</b>			<b>77.0</b>	<b>100.0</b>

Tableau n°11 - Source : Oddo Securities

**Synthèse SWOT Qualité du Management de L'Oréal**

AXE QUALITE DU MANAGEMENT	POINTS FORTS	AXES D'AMELIORATION
<b>CEO</b> (30%)	Organisation succession du CEO Compétent, antistar	
<b>Equipe dirigeante</b> (25%)	Gestion des réorganisations et des restructurations  Association au capital de l'équipe dirigeante	Taille du comex Internationalisation du comex hors d'Europe Ancienneté moyenne des membres du Comex de plus de 25 ans dans l'entreprise
<b>Organisation et Management intermédiaire</b> (25%)	Modèle de croissance organique avec prise de parts de marché Entreprise tournée vers l'innovation depuis son origine Culture entrepreneuriale	
<b>Ressources Humaines</b> (20%)	Indicateurs de performance et de productivité ressources humaines Formation et gestion des carrières Actionnariat salarié	

Tableau n°12 - Sources : Société, Oddo Securities

**L'Oréal : Achat (OC : 138 €) – Excellence opérationnelle et attrait spéculatif**

Avec une capitalisation boursière proche de 75 Md€, des ventes proches de 23 Md€ et une marge opérationnelle supérieure à 16%, L'Oréal est le leader mondial sur le marché de la Cosmétique, sur lequel il fait notamment face à des conglomérats s'appuyant sur d'autres activités tels qu'Unilever ou encore P&G. Le groupe est régionalement bien diversifié avec en 2013 près de 35% de ses ventes sur l'Europe de l'Ouest, environ 25% sur l'Amérique du Nord et 40% sur les Nouveaux marchés. Le groupe opère dans 4 divisions : Luxe, Produits de Grande Consommation, Cosmétique Active et Produits Professionnels. Le groupe possède 28 marques, dont les 4 plus importantes sont L'Oréal Paris, Garnier, et Lancôme et Maybelline :



- **Un profil défensif attirant dans le contexte de marché actuel** : la croissance organique du groupe n'est passée en négatif qu'une fois sur les 15 dernières années, lors de la crise en 2009, et a progressé de plus de 5% en moyenne sur la période. Ce constat impressionnant et rassurant dans le contexte de marché actuel permet à la société d'opérer avec une certaine sérénité et de capitaliser au travers d'une augmentation de marge mesurée mais régulière dans le temps. Ce modèle assure une génération de trésorerie suffisante pour assurer l'innovation et les investissements nécessaires au maintien de ce cercle vertueux. Il permet également une redistribution de cash intéressante, avec un dividende en augmentation exponentielle depuis plusieurs années.
- **Des relais de croissance nombreux** : le groupe est bien diversifié géographiquement, un facteur positif qui diminue les risques opérationnels. Les parts de marché sont très fortes sur l'Europe de l'Ouest, mais les gains possibles sur l'Amérique du Nord, l'Amérique latine et l'Asie/Pacifique restent substantiels et offrent des relais de croissance indéniables. À cet égard, le groupe a pour objectif de toucher un milliard de nouveaux consommateurs. Par ailleurs, le phénomène de vieillissement global de la population est un relais de développement sur le long terme et s'ajoute à la structuration progressive des canaux de distribution, et en particulier l'explosion du "travel retail" et de la distribution sélective sur lesquels L'Oréal est sans conteste le meilleur de sa catégorie. Autant de relais et de perspectives de croissance qui s'offrent au groupe !
