

**ATOUTS.** Carnets et prises de commandes sont appréciés des investisseurs, car ils éclairent sur le chiffre d'affaires futur. Toutefois, tous les secteurs ne sont pas concernés et ces informations, dépendantes du bon vouloir des entreprises, ne sont pas toujours disponibles.

# LE CARNET DE COMMANDES, UN GAGE DE VISIBILITÉ À SURVEILLER

La Bourse n'aime pas les surprises ; les carnets de commandes, annonceurs du chiffre d'affaires futur, sont donc un élément dont elle raffole. Mais qu'en est-il vraiment ? « Il est clair que le carnet de commandes est un indicateur intéressant et sécurisant pour l'investisseur. C'est un facteur de visibilité », avance Pierre Boucheny, directeur de la recherche actions France de Kepler Equities.

Il faut dire que certaines sociétés ont de quoi faire rêver : EADS et ses 550 milliards d'euros en commande, Alstom et ses trente et un mois de chiffre d'affaires en carnet ou encore Eutelsat, qui entame chaque nouvel exercice avec 80 % de son chiffre d'affaires annuel sûr. Face à elles, des sociétés comme Alcatel-Lucent ou STMicroelectronics disposent d'à peine quelques semaines de visibilité sur leur activité à venir.

Car ce privilège est réservé à certains secteurs d'activité, souvent à cycles longs, comme les biens d'équipement, l'aéronautique-défense, le BTP, etc. La distribution, les médias, le transport aérien ou l'électronique grand public ne disposent pas d'un tel indicateur.

## Promesse de chiffre d'affaires

En Bourse, certaines actions sont réputées corrélées avec les carnets de commandes des entreprises. Mais à l'analyse c'est surtout la variation de celui-ci, le carnet de commandes, qui fait réagir les investisseurs. Cela apparaît clairement pour des sociétés comme Alstom (voir graphique) ou EADS.

Le cours de l'action de cette dernière a ainsi progressé les années impaires (sauf 2007), celles au cours desquelles se tient le Salon du Bourget, haut lieu des annonces commerciales dans le secteur. « Pour une société comme Maisons France Confort, les prises de commandes sont même plus surveillées que le chiffre d'affaires », indique Vincent Le Sann, directeur clientèle institutionnelle et entreprises chez Portzamparc.

Pour ce constructeur de maisons, en effet, une commande se traduit mécaniquement par le chiffre d'affaires correspondant neuf mois plus tard. Dès lors, « la corrélation entre les publications de carnets de commandes et le cours de l'action est élevée », souligne Laurent Vallée, responsable de l'analyse financière du même bureau.

Un niveau « normatif » de carnet peut même parfois être établi. Pour le secteur informatique, « un carnet de plus de quatre mois d'activité dans le conseil est positif, tandis que, dans les activités de projet, la barre est à six mois », indique-t-on chez le bureau

d'analyse nantais. Et, au final, bien que les prises de commandes puissent être volatiles d'un trimestre à l'autre, c'est la construction du carnet et le *book-to-bill* (voir lexique), c'est-à-dire la capacité de la société à renouveler son carnet, qu'il faut regarder.

## Menaces sur les carnets

« Pour l'entreprise, il s'agit avant tout de gérer sa production, nuance Pierre Boucheny. Or, un carnet de plusieurs années de commandes ne signifie pas forcément un plan de charge optimal pour les prochains mois. » Eutelsat publie ainsi en même temps que le volume de son carnet sa durée résiduelle, et Bouygues sa répartition dans le temps. Il faut, en outre, en étudier la traduction effective en chiffre d'affaires, sans compter qu'un important carnet de commandes n'immunise pas contre les bas de cycle économiques. Alstom a ainsi publié en 2009-2010 les meilleurs résultats de son histoire, ceux-ci s'appuyant sur les commandes gagnées les exercices précédents, les effets de la crise financière et économique de 2008-2009 ne se faisant sentir dans ses comptes que deux ans plus tard.

