

La perspective ressources humaines

PIGUET GALLAND-L'AGEFI. Que penser de la productivité du travail des entreprises cotées en Suisse? Ranking et première tentative de clarification.

GUY CHARLET*

Les marchés boursiers sont grands consommateurs de ratios, d'informations chiffrées, croisées et recroisées, qui permettent aux investisseurs d'apprécier la santé financière d'une entreprise. Depuis le rendement des capitaux propres jusqu'aux excédents bruts d'exploitation, tous ces indicateurs expriment la capacité d'une société à honorer ses dettes, à générer des profits et à soutenir sa croissance.

Chez Piguet Galland, il nous a semblé intéressant d'aller au-delà des ratios classiques qui portent sur l'entreprise et de produire des chiffres qui permettent d'apprécier également la contribution des salariés aux résultats de ces entreprises. Dans la mesure où Piguet Galland est une banque axée sur le marché suisse, nous avons trouvé plus pertinent de concentrer nos travaux sur les sociétés cotées au sein du Swiss Performance Index. Elles sont un peu plus de 200.

La productivité du travail est typiquement mesurée selon la production par heure travaillée ou par employé. Nous avons dès lors retenu deux critères simples: le revenu généré en moyenne par employé (RPE) et le profit dégagé en moyenne par employé (PPE). Dans ce dernier cas, du moins pour les sociétés non financières, il s'agit des profits avant impôts, intérêts et amortissements. Pour les financières, des profits avant impôts.

Avec cette approche, nous avons tenu à poursuivre deux objectifs. D'une part, nous avons souhaité mesurer la productivité de chaque société figurant au SPI et de les classer selon les résultats générés par employé. Il est évident que la rentabilité ainsi obtenue, per capita, apporte surtout un éclairage sur l'industrie, ou le secteur, dans laquelle évolue une entreprise. Le secteur pharmaceutique génère, par exemple, des marges très importantes et les ratios per capita le reflètent du même coup.

Nous avons voulu, d'autre part, que ces classements puissent être remis à jour au fil du temps. Ces classements, qui portent sur l'exercice 2014, sont un point de départ en quelque sorte. Ils prendront tout leur sens année après année, en voyant de quelle façon la rentabilité par employé varie selon les entreprises, reflétant ainsi différentes tendances liées, entre autres, à la qualité du management.

Ce deuxième objectif, qui s'inscrit sur le long terme, a également l'avantage de donner du relief à une productivité qui souffre d'une baisse structurelle dans la plupart des pays développés. Et la Suisse se classe particulièrement mal en rythme annuel sur les dix dernières années (à peine +0,5%). Ce qui peut sembler contradictoire avec l'évolution favorable des profits, la faiblesse de l'inflation et l'essor de nouvelles technologies dont on pourrait s'attendre au contraire qu'elles contribuent à soutenir la productivité. C'est ce qu'on appelle parfois le «paradoxe 2.0». Plusieurs économistes concluent

TOP 20 DE LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL DES ENTREPRISES COTÉES EN SUISSE (2014)					
Revenus par collaborateur (en dollars)			Marge nette par collaborateur (en dollars)		
Industrie et Services	Employés	Revenu par employé	Industrie et Services	Employés	Ebita par employé
Repower	707	3.156.106	Mobimo	103	966.282
Mobimo	103	2.679.932	Allreal	376	461.436
Allreal	376	2.459.840	Edison Power Europe	13	389.077
Also	3836	1.886.803	Aéroport de Zurich	1450	361.033
Sunrise	1889	1.102.996	Sunrise	1889	338.784
Goldbach	462	1.004.093	TheraMetrics	18	272.222
TheraMetrics	18	900.500	Actelion	2470	271.665
Romande Energie	673	865.927	Romande Energie	673	222.684
Actelion	2470	792.662	Swisscom	21.125	208.899
Hochdorf	573	747.712	Roche	88.509	188.828
BKW	3676	740.533	Ems-Chemie	2726	175.452
Minoteries	207	728.304	Cosmo Pharmaceuticals	178	174.034
MCH	612	726.304	BKW	3676	143.689
Ems-Chemie	2726	723.363	MCH	612	138.747
Transocean	13.100	700.305	APG SGA	580	133.476
Aéroport de Zurich	1450	664.468	JungfrauBahn	519	130.102
Emmi	5207	653.736	Novartis	133.413	125.190
Adecco	31.000	645.161	Richemont	28.324	111.990
Barry Callebaut	9319	629.460	Repower	707	108.911
CPH Chemie & Papier	860	572.631	Givaudan	9704	108.512
Secteur financier*			Secteur financier*		
	Employés	Revenu par employé		Employés	Pretax par employé
Pax Anlage	14	5.881.414	Pax Anlage	14	3.546.750
Peach Property	28	5.858.964	PSP Swiss Property	78	2.748.372
PSP Swiss Property	78	3.658.833	Hiag Immobilier	37	1.401.108
Swiss Re	12.224	3.028.959	Intershop	57	1.301.579
Swiss Life	7492	2.732.381	Wartek Invest	15	1.017.400
Wartek Invest	15	1.916.200	Partners Group	746	553.694
Intershop	57	1.821.316	Swiss Re	12.224	340.151
Hiag Immobilier	37	1.357.784	Zug Estates	157	321.694
Baloise	7617	1.351.976	Banque cantonale du Valais	445	270.746
Zurich Insurance	54.551	1.335.044	Cembra Money Bank	702	252.409
Helvetia	7012	1.282.116	Banque cantonale de Lucerne	948	221.985
Vaudoise Assurances	1258	1.253.468	Banque Coop	512	196.193
Partners Group	746	1.016.826	Banque Cantonale Vaudoise	1946	195.889
GAM	1094	1.001.280	GAM	1094	190.585
Züblin Immobilier	20	971.450	Banque cantonale de Thurgovie	679	186.829
Credit Suisse	45.800	780.000	Banque cantonale des Grisons	918	182.350
Banque cantonale de Zoug	395	770.765	Banque cantonale de Zoug	395	176.813
Vontobel	1378	757.983	Banque cantonale de Bâle	1294	169.995
Bellevue	78	738.333	Banque cantonale de St-Gall	1071	166.895
Banque Coop	512	710.645	Leonteq	361	166.892