- **L'opportunité digitale** : historiquement reconnu pour son excellence dans le marketing, L'Oréal doit faire face à la révolution digitale qui pose de nombreux défis d'un point de vue opérationnel mais qui offre des gains financiers potentiels tout aussi intéressants. Le "digital" modifie substantiellement la relation aux clients pour un coût souvent moindre mais avec un impact tout aussi puissant que les médias traditionnels. Une révolution que L'Oréal est en train de prendre à bras le corps, et sur laquelle la société possède de l'avance. L'impact sur la rentabilité à long terme pourrait être important.
- **Un portefeuille de marques de premier ordre** : le groupe possède plus de 30 marques, avec des marques leaders sur chacune de ses 4 divisions. La puissance et le nombre de ces marques donnent à la société un fort pouvoir de négociation avec les détaillants. Les 4 grandes marques du portefeuille que sont l'Oréal Paris, Garnier, Lancôme et Maybelline sont des "vaches à lait". Elles côtoient des marques secondaires à fort potentiels d'expansion ainsi que des marques de niches. Ce portefeuille est fréquemment enrichi par une politique d'acquisition mesurée et intelligente, tant en positionnement qu'en taille, qui permet une diversification bénéfique, des économies d'échelle et un dynamisme constant, qui assure la pérennité de l'entreprise et continue de créer de la valeur.
- **Un attrait spéculatif qui justifie une prime de valorisation** : le titre se traite sur un PE 2014 de 22.7x contre le secteur à environ 19.2x et un VE/EBIT 2014 de 18x contre le secteur à environ 13x. Cette prime de valorisation a toujours été et se justifie par la supériorité du business model de L'Oréal par rapport à bon nombre de ses concurrents. Elle s'explique également par une situation actionnariale et des scénarios autour de son évolution qui confèrent à la société des caractéristiques spéculatives. En effet, Nestlé, qui possède depuis 1974 une part importante de L'Oréal, s'est récemment désengagé à hauteur de 8% du capital, ce qui amène sa participation à 23.3%. Si le groupe Nestlé a indiqué que cette vente ne marquait pas le début d'un désengagement dans L'Oréal, il nous semble clair que cela n'empêchera pas le marché de spéculer sur l'impact potentiel d'un désengagement plus poussé. Pourquoi vendre 8% maintenant si ce n'est pas pour pousser au bout la logique ? Nous pensons donc que Nestlé risque de vendre la totalité de sa participation, même si cela peut prendre plusieurs années. L'Oréal est l'acheteur naturel de cette dernière, les titres seront très probablement annulés. Nous avons à cet égard produit différents scénarios qui nous amènent à croire qu'un désengagement total de Nestlé pourrait conduire à une relution supplémentaire des BNA de L'Oréal de l'ordre d'environ 16%.