Tous les carnets n'offrent pas, en outre, la même robustesse. Les annulations constituent ainsi une menace. « Le carnet de commandes d'Alstom est ainsi plus engageant que celui d'Airbus », estime un analyste parisien. L'avionneur a enregistré 784 annulations au cours des dix dernières années – pour 8.246 commandes – quand Alstom ne reconnaît qu'une seule annulation en presque dix ans. D'ailleurs, pour plus de transparence, Airbus publie cinq indicateurs : le carnet, les prises de commandes fermes, optionnelles, brutes et nettes des annulations.

Mais, si l'on surveille la courbe des annulations, elles ne constituent pas non plus un lourd handicap. « Un avion est un actif mobile que l'avionneur pourra revendre facilement à un autre client. Ce n'est pas le cas d'une centrale thermique en Malaisie », ironise l'analyste. Les conditions d'enregistrement des commandes et de paiement peuvent ainsi être différentes d'une société à l'autre. Un épais carnet peut, en outre, réserver de mauvaises surprises. S'il représente le chiffre d'affaires potentiel du groupe à l'avenir, il ne donne aucune indication sur les marges qui seront dégagées. Les sociétés peuvent faire du volume et devoir supporter quelques mois plus tard des marges dégradées.

Ce fut ainsi une des conséquences de la guerre commerciale entre Boeing et Airbus, en 2008 et 2009. Plus loin encore, les sociétés peuvent être amenées à passer des provisions pour

perte à terminaison sur de longs contrats. Plus grave, certaines offrent des garanties ou financent leurs clients, accroissant ainsi leur profil de risque. La faillite du croisiériste Renaissance, après le 11 septembre 2001, avait obligé Alstom à reprendre plusieurs paquebots livrés auparavant. Ces pratiques sont aujourd'hui prohibées au sein du groupe.

## Trou noir comptable

Une des principales difficultés d'appréciation du carnet de commandes tient en fait à l'absence de définition comptable. S'il en existe une acceptation générale, ces indicateurs ne sont pas des données comptables.

Or, pour Xavier Paper, associé de Paper Audit & Conseil, « dans les secteurs caractérisés par des cycles d'activité longs, voire de plusieurs années, disposer d'une définition comptable permettrait d'améliorer la pertinence de l'information financière et, de manière plus générale, de clarifier la distinction entre les agrégats hors bilan et les agrégats des comptes proprement dits ». Et d'enfoncer le clou, estimant que « l'idéal serait d'aller jusqu'à demander aux entreprises de fournir des informations sur la marge brute ou la marge opérationnelle en carnet ».

En attendant, la communication sur les carnets et des prises de commandes dépend du bon vouloir des entreprises, de leur « maturité en matière de communication financière ». Pas complètement, cependant, car l'Autorité des marchés financiers veille. L'AMF a ainsi sanctionné, en 2011, des dirigeants de l'ancien groupe Couach, liquidé en 2009, concernant des informations liées au carnet et aux prises de commandes du chantier naval à partir de 2007.

En outre, dans sa recommandation n° 2010-11 relative à la communication des sociétés sur leurs indicateurs financiers, l'AMF insiste sur « la

nécessité pour les entreprises de fournir une information exacte, précise et sincère », requérant notamment la définition des indicateurs présentés et leur stabilité dans le temps.

