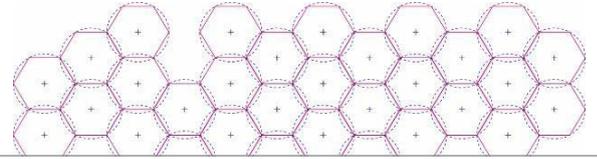


# Garantir la valeur de l'investissement avec Connected Capex\*

## Stratégies de réussite pour le développement commercial de nouveaux programmes technologiques

Ian Corden, Paul Mankiewich, Laura Wilkinson



Alors que de nombreuses entreprises recourent à des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie pour l'évaluation de leurs projets, leur performance globale, quant à elle influencée par la pression du marché et les propres intérêts de la direction, est souvent axée sur des mesures à court terme telles que les résultats trimestriels. Le présent rapport examine l'efficacité de l'investissement dans le secteur des télécommunications, la notion d'« investissement » évoquant par définition une perspective à long terme. Notre analyse et notre expérience montrent que, dans de nombreux cas, l'investissement perd de sa valeur en raison d'une répartition inefficace des capitaux, ce qui n'augure rien de bon, dans un secteur déjà soumis à d'importantes pressions. En réponse à ce problème, nous présentons « Connected Capex\* » : une approche structurée qui permet aux opérateurs télécoms de limiter la perte de valeur et de s'assurer que leurs capitaux sont alloués efficacement, selon des besoins opérationnels bien définis.

À l'issue de plusieurs projets de collaboration, Plum a récemment réalisé une étude approfondie de la performance financière d'un échantillon d'une centaine d'opérateurs télécoms internationaux. Celle-ci vient confirmer en quoi la valeur de marché (et par ricochet, la valeur actionnariale) peut souffrir d'une mauvaise performance opérationnelle, et notamment d'une répartition inadéquate des capitaux.

### Quelles perspectives pour les dépenses d'investissement en capital ?

En dehors de deux périodes creuses nettement distinctes correspondant au crash du marché des télécommunications de 2001 et à la crise financière mondiale de 2008, les dépenses d'investissement affichent une claire tendance à la hausse dans le secteur, principalement alimentée par plusieurs vagues de construction d'infrastructures de réseau. Avant le crash, les politiques de libéralisation des marchés adoptées par de nombreuses autorités de réglementation nationales ont en effet engendré une floraison d'investissements. Cette frénésie s'est amplifiée quelques années plus tard, sous l'effet d'une forte concurrence et d'une course au déploiement de nouvelles technologies telles que la 4G sans fil et la boucle numérique (DSL) par le biais du réseau cuivre. Cette hausse se poursuit depuis 2008, même si l'on observe actuellement une légère stagnation en raison de l'arrivée de nombreux programmes technologiques à un stade de maturité temporaire. Aujourd'hui, les dépenses d'investissement en capital annualisées du secteur des télécommunications dépassent les 300 milliards de dollars.

Cependant, ces technologies se caractérisent par un développement et un déploiement cycliques. Nous nous trouvons à présent dans une nouvelle période d'intérêt pour la 5G sans fil, avec la mise au point de réseaux de fibre optique et à gestion logicielle (sur le cloud).

Contraints de répondre à la demande en nouveaux services numériques et d'actualiser leurs modèles commerciaux, mais aussi de faire face à la concurrence et aux exigences réglementaires tout en renforçant leur rentabilité, les opérateurs qui disposent d'une infrastructure doivent continuer d'investir.

### Quels sont les moteurs des dépenses d'investissement en capital ?

Ces dépenses sont motivées par de nombreux facteurs. Outre la nécessité

évidente de prendre en charge de nouveaux produits et services et de s'adapter à un trafic croissant, ils se composent de besoins justifiés, autant fonctionnels (liés aux produits) que non-fonctionnels (liés à l'infrastructure), parmi lesquels :

- produits et trafic, nouveautés et croissance, nouvelles technologies, concurrence,
- maintenance, remplacement des actifs,
- nouvelle construction, programmes « green field »,
- exigences réglementaires, obligations contractuelles et de service,
- éléments capitalisés hors réseau (par ex. : spectre, intégration de systèmes, services professionnels),
- programmes d'amélioration de l'efficacité, de réduction des coûts (pouvant requérir des dépenses),
- programmes d'amélioration de l'expérience client, mises à niveau des plateformes informatiques, d'interface client et de facturation,
- fusions-acquisitions (M&A), projets spéciaux, acquisitions, projets d'intégration,
- politiques d'ingénierie, volumes.