**OREP.PA | OR FP**  
**Hygiène et Soins de la personne | France**
**Achat**

Cours actuel 118.20EUR

Upside 16.75%

TP 138.00EUR

Données par action (EUR)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13e	12/14e	12/15e	12/16e
BNA corrigé	3.42	4.01	4.32	4.74	4.86	5.38	5.69	6.15
BNA publié	3.07	3.82	4.11	4.78	4.90	5.43	5.74	6.20
Dividende par action	1.50	1.80	2.00	2.30	2.50	2.91	3.19	3.57
FCF to equity par action	4.45	4.48	3.44	4.29	4.45	4.93	5.14	5.57
Book value par action	23.30	25.34	29.75	34.86	37.48	33.12	35.64	38.25
Nombre d'actions ordinaires fin de période	583.38	586.58	592.76	600.44	604.00	560.00	560.00	560.00
Nombre d'actions moyen dilué	583.79	591.38	597.63	605.31	608.87	564.87	564.87	564.87
<b>Valorisation</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13e</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
Cours le plus haut	78.7	87.4	90.2	106	137	129		
Cours le plus bas	47.0	71.4	71.2	80.0	104	115		
(*) Cours de référence	60.4	80.5	81.6	93.6	124	118	118	118
Capitalisation	35 218	47 202	48 368	56 199	74 637	66 192	66 192	66 192
VE	38 741	49 015	49 897	56 796	74 389	68 557	67 479	66 373
P/E (x)	17.6	20.1	18.9	19.8	25.4	22.0	20.8	19.2
P/CF (x)	12.8	14.9	15.0	15.4	19.1	17.0	16.3	15.2
Rendement (%)	2.5%	2.2%	2.5%	2.5%	2.0%	2.5%	2.7%	3.0%
FCF yield (%)	7.4%	5.6%	4.2%	4.6%	3.6%	4.2%	4.3%	4.7%
P/B incl. GW (x)	2.59	3.18	2.74	2.68	3.30	3.57	3.32	3.09
P/B excl. GW (x)	4.33	5.17	4.23	3.89	4.61	5.48	4.90	4.42
VE/CA (x)	2.22	2.51	2.45	2.53	3.24	3.00	2.82	2.65
VE/EBITDA (x)	11.4	12.9	12.8	12.9	15.8	14.3	13.4	12.3
VE/EBIT (x)	15.0	16.0	15.2	15.4	19.2	17.4	16.0	14.7
VE/FCF to firm (x)	17.0	22.1	30.0	26.9	33.2	28.7	26.9	24.6
VE/AE incl. GW (x)	3.9	4.8	4.3	4.6	5.9	4.8	4.7	4.5
VE/AE excl. GW (x)	8.8	10.9	9.3	9.8	12.3	8.9	8.4	7.9
(*) cours moyen jusqu'à n-1 cours actuel à partir de n								
<b>Compte de résultat (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13e</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
CA	17 473	19 496	20 343	22 463	22 976	22 831	23 901	25 025
EBITDA ajusté	3 412	3 791	3 907	4 389	4 715	4 795	5 043	5 380
Dotations aux amortissements	-834.0	-734.2	-614.3	-691.6	-840.1	-844.8	-836.5	-875.9
EBIT courant	2 578	3 057	3 292	3 697	3 875	3 950	4 207	4 505
EBIT publié	2 300	2 904	3 196	3 574	3 740	3 815	4 066	4 357
Résultat financier	171	248	270	302	285	298	285	340
Impôt sur les sociétés	-676.1	-909.9	-1 025.8	-1 005.5	-1 063.0	-1 069.5	-1 131.1	-1 221.3
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat des activités cédées ou en cours de cession	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritaires	-2.7	-2.3	-2.5	-2.7	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
RNpg publié	1 792	2 240	2 438	2 867	2 958	3 041	3 216	3 473
RNCpg ajusté	1 997	2 371	2 583	2 867	2 958	3 041	3 216	3 473
<b>Bilan (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13e</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
Survaleurs	5 466	5 730	6 205	6 478	6 458	6 458	6 458	6 458
Autres actifs incorporels	2 042	2 178	2 477	2 625	2 548	2 548	2 548	2 548
Immobilisations corporelles	2 599	2 678	2 881	2 963	3 054	4 607	4 846	5 096
BFR	-228.8	-368.6	31.3	218	451	552	654	760
Immobilisations financières	7 243	6 464	7 572	9 249	9 885	6 755	6 755	6 755
Capitaux propres pg	13 595	14 864	17 634	20 932	22 637	18 546	19 961	21 419