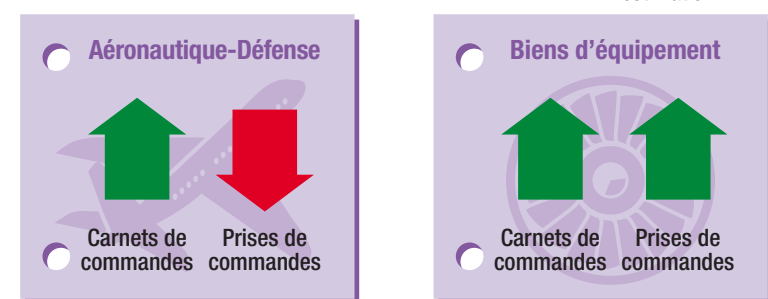
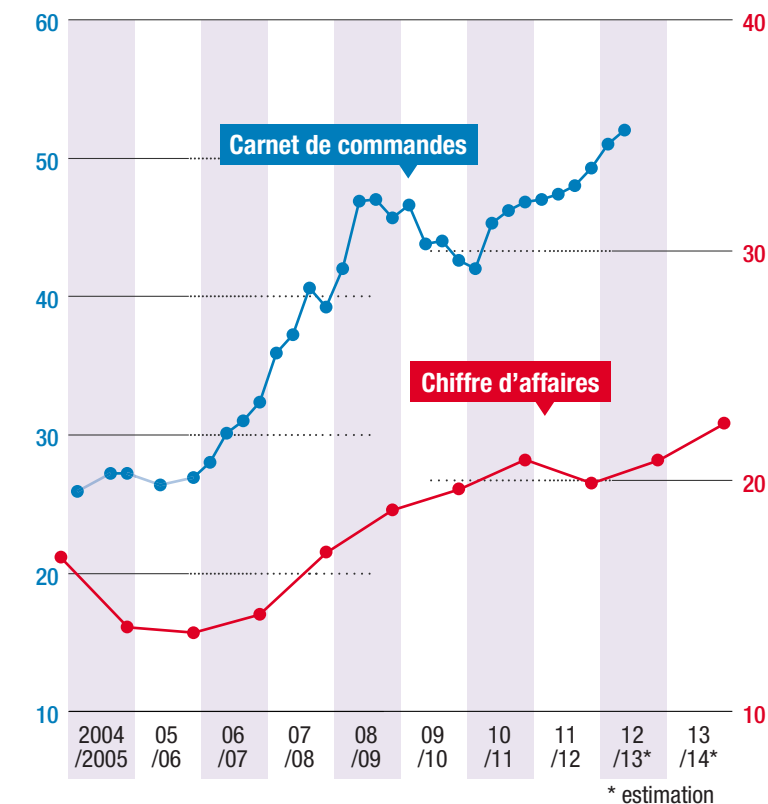
Le carnet et les prises de commandes sont donc des indicateurs

qui comptent pour les investisseurs. Nous vous proposons de faire un état des lieux des carnets dans les huit secteurs où ceux-ci sont importants.

Delphine Tillaux avec la rédaction financière

## L'exemple d'Alstom :

Le carnet de commandes préfigure le chiffre d'affaires futur...



## Lexique

► **Carnet de commandes.** Cet indicateur n'a pas de définition comptable. Dans son acception générale, le carnet correspond à la somme des commandes enregistrées et non encore réalisées. C'est un stock. Plus précisément, le carnet de commandes en *n* est égal au carnet de commandes *n-1* additionné des nouvelles commandes en *n*, retraité du chiffre d'affaires reconnu en *n*. Le carnet est le chiffre d'affaires de demain ou une partie. Au-delà du volume, une autre façon de l'analyser est

de regarder le nombre d'années d'activité qu'il représente. A montant égal, il peut toutefois offrir une visibilité diverse selon que son évolution dans le temps prend la forme d'un pic, d'un plateau sur plusieurs années qui se termine par une chute, ou encore qu'il forme un dos rond avec une descente plus douce. ► **Prise de commande.** C'est la partie dynamique du carnet de commandes en *n*, retraité du chiffre d'affaires reconnu en *n*. Ce sont les nouvelles commandes enregistrées sur une période donnée, souvent une année. La signature du contrat de vente par

le client et le versement d'un acompte déterminent souvent la prise de commande et l'entrée en carnet, mais d'autres conditions peuvent toutefois être exigées, comme la levée des réserves pour le financement du client ou l'accès à un site industriel pour l'installation d'un équipement. ► **Book-to-bill.** Ce ratio est le rapport entre les nouvelles commandes prises et les facturations au cours d'une période déterminée. Au-dessus de 1, l'activité commerciale de la société est dynamique et le carnet se remplit.