### Nouvelles technologies : quel impact sur les dépenses d'investissement ?

D'après notre expérience et nos échanges avec les fournisseurs et les principaux acteurs du secteur, la technologie 5G devrait améliorer la connectivité (bande passante et volume de données), réduire les temps de latence et harmoniser la liaison à travers les différentes technologies utilisant le spectre radio. Néanmoins, à mesure que les systèmes radio sont optimisés, nous nous attendons à ce que l'amélioration de la performance de l'efficacité spectrale moyenne

\* « Connected Capex » est un terme utilisé par Plum Consulting London LLP pour désigner ses solutions de conseil consacrées à l'efficacité des dépenses d'investissement en capital.

(et donc la rentabilité) par cellule ne soit que marginale : environ 2,2 fois supérieure seulement aux systèmes avancés de LTE actuellement commercialisés. En conséquence, il nous paraît peu probable que les systèmes 5G fassent radicalement augmenter la rentabilité des dépenses d'investissement en capital à proprement parler. Ils obligeront plutôt les opérateurs de télécoms à développer de nouveaux modèles commerciaux (réseaux denses de petites cellules, infrastructures hétérogènes, accès à de nouveaux marchés verticaux) afin de conserver des flux de trésorerie favorables et de bonnes marges bénéficiaires.

Il en va de même pour les réseaux fixes : les fournisseurs télécoms sont poussés à investir dans les nouveaux réseaux de fibre optique jusqu'aux locaux (FTTP), ou du moins à y accéder, afin de remplacer les lignes DSL du réseau cuivre vieillissant. De fortes capacités de transmission (backhaul) par fibre seront en outre nécessaires à la prise en charge des systèmes radio 5G.

En ce qui concerne les technologies alternatives, les solutions de réseau logiciel étendu (SDN) et de virtualisation des fonctions réseau (NFV) permettent d'héberger les opérations centrales dans le cloud par le biais de composants logicielles de réseau exécutées sur des plateformes matérielles rentables. De nouvelles méthodes de mise en réseau « basée sur l'intention » sont également en cours de développement pour offrir de meilleures possibilités d'administration, d'optimisation et d'automatisation. Cependant, si ces technologies s'établissent peu à peu dans les réseaux centraux, elles n'ont pas encore fait leurs preuves dans les réseaux d'accès et de transport, qui représentent plus de la moitié des coûts d'investissement relatifs aux réseaux. Selon nous, la gestion de réseau par logiciel apportera certains avantages aux opérateurs télécoms en accélérant leurs temps de retour sur investissement, mais elle ne leur offrira qu'une réduction limitée des coûts pour les réseaux d'accès et de transport. Or, c'est là que réside certainement l'essentiel des dépenses en capitaux.

De manière générale, face aux impératifs stratégiques qui s'annoncent, les opérateurs qui disposent de leur propre infrastructure devront réaliser des investissements conséquents au cours des prochaines années. Ceci intervient dans un cadre déjà rendu difficile par la rude concurrence des fournisseurs de services par contournement (OTT), notamment, ainsi que par une croissance du trafic qui accentue les pressions sur les marges. S'y ajoute enfin la nécessité toujours présente de réaliser des investissements tactiques (parfois considérables) en vue d'atténuer les pertes d'abonnés et de régler des problèmes à court terme.