* Selon la classification de SIX Swiss Exchange

Piguet Galland

à des défauts dans les mesures pour capturer les gains de productivité issus de ces nouvelles technologies. Si tel était le cas, la baisse de la productivité serait en réalité moins importante.

Revenus Non Financières

Plusieurs fournisseurs d'énergie (Repower, Romande Energie, BKW) sortent en tête parmi les sociétés qui génèrent les plus forts RPE en 2014. Toutefois, le contexte énergétique joue un rôle important sur les ventes et la rentabilité du secteur. Dans le temps, il faut donc s'attendre à une forte volatilité des classements de ce secteur du fait d'éléments cycliques et non structurels. La faiblesse des prix de l'énergie n'a pas eu un impact important en 2014, mais le secteur est davantage exposé en 2015. Par ailleurs, les prestataires qui vendent en dehors de la Suisse peuvent subir des variations de change importantes. Enfin, des provisions sur les contrats à long terme ajoutent aussi de la volatilité au secteur.

Also figure en très belle place dans ce classement. Il s'agit d'un grossiste en produits informatiques devenu l'un des leaders européens après le rachat de l'allemand Actebis. En revanche, les marges dans la distribution sont structurellement faibles (1,7% sur l'EBITDA), ce qui explique

l'absence de la société dans le classement des PPE.

EBITDA Non Financières

La forte productivité des ventes constatée dans le secteur Utilities se décline aussi au niveau des profits: Edison Power Europe, Romande Energie, BKW, Repower entrent dans le top 20 des PPE. Les pharmas, peu présentes dans le classement «Revenu moyen par employé» sont plus nombreuses dans le classement «Profit moyen par employé». Il s'agit de grands groupes ou de sociétés qui comportent déjà un portefeuille de molécules bien établies et qui génèrent des marges généreuses. Il en va ainsi de Roche, Novartis, Actelion ou encore Cosmo. Ces sociétés ont des marges sur EBITDA qui oscillent entre 30-40%.

Des effets de levier importants

Certaines sociétés figurent dans le classement grâce à un concours favorable de circonstances. Cela vaut en particulier pour les unités les plus petites ayant une évolution des affaires très volatile. A plus forte raison si elles comptent peu d'employés, le faible niveau de coûts améliorant de surcroît les marges. Un exercice dans le négatif, les faisant tomber à l'autre bout du classement au niveau de l'Ebitda, reste ainsi un scénario potentiel. Il sera d'autant plus intéressant d'observer si elles arriveront à se maintenir à leur position dans la durée. Dans le cas positif, ce classement aurait rempli sa mission de révéler le potentiel de certaines entreprises trop souvent oubliées grâce à l'ap-

plification d'une analyse quantitative. La pondération des deux critères présents, revenus et marges, peut permettre de diminuer quelque peu les risques inhérents. Et d'examiner par exemple en détail les grands groupes n'apparaissant que du côté des marges. Un autre effet de levier dans la capacité des ressources humaines de créer de la valeur se trouve du côté des financières qui sont principalement des gestionnaires d'actifs, comme les sociétés immobilières. Ces dernières affichent de surcroît parfois des taux d'endettement élevés, ayant plus de marge de manœuvre que les fonds immobiliers, limités à un tiers de la valeur vénale du parc. – (Christian Affolter)

Dans la communication, Swisscom et Sunrise sortent dans le haut du classement, car elles bénéficient d'un marché réservé à quelques acteurs qui s'en partagent les profits. Cet environnement pourrait changer pour peu que Salt initie une guerre des prix, suivie alors par Sunrise, quand bien même une éventuelle consolidation du secteur (Sunrise, Salt, UPC Cablecom) est sensée préserver les prix in fine. Contrairement aux RPE dont le haut du classement n'inclut pas de très grosses capitalisations, les meilleurs PPE relèvent souvent de très grosses structures qui ont une gestion des coûts bien développée et jouissent d'une faible élasticité de leurs prix sur la demande. Les secteurs de la pharma, du luxe et des télécoms, avec Roche, Novartis, Riche-