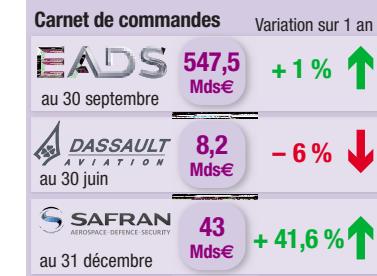
# Aéronautique-défense. Carnets pléthoriques, hausse des cadences



► A presque 550 milliards d'euros – aux prix catalogue –, le carnet de commandes d'EADS est sans doute le plus important au monde (Boeing, 315 milliards d'euros, et General Electric, 169 milliards). Il n'y a plus aujourd'hui de créneau libre sur les chaînes d'Airbus avant 2019, sauf report d'un client. Et c'est aussi l'embouteillage chez Eurocopter. Sans surprise, ce portefeuille, jugé « stratégique » par le groupe, est géré au plus près. En 2008, la société a mis en place une « tour de contrôle », réunissant en interne des analystes du secteur, des commerciaux

et des gens de la production pour prévenir les difficultés d'un client et d'éventuelles annulations.

Pourtant le cours de Bourse réagit avant tout aux prises de commandes. La faute à la bataille que se sont livrées les deux grands avionneurs ces dernières années pour le leadership sur les nouvelles commandes. Elle s'est d'ailleurs conclue par la victoire d'Airbus et ses 1.419 commandes nettes en 2011, un niveau historique. Mais, dans l'entourage de la société, on rappelle que ce sont les livraisons qui importent, ainsi que la capacité du groupe à gérer la production et sa rentabilité. Le bon indicateur à suivre est donc le carnet, dont l'écoulement passe par une



hausse des cadences de livraisons.

Pour le reste du secteur – le motoriste Safran, l'électronicien Thales, l'équipementier Zodiac Aerospace ou le fabricant d'aérostructures Latécoère –, ce sont aussi les hausses de cadence de production qui comptent

et tirent les résultats. L'effet n'est toutefois pas garanti. Malgré un carnet de 2,2 milliards d'euros (plus de quatre ans d'activité), qui se traduit par une croissance soutenue de son chiffre d'affaires, Latécoère connaît des difficultés financières liées à son fort endettement. De son côté, Thales est dans une situation particulière, réalisant près des deux tiers de son activité dans la défense, secteur sous pression. Mais son *book-to-bill* (voir lexique) devrait être proche de 1 cette année. La possible conclusion, l'an prochain, de la vente de 126 avions de combat Rafale, en discussion actuellement en Inde, pourrait cependant faire remonter ce ratio. Ce contrat (d'environ 15 milliards

d'euros pour tous les participants) viendrait également remplir les carnets de Dassault Aviation, le fabricant de l'avion. Celui-ci a par ailleurs vu au premier semestre les prises de commandes se redresser dans l'aviation d'affaires, son autre marché, même si le *book-to-bill* reste inférieur à 1. Mais le groupe a encore de quoi voir venir, avec deux années et demie ans d'activité devant lui.

D. T.

## NOS CONSEILS

Nous achetons EADS (mnmo : EAD) pour viser 35 €, Dassault Aviation (AM) avec un objectif de 830 €, Thales (HO), Safran (SAF) et Lisi (FI) pour viser 38, 37 et 70 €. Nous restons à l'écart de Latécoère (LAT).