### De quels maux souffrent les dépenses d'investissement ?

Outre le défi évident que représente l'ampleur de ces dépenses, la question de leur efficacité s'avère quant à elle plus épineuse. Dans une certaine mesure, cette problématique s'explique par la structure du secteur et les processus opérationnels établis. Les réseaux de télécommunications et les systèmes informatiques qui les régissent se caractérisent par la complexité inhérente de leur fonctionnement et de leur architecture. En effet, les systèmes sont généralement acquis et gérés au niveau du directeur des techniques informatiques (CTO) et du directeur des systèmes d'information (CIO), avec le soutien du service des achats et l'accord du service des finances, souvent de manière assez opaque. Dans le secteur des télécoms, ces dépenses ont tendance à évoluer chaque année. L'idée selon laquelle « il faut investir davantage pour répondre à la demande accrue en couverture et en capacité » peut néanmoins donner lieu à des excès. C'est ainsi que de vastes programmes sont constitués à travers les silos technologiques, souvent accompagnés de nomenclatures impénétrables pour les fournisseurs et sans intérêt apparent pour les parties prenantes. Le budget des dépenses d'investissement grimpe alors encore d'un cran pour une autre année et ce, sans lien direct avec les objectifs stratégiques, qui permettrait à l'entreprise de prévoir et de générer de la valeur.

Le court-termisme est un autre problème. Alors que les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie sont monnaie courante pour

l'évaluation de projets dans le secteur, leur performance globale est axée sur des mesures à court terme (telles que les résultats trimestriels) dans une écrasante majorité des cas. L'expérience a démontré que de nombreuses sociétés sont prêtes à restreindre leur budget R&D ou même à supprimer les fonds attribués à des projets à valeur actuelle nette (VAN) positive lorsque des objectifs à court terme sont en jeu<sup>1</sup>. Dans les cas extrêmes, certaines pratiques comptables douteuses sont même employées. Certes, il est vrai que tout manque à gagner peut causer une chute du cours des actions ou faire douter les investisseurs, mais le recours à l'outrance à ces méthodes peut mener à une tendance excessive à financer en priorité des projets tactiques immédiats : une attitude malavisée dans le secteur des télécommunications, plus sujet aux investissements à grande échelle. Plusieurs études ont montré que les entreprises qui investissent effectivement pour l'avenir génèrent souvent plus de valeur que les autres<sup>2</sup>.

De nombreux opérateurs télécoms affectent ainsi leurs dépenses d'investissement non pas en fonction des perspectives du secteur mais en fonction de leurs actifs. Si cette tendance n'est pas surveillée, elle conduit à une augmentation des investissements à faible valeur (par ex. : des actifs « irrécupérables ») voire à une perte de valeur, ce qui peut s'avérer funeste sur les marchés actuels.

Pour les opérateurs télécoms, le problème des dépenses d'investissement consiste donc à aligner l'affectation des capitaux avec les objectifs commerciaux stratégiques (et non simplement avec des silos d'actifs ou des initiatives tactiques). En pratique, toutefois, cela peut révéler de sérieux défauts au niveau des processus de gestion essentiels, souvent inefficaces, voire tout bonnement inexistant.

### Qu'est-ce que la valeur et comment est-elle générée ?

Bien sûr, le concept de valeur dépasse le seul aspect pécuniaire, mais pour les investisseurs, la valeur financière (valeur d'entreprise ou valeur boursière) est généralement celle qui compte le plus (en association avec la gestion des risques).

Le seul volume des capitaux alloués aux investissements ne suffit cependant ni à identifier de potentielles faiblesses ni à évaluer la valeur créée : des dépenses d'investissement élevées peuvent en effet se traduire par des rendements économiques médiocres, et vice versa. Il n'existe donc pas de corrélation simple entre l'ampleur des dépenses et l'évaluation des sociétés qui en résulte.

Dans les faits, la valeur de marché découle plutôt d'une combinaison de la valeur comptable (évaluations fondées sur des données ouvertement accessibles) et de la performance attendue. Elle augmente donc en présence d'un projet ayant une valeur comptable, et quand la croissance en valeur attendue dépasse celle déjà inscrite dans les informations connues ou généralement acceptées. Sur un marché à efficacité optimale, cette valeur est rapidement « égalisée », mais ce n'est souvent pas le cas en réalité. D'où la volatilité des marchés boursiers et les défis des évaluations souvent en jeu dans les opérations de fusions-acquisitions. En d'autres termes, les investisseurs sont généralement plus disposés à prendre des risques sur des projets dont la valeur économique est susceptible d'évoluer que sur des projets historiquement sujets à une destruction de valeur financière<sup>3</sup>.