Capitaux propres minoritaires	3.1	3.1	3.1	4.8	5.8	9.0	12.2	15.4
Capitaux propres	13 598	14 867	17 638	20 936	22 643	18 555	19 973	21 435
Provisions	1 565	1 772	2 033	2 172	1 967	1 967	1 967	1 967
Endettement net	1 958	40.9	-503.9	-1 575.2	-2 214.7	397	-680.5	-1 785.7
<b>Tableau de flux (MEUR)</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13e</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
EBITDA ajusté	3411.6	3791.1	3906.7	4388.9	4714.9	4794.6	5043.0	5380.4
Frais financiers nets (cash)	171.1	248.2	270.4	302.0	284.8	297.9	284.6	340.2
Impôt payé	-676.1	-909.9	-1025.8	-1005.5	-1063.0	-1069.5	-1131.1	-1221.3
Autres	317.9	174.2	-247.1	-153.5	-186.5	-235.7	-242.1	-253.6
Flux générés par l'activité	3224.5	3303.6	2904.2	3531.9	3750.2	3787.4	3954.4	4245.7
CAPEX (net)	-628.0	-677.9	-865.7	-955.0	-1060.5	-1027.4	-1075.5	-1126.1
Investissements financiers (net)								
Autres	-1257.0	114.6	765.1	-147.9	-18.1	488.2	-781.9	50.6
Flux d'investissement								
Dividendes payés	-851.5	-921.6	-1107.6	-1268.2	-1426.5	-1642.0	-1801.0	-2014.3
Nouveaux fonds propres (nets des rachats d'actions)	127.2	488.6	455.2	562.7	186.2	-3400.0	0.0	0.0
Autres	-1665.1	-1752.1	-604.3	-1330.3	-278.3	500.0	0.0	0.0
Flux de financement (hors variation de dette brute)	-2389.4	-2185.1	-1256.7	-2035.8	-1518.6	-4542.0	-1801.0	-2014.3
Variation d'endettement net								
Périmètre change divers	1317.9	-68.3	-765.5	224.2	-138.9	11.8	781.9	-50.6
Free cash flow to firm	2282.3	2221.4	1663.9	2109.0	2241.5	2386.9	2505.6	2693.5
Free cash flow to equity	2596.5	2625.7	2038.5	2576.9	2689.7	2760.0	2878.8	3119.5
<b>Croissance marges rentabilité</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13e</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
Croissance du CA publiée	-0.4%	11.6%	4.3%	10.4%	2.3%	-0.6%	4.7%	4.7%
Croissance du CA organique	-1.1%	5.7%	4.9%	5.5%	5.1%	4.9%	4.7%	4.7%
Croissance de l'EBIT courant	-3.3%	18.6%	7.7%	12.3%	4.8%	1.9%	6.5%	7.1%
Croissance du BNA	-2.1%	17.2%	7.8%	9.6%	2.6%	10.8%	5.8%	8.0%
Marge net ajustée	11.4%	12.2%	12.7%	12.8%	12.9%	13.3%	13.5%	13.9%
Marge d'EBITDA	19.5%	19.4%	19.2%	19.5%	20.5%	21.0%	21.1%	21.5%
Marge d'EBIT courant	14.8%	15.7%	16.2%	16.5%	16.9%	17.3%	17.6%	18.0%
CAPEX / CA	-3.6%	-3.5%	-4.3%	-4.3%	-4.6%	-4.5%	-4.5%	-4.5%
BFR / CA	-1.3%	-1.9%	0.2%	1.0%	2.0%	2.4%	2.7%	3.0%
Taux d'IS apparent	27.4%	28.9%	29.6%	25.9%	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
Taux d'IS normatif	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Rotation de l'actif (CA / Actif Economique)	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7
ROCE pre-tax	25.1%	30.4%	30.2%	31.0%	31.3%	29.6%	29.3%	30.7%
ROCE pre-tax hors GW (taux d'IS normatif)	53.9%	68.7%	66.7%	66.0%	65.3%	57.4%	53.4%	54.8%
ROCE post-tax (taux d'IS normatif)	17.6%	21.3%	21.1%	21.7%	21.9%	20.7%	20.5%	21.5%
ROCE post-tax hors GW (taux d'IS normatif)	37.8%	48.1%	46.7%	46.2%	45.7%	40.2%	37.4%	38.3%
ROE	15.9%	16.7%	15.9%	14.9%	13.6%	14.8%	16.7%	16.8%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>12/09</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13e</b>	<b>12/14e</b>	<b>12/15e</b>	<b>12/16e</b>
Gearing	14%	0%	-3%	-8%	-10%	2%	-3%	-8%
Dette nette / capitalisation	0.06	0.00	-0.01	-0.03	-0.03	0.01	-0.01	-0.03
Dette nette / EBITDA	0.57	0.01	ns	ns	ns	0.08	ns	ns
EBITDA / frais financiers nets	44.9	142.5	199.3	1371.5	-1071.6	122.9	220.8	858.7