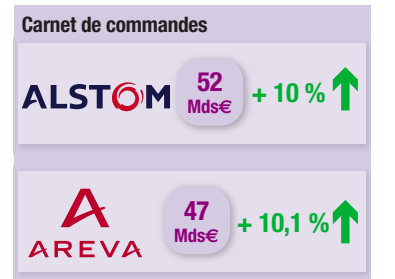


# Biens d'équipement Satisfaisant

► Si ce secteur est loin d'être homogène, avec des sociétés qui sont dans une industrie de flux telles que Schneider Electric et Legrand (lire l'interview de Gilles Schnepf dans le n° 2027), et ne disposent donc pas de carnet de commandes, d'autres grands acteurs du secteur, au contraire, sont à l'œuvre dans de grands projets d'infrastructures. Areva et Alstom sont typiquement dans ce cas. Ainsi, le spécialiste de la filière nucléaire peut se targuer, au 30 septembre, d'un carnet de commandes record de 47 milliards d'euros (+ 10 % par rapport à fin septembre 2011), soit 5,3 fois le chiffre d'affaires de l'an dernier.

Parallèlement, les prises de commandes ont progressé de 87 %. Il est vrai qu'elles ont été gonflées par la signature, au troisième trimestre, de deux contrats très importants avec EDF pour la fourniture de 30.000 tonnes d'uranium entre 2014 et 2035 (Investir-Le JDF du 29 septembre). Quant à Alstom, présent dans les domaines de l'énergie et des transports, son carnet de commandes de 52 milliards (+ 10 %), soit trente et un mois d'activité, illustre son dynamisme commercial.

En outre, le groupe a créé un comité de risques pour évaluer la qualité des commandes. Patrick Kron, président-directeur général, qui a fixé un objectif ambitieux d'une marge opérationnelle de 8 %



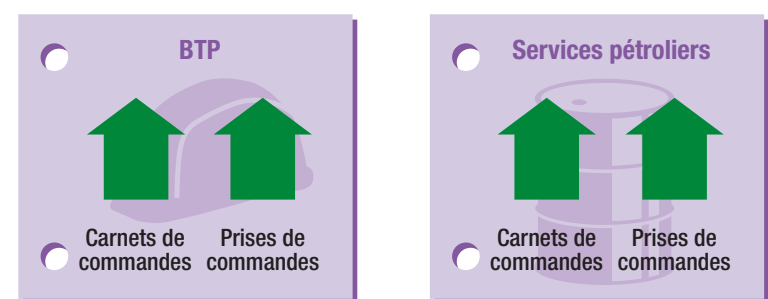
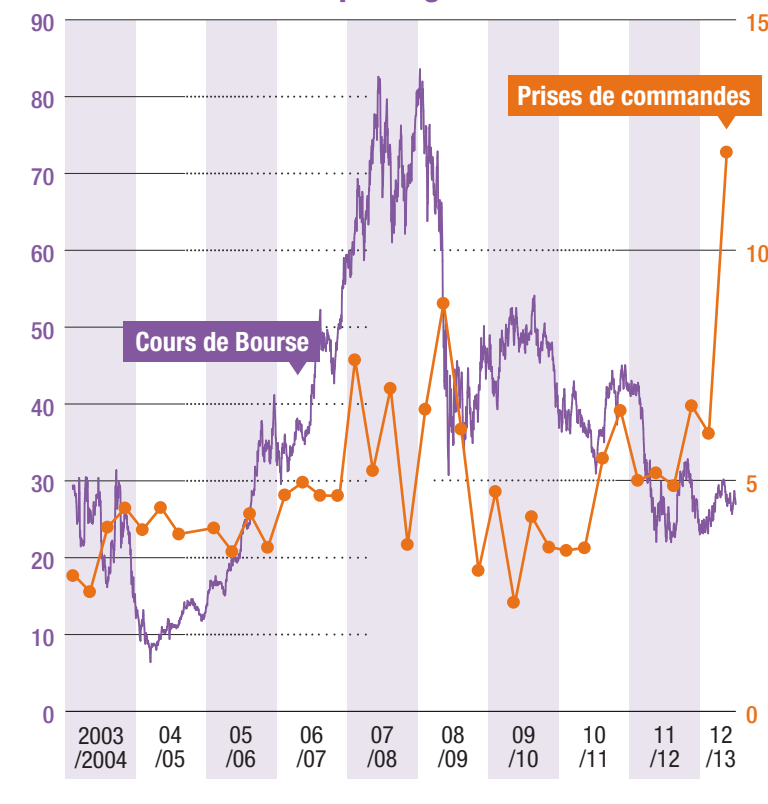
à mars 2015, est très attentif aux avis de ce comité. Manitou, pour sa part, constructeur de chariots élévateurs pour la construction, l'agriculture et l'industrie, ne communique pas sur le montant de son carnet de commandes. Il a juste précisé que ses prises de commandes étaient actuellement volatiles et contrastées. En effet, si l'Europe marque le pas, les Etats-Unis envoient des signaux positifs.