Afin d'obtenir une compréhension plus fine de cette notion, nous avons analysé les informations financières exhaustives et précises de plus de 100 opérateurs télécoms à travers le monde. Une segmentation de la performance du marché en fonction de la valeur économique permet de constater que la valeur de marché s'établit habituellement plus haut pour les opérateurs télécoms capables de produire un niveau constant de bénéfice économique<sup>4</sup> (calculé selon la méthode standard consistant à soustraire les capitaux investis au résultat net d'exploitation après impôt) (voir Figure 1). Sur la totalité de notre échantillon du secteur, la performance économique s'est avérée médiocre, avec

## « Le secteur [des télécoms] n'est pas assez rentable [par rapport aux capitaux investis]. »

### PDG d'un opérateur télécoms leader international disposant de sa propre infrastructure, Royaume-Uni

Source : Recherche Plum, 2017

des bénéfices économiques restés négatifs sur les dix dernières années environ. C'est en acquérant une meilleure compréhension de la performance économique (plutôt que comptable) que les fournisseurs de télécoms seront à même d'évaluer l'éventualité d'une affectation inadéquate de leurs capitaux et de développer des mesures en vue d'y remédier.

Moralité ? Alors que la valeur de marché tend à augmenter pour les initiatives ou les entreprises qui affichent de bonnes performances économiques, les opérateurs télécoms investissent généralement trop de capitaux dans des programmes sans réel bénéfice en la matière.

#### Réconcilier dépenses d'investissement et valeur

Si les entreprises souhaitent créer de la valeur pour les investisseurs, il leur faut logiquement rechercher les investissements les plus pertinents, c'est-à-dire s'assurer que le capital déployé est bien directement lié à la valeur économique et par extension, au retour sur investissement.

Alors, comment les opérateurs télécoms peuvent-ils atteindre cet objectif ? Réponse : par la planification stratégique et l'exécution opérationnelle de programmes clairement axés sur la performance économique visant à ajouter de la valeur par le biais de nouveaux investissements à haute performance ou à l'inverse, à limiter ou supprimer des investissements pas assez performants. D'après notre expérience, ceux qui affichent de bons résultats sont aussi ceux qui s'efforcent d'éviter toute concurrence pour les ressources et de garantir des liens concrets entre stratégie holistique et programmes technologiques, un équilibre entre objectifs à court terme et objectifs à long terme, ainsi qu'une forte trans-fonctionnalité entre les équipes. Se contenter de confier les calculs aux seuls analystes financiers (quand il ne s'agit pas de consultants financiers à distance) s'avère tout aussi stérile que de laisser les acquisitions de technologies aux seuls technologues : travailler en silos ne donne rien de probant.

La création de valeur requiert impérativement une profonde maîtrise du secteur, une expérience couvrant à la fois les domaines commerciaux et technologiques, ainsi qu'une capacité

avérée à concilier planification stratégique et programmes opérationnels.

Au cours de nos missions d'amélioration de l'efficacité des dépenses d'investissement pour divers opérateurs de télécoms, nous avons constaté qu'environ 20 % en moyenne des capitaux investis chaque année dans des programmes pourraient être libérés pour être redirigés vers des initiatives à forte valeur, transposés en liquidités supplémentaires ou utilisés pour réduire le risque de dette et l'exposition sur action.

#### Vers une approche Connected Capex\*

Avant toute chose, dès la phase de planification stratégique, une connexion logique doit être établie entre objectifs commerciaux et programmes d'investissement technologique. Pour y parvenir, on mettra en œuvre un processus structuré et collaboratif utile à la conception de modèles d'investissement tenant compte des objectifs stratégiques, qui serviront à déterminer les composantes technologiques, à quantifier la performance financière et économique et à produire des rapports de gestion clairs.

Dans un deuxième temps, les processus de dépenses d'investissement doivent être testés et, si nécessaire, améliorés afin d'assurer une cohésion solide entre les fonctions-clés que sont la gestion des dépenses d'investissement, la planification stratégique et les équipes chargées de la technologie. Ces processus devront reposer sur une conception et une documentation rigoureuses, associées à un réel partage des connaissances et à la formation de tous les participants pour garantir leur adhésion.