# ANNEXE 1 : MODELE D'ANALYSE QUALITE DU MANAGEMENT LARGE CAP 2014

Notre modèle d'analyse 2014 est articulé en 4 axes et 21 critères selon le tableau ci-dessous. Cette annexe propose ensuite le détail des 21 critères.

Modèle d'analyse de la Qualité du Management				
Synthèse	Scoring	Qualité du Management	XXXX	Large Cap (score max.)
<b>CEO (30%)</b>	Critère 1	Organisation succession	0.0	10.0
	Critère 2	Fiabilité	0.0	5.0
	Critère 3	Compétence	0.0	5.0
	Critère 4	Antistar	0.0	5.0
	Critère 5	Vision & leadership	0.0	5.0
<b>Equipe dirigeante (25%)</b>	Critère 6	Taille du Comex	0.0	3.0
	Critère 7	Composition et fonctionnement du Comex	0.0	5.0
	Critère 8	Gestion réorganisations / restructurations	0.0	6.0
	Critère 9	Intégration des acquisitions	0.0	6.0
	Critère 10	Association au capital	0.0	5.0
<b>Organisation et Management intermédiaire (25%)</b>	Critère 11	Axes matriciels et niveaux de management	0.0	3.0
	Critère 12	Croissance organique et prise de PDM	0.0	8.0
	Critère 13	Capacité d'innovation	0.0	5.0
	Critère 14	Organisation apprenante	0.0	2.0
	Critère 15	Gestion lean	0.0	2.0
	Critère 16	Culture entrepreneuriale	0.0	5.0
<b>Ressources Humaines (20%)</b>	Critère 17	Dysfonctionnements et risques sociaux	0.0	5.0
	Critère 18	Productivité RH	0.0	5.0
	Critère 19	Attractivité et recrutement	0.0	3.0
	Critère 20	Formation et gestion des carrières	0.0	4.0
	Critère 21	Actionnariat salarié	0.0	3.0
<b>Score global</b>			<b>0.0</b>	<b>100.0</b>

Tableau n°13 - Source : Oddo Securities

## Axe 1 : CEO

Qualité du Management – Grille critère 1			
Organisation de la succession du CEO		XXX	Large Cap
Organisation de la succession du CEO	Succession organisée, visibilité > 2 ans, Historique de successeurs ayant fait leurs preuves et issus de l'interne		10.0
	Succession organisée, visibilité < 2 ans		5.0
	Succession non organisée - Historique de recrutements externes et de dirigeants n'ayant pas fait leurs preuves		0.0
	<b>Scoring maximal</b>	<b>0.0</b>	<b>10.0</b>

Qualité du Management – Grille critère 2			
Fiabilité du CEO		XXX	Large Cap
Fiabilité du CEO	Oui, forte cohérence entre le discours et les faits		5.0
	Oui, sans plus		2.5
	Non, le risque extrême étant questionnement sur intégrité / honnêteté		0.0
	<b>Scoring maximal</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

Qualité du Management – Grille critère 3			
Compétence du CEO		XXX	Large Cap
Compétence du CEO	Oui, excellente		5.0
	Oui, dans la moyenne du secteur		2.5
	Non		0.0
	<b>Scoring maximal</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

Qualité du Management – Grille critère 4			
CEO Antistar		XXX	Large Cap
CEO Anti-star	Oui, exemplarité dans le focus business, clients, collaborateurs		5.0
	Oui, pas de différenciation notable au sein du secteur		2.5
	Non, profil peu concerné par l'interne, plutôt Star/Bling Bling		0.0
	<b>Scoring maximal</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

Qualité du Management – Grille critère 5			
Vision et Leadership du CEO		XXX	Large Cap
Vision et Leadership du CEO	Oui, La référence dans son secteur		5.0
	Oui, mais pas pour autant différenciateur		2.5
	Vision et leadership en retrait		0.0
	<b>Scoring maximal</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

Tableaux n°14 - Source : Oddo Securities

## Axe 2 : Équipe dirigeante

### Qualité du Management – Grille critère 6

Taille du Comex		XXX	Large Cap
Taille du Comex	Entre 10 et 12 membres		3.0
	8 ou 9 membres		2.0
	Moins de 8 membres		1.5
	13 ou 14 membres		1.0
	Plus de 14 membres		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>3.0</b>

### Qualité du Management – Grille critère 7

Composition et fonctionnement du Comex		XXX	Large Cap
Composition et fonctionnement du Comex	Forte diversité cognitive, présence des fonctions Front et Support, étagement des âges, rotation équilibrée		5.0
	Indicateurs dans la moyenne		2.5
	Faible diversité cognitive, absence des fonctions Support ou Front, pas d'étagement des âges, rotation trop faible ou trop forte		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