L'Agefi et Piguet Galland & Cie SA, banque de gestion privée à Genève, Nyon, Lausanne, Yverdon et Neuchâtel, se sont penchés par curiosité sur la productivité des entreprises cotées en Suisse. Les écarts sont considérables, tant du point de vue des revenus que des marges nettes par collaborateurs. Le ranking qui en ressort ne tient pas compte des «purs» holdings (sociétés de participations). Due à des manières très différentes d'établir le bénéfice, la classification des entreprises en financières et non financières est celle du marché suisse des actions (SIX Swiss Exchange).

mont, Swisscom, Givaudan., illustrent bien ce point.

Revenus Financières

Dans le classement des sociétés les plus productives en termes de ventes par employé, ce sont surtout les sociétés immobilières qui monopolisent les premières positions: Pax Anlage, Peach Property, PSP Swiss Property, Mobimo, Allreal. Elles sont suivies par les assureurs SwissRe et Swiss Life. Si les banques sortent plus bas dans les classements, il faut sans doute y voir l'effet de revenus d'intérêts moindre dans un environnement de taux bas et d'une baisse des revenus du trading dans le cadre d'une restructuration du secteur depuis la crise financière.

Profits avant Impôts Financières

Ce sont les sociétés immobilières que l'on retrouve en tête des PPE grâce à une rentabilité structurellement élevée. Sans surprise, le secteur bancaire ne brille pas non plus dans le classement des profits par employés. C'est le cas en particulier des money centers que les litiges ont contraint à constituer d'importantes provisions grévant d'autant leurs résultats. Toutefois, une normalisation des bénéfices, ainsi que des initiatives visant à réduire leurs coûts, devraient leur permettre à terme de remonter au classement. Les banques cantonales ressortent bien mieux en revanche, tout comme Partners Group dans le domaine du private equity. Les assurances, très présentes au niveau des ventes, sont en revanche absentes des profits nets avant impôts (à part Swiss Re). Cela peut s'expliquer par les marges structurellement faibles sur les primes encaissées en dépit d'une sinistralité plutôt favorable en 2014.

* Piguet Galland. Vice President, Research & Investment.

L'inattention du marché

BBGI. Pierre-Alain Urech (Romande Energie) face au labyrinthe énergétique.

Les Rencontres BBGI entre Institutionnels et Top managers suisses accueillent récemment Pierre-Alain Urech qui, après avoir exercé plusieurs fonctions au sein des CFF (directeur général en particulier), a rejoint le groupe Romande Energie à Morges en 2004. En tant que CEO, il est en charge de la conduite opérationnelle et du développement stratégique du Groupe Romande Energie Holding pour l'ouverture partielle puis totale du marché de l'électricité. L'ampleur de la tâche fut au centre de la présentation, et l'exercice semble avoir fait mouche auprès des participants. Sur un marché européen de l'électricité en pleine turbulence - l'augmentation des capacités et la réduction de la consommation ayant provoqué une surproduction et un effondrement des prix - il s'agit de revoir la stratégie électrique du pays. Pour 2050, la Suisse vise notamment la sortie du nucléaire, le développement des sources d'énergies renouvelables et l'amélioration de l'efficacité énergétique. Mais le consommateur peut parfois rester de marbre face à cette urgence... Les multiples réactions négatives à l'égard de la construction de parcs éoliens en sont la preuve. C'est seulement en combinant les avantages des diverses sources d'énergies alternatives que la Suisse parviendra à compenser en partie les pertes de capacités liées à la fin du nucléaire. L'ouverture totale du marché électrique suisse, reste, elle, incertaine: annoncée pour le janvier 2018, elle a déjà été maintes fois repoussée. Le contexte politique actuel, après la votation du 9 février 2014, pourrait remettre en question son application.

Enfin, peut-être parce que est à tort considéré comme étant dans une impasse - il est aussi à l'aube de changements cruciaux pour la planète - le Groupe Romande Energie est négligé des investisseurs. Il fait pourtant état d'une excellente performance opérationnelle, et les capitaux propres par action sont largement supérieurs au cours actuel (1544 contre 1100 CHF) selon BBGI. A ce sujet, Pierre-Alain Urech a donné l'impression d'être convaincant. Les 15 et 16 décembre prochains, les Rencontres BBGI entre Institutionnels et top managers accueilleront Jean-Marc Falter, membre de la direction de la Banque nationale. – (AF)

IMPLENIA: deux contrats en Romandie

Le groupe de construction Implenia a décroché deux contrats d'entreprise totale pour un montant global de 140 millions de francs. A Genève, il construira un bâtiment administratif destiné à recevoir le «Campus santé», indique la société zurichoise mardi. Le second objet sera réalisé à Payerne, où sera érigé le nouveau siège social du groupe d'industrie mécanique Boschung. Le premier objet sera terminé fin 2017 et le second en juillet de la même année.