Ces deux phases essentielles sont incorporées dans l'étape d'analyse stratégique de l'approche Connected Capex\* mise au point par Plum (voir Figure 2). Parmi ses points-clés figurent (i) un outil détaillé d'affectation des dépenses d'investissement en capital, utilisable à des fins de rapport et de développement de la qualité des investissements en fonction des objectifs commerciaux, et (ii) un plan de développement et d'audit des processus liés aux dépenses d'investissement, qui peut

Figure 1 : Augmentation de la valeur pour les opérateurs télécoms qui font preuve d'une affectation efficace de leurs capitaux.

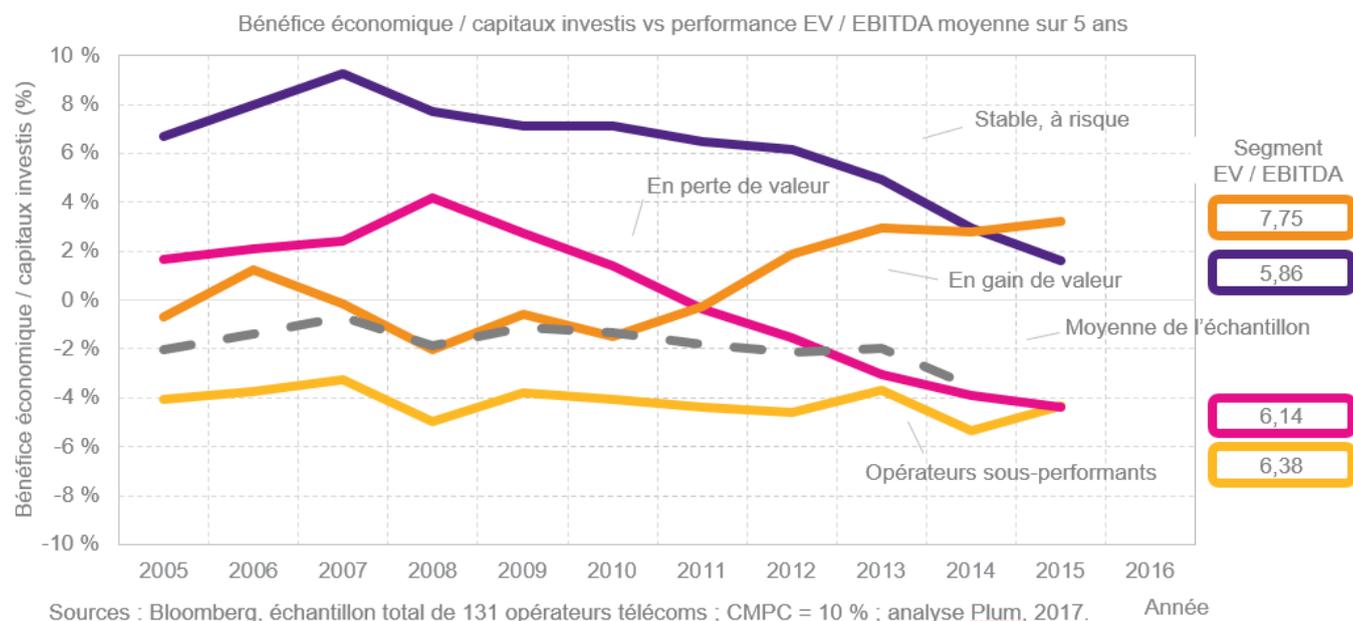


Figure 2. La solution Connected Capex\* de Plum permet aux opérateurs de télécoms d'améliorer l'efficacité de la répartition des dépenses d'investissement en capital.

**Phase d'analyse stratégique :**



servir de socle à l'amélioration des processus. Suite à cet alignement avec les objectifs stratégiques, des phases ultérieures de développement de solutions peuvent contribuer à la mise en œuvre des programmes technologiques sélectionnés.