### Qualité du Management – Grille critère 8

Gestion des réorganisations / restructurations		XXX	Large Cap
Gestion des réorganisations / restructurations	Pas de restructuration au cours des deux dernières années - Focus sur l'externe business / clients		6.0
	Réorganisation anticipée, ciblée, limitée sur période < 2 ans, efforts pour limiter le nombre de licenciements secs, climat social préservé		4.0
	Restructuration limitée depuis plus de 2 ans		3.0
	Restructuration lourde depuis moins de 2 ans		2.0
	Restructuration non anticipée, en réactivité face à dilemme stratégique, ampleur élevée (> de 10% des effectifs concernés), restructuration lourde depuis plus de 2 ans		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>6.0</b>

### Qualité du Management – Grille critère 9

Intégration des acquisitions		XXX	Large Cap
Intégration des acquisitions	Modèle de croissance mixte - Track record réussi acquisitions de taille limitée (cible taille <10% market cap)		6.0
	Modèle de croissance dominante externe - Track record réussi acquisitions de taille limitée (cible taille <10% market cap)		5.0
	Modèle de croissance mixte - Track record réussi acquisitions de taille significative (cible >10% market cap, voire fusion entre égaux)		4.0
	Modèle de croissance dominante externe - Track record réussi acquisitions de taille significative (cible >10% market cap, voire fusion entre égaux)		3.5
	Modèle de croissance mixte - Track record échec acquisitions de taille limitée (cible taille <10% market cap)		2.5
	Modèle de croissance dominante externe - Track record échec acquisitions de taille limitée (cible taille <10% market cap)		2.0
	Modèle de croissance mixte - Echec fusion acquisition de taille significative (cible >10% market cap, voire fusion entre égaux)		1.0
	Modèle de croissance dominante externe - Echec fusion acquisition de taille significative (cible >10% market cap, voire fusion entre égaux)		0.0
	<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>

**Qualité du Management – Grille critère 10**

<b>Association au capital de l'équipe dirigeante</b>		<b>XXX</b>	<b>Large Cap</b>
<b>Association au capital de l'équipe dirigeante</b>	Toute l'équipe dirigeante est actionnaire dans le dur (actions payées) pour un montant au moins égal à 1 année de rémunération (fixe + variable)		5.0
	Toute l'équipe dirigeante est actionnaire dans le dur (actions gratuites) pour un montant au moins égal à 1 année de rémunération (fixe + variable)		4.0
	Toute l'équipe dirigeante dispose de stock-options (SO) pour un montant au moins égal à 1 année de rémunération (fixe + variable)		3.0
	Une minorité de l'équipe dirigeante est actionnaire dans le dur (actions payées) pour un montant inférieur à 1 année de rémunération (fixe + variable)		2.5
	Une minorité de l'équipe dirigeante est actionnaire dans le dur (actions gratuites) pour un montant inférieur à 1 année de rémunération (fixe + variable)		2.0
	Une minorité de l'équipe dirigeante dispose de SO pour un montant inférieur à 1 année de rémunération (fixe + variable)		1.0
	Pas d'association au capital		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

Tableaux n°15 - Source : Oddo Securities

### Axe 3 : Organisation et Management intermédiaire

**Qualité du Management – Grille critère 11**

<b>Matrices et niveaux de management</b>		<b>XXX</b>	<b>Large Cap</b>
<b>Matrices et niveaux de management</b>	2 matrices max et 7 niveaux de management max		3.0
	2 matrices max - > 7 niveaux de management		1.0
	> 2 matrices - 7 niveaux de management max		0.5
	> 2 matrices > 7 niveaux de management		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>3.0</b>

**Qualité du Management – Grille critère 12**

<b>Croissance organique et prise de PDM</b>		<b>XXX</b>	<b>Large Cap</b>	
<b>Croissance organique et prise de PDM</b>	Modèle à dominante croissance interne - Croissance organique au-dessus de la moyenne du marché avec prise de PDM		8.0	
	Modèle de croissance mixte - Croissance organique au-dessus de la moyenne du marché avec prise de PDM		7.0	
	Modèle à dominante externe - Croissance organique au-dessus de la moyenne du marché avec prise de PDM		6.0	
	Modèle à dominante croissance interne - Croissance organique dans la moyenne du marché sans prise de PDM		5.0	
	Modèle de croissance mixte - Croissance organique dans la moyenne du marché sans prise de PDM		4.0	
	Modèle à dominante externe - Croissance organique dans la moyenne du marché sans prise de PDM		3.0	
	Modèle à dominante croissance interne - Croissance organique en dessous de la moyenne du marché avec pertes de PDM		2.0	
	Modèle de croissance mixte - Croissance organique en dessous de la moyenne du marché avec pertes de PDM		1.0	
	Modèle à dominante croissance externe - Croissance organique en dessous de la moyenne du marché avec pertes de PDM		0.0	
	<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>8.0</b>