J.-L. M.

## NOS CONSEILS

Les objectifs de 2015 d'Alstom (ALO) sont ambitieux mais crédibles. Nous réitérons notre conseil d'achat pour viser un objectif de 40 €. A l'inverse, la filière nucléaire souffre des conséquences de l'accident de Fukushima, au Japon, ce qui suscite notre réserve sur Areva (AREVA). Nous préférons rester à l'écart. En ce qui concerne Manitou (MTU), l'activité 2012 est satisfaisante et celle pour 2013 pourrait être globalement stable, avec un mieux au second semestre. Nous réitérons notre conseil d'achat pour viser 14 €.

... mais ce sont les prises de commandes qui dirigent le cours de Bourse



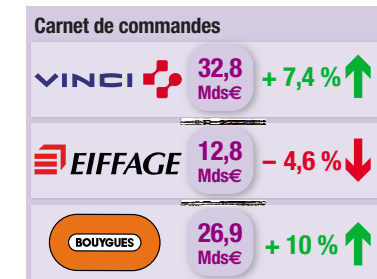
# BTP-Matériaux. Vers une conjoncture plus difficile



► Dans ce secteur d'activité, tous les métiers ne sont pas concernés par la problématique des carnets de commandes. C'est notamment le cas de l'industrie du ciment. En revanche, cet indicateur est très important dans le domaine de la construction. Parmi les groupes cotés en France, ce sont essentiellement les trois grands de la profession – Vinci, Eiffage et Bouygues – qui sont concernés, du moins pour une part importante de leur activité. Bien entendu,

le pôle Concessions des deux premiers groupes cités échappe à cette logique, tout comme la Communication (TF1) ou la Téléphonie (Bouygues Telecom) pour le troisième.

Alors que, ces dernières années, les groupes de construction ont affiché des carnets de commandes record qui ont été grossis par des contrats colossaux – lignes ferroviaires à grande vitesse Tours-Bordeaux pour Vinci et Bretagne – Pays de la Loire pour Eiffage, « Pentagone français », en fait le ministère de la Défense, à Paris, pour Bouygues – les temps deviennent plus durs.



Pour autant, les carnets de commandes restent très importants. A fin septembre, ceux de Vinci et de Bouygues sont encore en hausse. Mais le recul de leurs prises de com-

mandes est le signe évident d'une moins bonne dynamique. Leur taille et leur plus forte présence à l'international leur permettent de mieux résister que leur concurrent Eiffage, dont l'essentiel de l'activité est encore assez concentré sur la France, où la conjoncture s'est dégradée. Pour autant, les tendances sont similaires. Le quatrième trimestre 2012 et l'exercice 2013 seront plus difficiles. Les sociétés ont déjà pris en compte ce changement d'environnement dans leur stratégie en privilégiant la sélectivité et la rentabilité.

Parmi les sociétés de plus petite taille, le constructeur de logements individuels Maisons France Confort n'a pas échappé à la dégradation. A fin septembre, son carnet de commandes s'élevait à 4.662 maisons (-9,4 % en un an), soit un montant de 465,9 millions d'euros (- 9,7 %).

J.-L. M.

## NOS CONSEILS

Nous restons acheteurs de Vinci (DG) et de Bouygues (EN) pour viser respectivement 42 et 22 €. Nous restons à l'écart d'Eiffage (FGR) et de Maisons France Confort (MFC), plus exposés en France.