En matière d'analyse stratégique, l'expérience s'avère primordiale et est résolument intégrée à notre méthodologie. Le développement d'un nombre raisonnable d'objectifs stratégiques (entre 10 et 15) définis en termes quantitatifs et qualitatifs précis contribue à garantir la viabilité de l'investissement. Ils devront être évalués au regard de leur valeur stratégique (quantifiée en termes économiques) et de leur degré d'urgence, au moyen d'une analyse du portefeuille, afin de définir des programmes prioritaires. Les objectifs commerciaux fonctionnels et non-fonctionnels sont ensuite décomposés lors d'ateliers de résolution, en vue de dessiner une architecture pour la technologie recherchée. Un modèle d'investissement est alors mis au point pour relier les objectifs commerciaux aux investissements technologiques requis. On pourra enfin réaliser des analyses par segment et par sensibilité en vue d'affiner les résultats, que l'on pourra prendre en compte pour vérifier la pertinence des objectifs et des décisions d'investissement.

**Conclusion**

Une nouvelle vague d'investissement se profile à l'horizon pour les opérateurs télécoms, qui doivent satisfaire aux diverses exigences du marché, mais aussi réglementaires et commerciales. Face à un tel contexte, la question de la bonne répartition des investissements reste à l'ordre du jour. Cependant, notre expérience et nos analyses révèlent que les investissements réalisés par de nombreux fournisseurs du secteur perdent considérablement de leur valeur, en raison de processus inadaptés qui peinent à englober l'ensemble des silos fonctionnels. Cette situation peut s'avérer préjudiciable, compte tenu des pressions que subissent beaucoup d'opérateurs télécoms sur les marchés actuels.

Toute remédiation devra s'appuyer sur une expérience approfondie, autant commerciale que technologique, afin de donner lieu à des processus intégrés, aptes à générer de la valeur économique pour les opérateurs.

La méthodologie Connected Capex\* mise au point par Plum repose essentiellement sur l'analyse et sur la création de liens logiques entre objectifs commerciaux, programmes et valeur économique. Elle fournit des processus et des plans fondamentaux pour permettre aux opérateurs télécoms disposant d'une infrastructure de prévoir et

de mettre en œuvre des programmes qui améliorent l'efficacité de leurs dépenses d'investissement.

**À propos des auteurs**

Ian Corden est directeur chez Plum. Fort de plus de 20 ans d'expérience en télécommunications globales, il s'est spécialisé dans les technologies émergentes, la stratégie et l'analyse financière.

Paul Mankiewicz est un dirigeant accompli du secteur, ancien CTO de Cisco, Lucent et Juniper Networks. Sa maîtrise fait autorité en matière de technologies de réseau émergentes.

Laura Wilkinson est analyste chez Plum. Elle s'intéresse à la modélisation financière et économique ainsi qu'à la recherche industrielle.

**L'expertise de Plum**

Société de conseil indépendante spécialisée dans les télécommunications, les médias, les technologies, le numérique et autres secteurs connexes, Plum est entièrement qualifiée pour vous aider. Pour en savoir plus, veuillez contacter Aude Schoentgen au +33 (0)6 23 33 83, ou Ian Corden par téléphone au +44 7399 581978 ou par e-mail : ian.corden@plumconsulting.co.uk

**Références**

1. « The economic implications of corporate financial reporting » (« Les implications économiques du reporting financier des entreprises »), J. R. Graham, C. R. Harvey, S. Rajgopal, National Bureau of Economic Research, 2004.
2. « Short-termism and corporate myopia: the values assigned by the market to short-term and long-term firms » (« Vision à court terme et myopie des entreprises : les valeurs attribuées par le marché aux sociétés favorisant le court terme et celles agissant sur le long terme »), J. Alexander, Claremont McKenna College, 2016.
3. « The EVA style of investing » (« L'investissement selon l'approche EVA »), J. A. Abate, J. L. Grant, G. Bennett Stewart III, *The Journal of Portfolio Management*, 2004.
4. « Free cash flow (FCF), Economic Value Added (EVA), and net present value: a reconciliation of discounted cash flow valuation » (« Flux de trésorerie disponibles (FCF), valeur économique ajoutée (EVA) et valeur actuelle nette », R. E. Shrieves, J. M. Wachowicz Jr., *The Engineering Economist*, Vol. 46, 2001.