**Qualité du Management – Grille critère 13**

		XXX	Large Cap
<b>Capacité d'innovation</b>			
<b>Capacité d'innovation</b>	Capacité d'innovation amont et/ou cœur d'activité et/ou aval, moteur de la croissance top line et/ou du pricing power		5.0
	Capacité d'innovation dans la moyenne du secteur - Impact "neutre" sur la croissance top line et ou le pricing power		2.5
	Capacité d'innovation en retrait dans son secteur - Facteur négatif sur la croissance top line et/ou le pricing power		0.0
	<b>Scoring maximal</b>	<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

**Qualité du Management – Grille critère 14**

		XXX	Large Cap
<b>Organisation apprenante</b>			
<b>Organisation apprenante</b>	Capacité de l'entreprise à ne pas renouveler les erreurs du passé		2.0
	Dans la moyenne du secteur		1.0
	Répétitions d'erreurs passées de stratégie et/ou d'organisation - Incapacité à reconnaître ses erreurs		0.0
	<b>Scoring maximal</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>

**Qualité du Management – Grille critère 15**

		XXX	Large Cap
<b>Gestion lean</b>			
<b>Gestion lean</b>	Poids raisonnable du corporate - Culture maîtrise des coûts corporate		2.0
	Poids dans la moyenne du secteur		1.0
	Poids élevé du corporate - Pas de culture maîtrise des coûts corporate		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>2.0</b>

**Qualité du Management – Grille critère 16**

		XXX	Large Cap
<b>Culture entrepreneuriale</b>			
<b>Culture entrepreneuriale</b>	Culture entrepreneuriale focalisée client et delivery		5.0
	Oui, sans plus		2.5
	Culture entrepreneuriale en retrait		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

Tableaux n°16 - Source : Oddo Securities

## Axe 4 : Ressources Humaines

### Qualité du Management – Grille critère 17

	Dysfonctionnements et risques sociaux	XXX	Large Cap	
Dysfonctionnements et risques sociaux	Secteur à intensité RH modérée - Dysfonctionnements et risques sociaux inférieurs à la moyenne du secteur		5.0	
	Secteur à Intensité RH moyenne - Dysfonctionnements et risques sociaux inférieurs à la moyenne du secteur		4.5	
	Secteur à intensité RH élevée - Dysfonctionnements et risques sociaux inférieurs à la moyenne du secteur		4.0	
	Secteur à intensité RH modérée - Dysfonctionnements et risques sociaux dans la moyenne du secteur		3.0	
	Secteur à Intensité RH moyenne - Dysfonctionnements et risques sociaux dans la moyenne du secteur		2.5	
	Secteur à intensité RH élevée - Dysfonctionnements et risques sociaux dans la moyenne du secteur		2.0	
	Secteur à intensité RH modérée - Dysfonctionnements et risques sociaux supérieurs à la moyenne du secteur		1.0	
	Secteur à Intensité RH moyenne - Dysfonctionnements et risques sociaux supérieurs à la moyenne du secteur		0.5	
	Secteur à forte intensité RH - Dysfonctionnements et risques sociaux supérieurs à la moyenne du secteur		0.0	
	<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

### Qualité du Management – Grille critère 18

	Productivité RH	XXX	Large Cap	
Productivité RH	Intensité RH forte - Productivité RH supérieure à la moyenne du secteur - Tendance positive -		5.0	
	Intensité RH moyenne - Productivité RH supérieure à la moyenne du secteur - Tendance positive -		4.5	
	Intensité RH modérée - Productivité RH supérieure à la moyenne du secteur - Tendance positive -		4.0	
	Productivité RH dans la moyenne du secteur - Tendance stable -		2.5	
	Intensité RH modérée - Productivité RH inférieure à la moyenne du secteur - Tendance négative -		1.0	
	Intensité RH moyenne - Productivité RH inférieure à la moyenne du secteur - Tendance négative -		0.5	
	Intensité RH forte - Productivité RH inférieure à la moyenne du secteur - Tendance négative -		0.0	
	<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>5.0</b>

### Qualité du Management – Grille critère 19

	Attractivité et recrutement	XXX	Large Cap
Attractivité et recrutement	Enjeux attractivité et politique de recrutement forts - Atouts intrinsèques - Pilotage efficace		3.0
	Enjeux attractivité et politique de recrutement moyens ou modérés - Atouts intrinsèques - Pilotage efficacité		2.0
	Enjeux attractivité et politique de recrutement moyens ou modérés - Faiblesses intrinsèques - Pilotage insuffisant		1.0
	Enjeux attractivité et politique de recrutement forts - Faiblesses intrinsèques - Pilotage insuffisant		0.0
	<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>



**Qualité du Management – Grille critère 20**

<b>Formation et gestion des carrières</b>		<b>XXX</b>	<b>Large Cap</b>
<b>Formation et gestion des carrières</b>	Formation et gestion des carrières au-dessus de la moyenne du secteur		4.0
	Formation et gestion des carrières dans la moyenne du secteur		2.0
	Formation et gestion des carrières en retrait par rapport au secteur		0.0
<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>	<b>4.0</b>

**Qualité du Management – Grille critère 21**

<b>Actionnariat salarié</b>		<b>XXX</b>	<b>Large Cap</b>
<b>Actionnariat salarié</b>	Contexte guerre des talents - Plus de 25% des salariés détiennent plus de 3% du capital		3.0
	Pas de contexte guerre des talents - Plus de 25% des salariés détiennent plus de 3% du capital		2.5
	Plus de de 25% des salariés détiennent moins de 3% du capital		2.0
	Moins de 25% des salariés détiennent plus de 3% du capital		1.5
	Moins de 25% des salariés détiennent moins de 3% du capital		1.0
	Pas d'association au capital		0.0
	<b>Scoring maximal</b>		<b>0.0</b>

Tableaux n°17 - Source : Oddo Securities

## ANNEXE 2 : BIBLIOGRAPHIE, SOURCES

---

- Ansoff, Igor – *"Corporate Strategy"* (1965)
- Collins, Jim – *"From Good to Great"* (2001)
- Collins, Jim – *"When the mighty fall"* (2009)
- Crozier, Michel & Friedberg, Erhard - *"L'acteur et le système"* (1977)
- Drucker, Peter F. – *"Practice of Management"* (1954)
- Drucker, Peter F. – *"The effective Executive"* (1966)
- Fayol, Henri – *"Administration industrielle et générale"* (1916)
- Follet, Mary P. – *"Freedom and coordination – Lectures in Business Organisation"* (1949)
- Gergen, David – *"Eyewitness to power - The Essence of Leadership"* (2001)
- Graham, Benjamin – *"Security Analysis"* (1934)
- Graham, Benjamin – *"The Intelligent Investor"* (1949)
- Groysberg Boris, Healy Paul, Nohria Nitin, Serafeim Georges – *"What makes Analysts Say Buy"*, Harvard Business Review, 2012
- Kim & Mauborgne – *"Blue Ocean Strategy"* (2005)
- Kowalsky, Karren. – *"Five C's of leadership"* (2003)
- Malmentdier & Tate – *"Superstars CEO's"* – (2008)
- Maslow, Abraham – *"A Theory of Human Motivation"* (1943)
- Mayo, Elton – *"Human Problems of an Industrial Civilization"* (1933)
- Mintzberg, Henry – *"The Nature of Managerial Work"* (1973)
- Schumpeter, Joseph A. – *"Capitalism, Socialism and Democracy"* (1942)
- Schumpeter, Joseph A. – *"Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles and the Evolution of Capitalism"* (1950)
- Smith, Adam – *"An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations"* (1776)
- Taylor, Frederick W. – *"Scientific Management"* (1911)
- Weber, Max – *"The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism"* (1930)