

# La fin des cinquante glorieuses de l'investissement touristique

PAR JEAN-FRANÇOIS TASSIN,

PDG DE PROMOTOUR, PRÉSIDENT DE L'IREST (PARIS I - PANTHÉON-SORBONNE)

**Les conditions de la rentabilité des investissements touristiques ont énormément évolué au cours des dix dernières années. Ce qui justifie de porter un nouveau regard sur leur financement, de définir de nouveaux modèles d'analyse et d'oublier les anciens ratios, qui sont devenus obsolètes.**

**L**e constat a été fait par beaucoup d'acteurs des professions du tourisme de l'attitude exagérément prudente des intervenants financiers, et particulièrement des banques, à l'égard de leur secteur. Il est vrai que l'histoire bancaire de ces dernières années témoigne fortement des difficultés des diverses familles professionnelles qui concourent à la formation de l'offre touristique.

Toutefois, la grande hétérogénéité des métiers exercés conduit nécessairement à des analyses différenciées. Si on laisse de côté les transports – qui constituent à eux seuls un secteur autonome – et les agences de voyages – qui relèvent clairement de la distribution –, on peut résumer une évolution de quinze ans en quelques observations :

– les premières difficultés ont concerné la restauration, confron-

tée à des modifications lourdes du comportement de la clientèle à partir des années 1980 ;

– dans les années 1985-1990, les loisirs lourds, particulièrement parcs, golfs, parcs aquatiques, ont marqué une sorte de faillite générale des investisseurs et des financiers dans leur capacité à estimer l'importance des marchés et leur rentabilité ;

– la crise de l'hôtellerie a frappé toutes les catégories d'hébergement depuis 1993. Elle est heureusement surmontée depuis environ deux ans, mais non sans révisions déchirantes et remise en question des dogmes les mieux établis.

Cet historique douloureux en termes de provisions et de résultat d'exploitation, source d'un

réflexe de prudence bien compréhensible, justifie la demande des financiers d'une meilleure lisibilité des métiers et des projets. En effet, la sécurité des prêteurs étant principalement liée à la rentabilité des projets financés, c'est-à-dire à leur capacité de dégager sur leurs recettes d'exploitation les excédents nécessaires au service de la dette, une réflexion sur le risque bancaire conduit nécessairement à une analyse approfondie de l'économie du secteur.

Ce retour à ces disciplines de base est d'autant plus nécessaire que les conditions économiques d'équilibre ont sans doute été suffisamment bouleversées pour rendre caduques beaucoup de recettes et références généralement utilisées par les intervenants du secteur. Il en est résulté très souvent une tendance à exagérer les prévisions de chiffre d'affaires et de résultat, pour maintenir les projets dans des normes d'apports en fonds propres compatibles avec les possibilités des investisseurs et dans des niveaux de rentabilité suffisants des fonds investis, ceci souvent au mépris de la vraisemblance et du simple bon sens.

Les développements ci-après visent à proposer une grille de lecture des projets touristiques et, si possible, à inscrire la problématique d'un dossier dans un contexte plus général, et par conséquent plus éclairant.

### Rentabilité économique du secteur du tourisme

On distingue traditionnellement la rentabilité économique et la rentabilité financière. La première correspond au rendement des actifs liés à l'exploitation. Elle peut être mesurée en rapprochant simple-

ment un agrégat significatif du compte de résultat, tel que l'excédent brut d'exploitation (résultat avant amortissement, charges financières et impôts), du montant de l'investissement. Elle est indépendante de la structure financière de l'entreprise.

La rentabilité financière en revanche mesure la rentabilité des capitaux investis par l'actionnaire, c'est-à-dire les fonds propres. Elle est déterminée par le ratio résultat net sur fonds propres. Une politique d'endettement efficace permet normalement, dans la mesure où la rentabilité économique est supérieure au coût de l'endettement, d'augmenter la rentabilité financière. C'est le traditionnel effet de levier. Il est assez intéressant d'appliquer cette grille de lecture au secteur du tourisme.

#### ○ Rentabilité et intensité capitalistique

Il est difficile d'énoncer un jugement global sur un secteur composé de familles professionnelles très hétérogènes, qui va de l'activité de service à l'industrie lourde. Il apparaît cependant que, en termes de comparaisons internationales, ce secteur exprime une rentabilité en moyenne plutôt faible et que ce phénomène est d'autant plus sensible que l'on va des secteurs d'intensité capitalistique faible, vers les secteurs d'intensité capitalistique forte. Si l'on prend comme définition de cette intensité le rapport investissement sur chiffre d'affaires, il est possible de dresser un tableau *normatif* d'un certain nombre d'activités touristiques en fonction de ce critère (cf. tableau ci-contre).

À l'aide de ce tableau, il convient de s'intéresser aux rentabilités économiques à partir d'un agrégat indépendant des politiques d'endettement. Nous avons retenu,

comme indiqué *supra*, l'excédent brut d'exploitation retraité, qui représente en gros "ce qui reste pour faire face aux frais financiers, aux amortissements et aux résultats avant événements exceptionnels."

À partir des mêmes données, une courbe de type  $y = fx$  peut être construite pour mettre en évidence la relation entre le niveau d'EBE exprimé en pourcentage de l'investissement nécessaire et le niveau d'intensité capitalistique (cf. schéma page 12). Les valeurs définies sur la courbe mettent en évidence une **décroissance de la rentabilité économique proportionnelle à l'intensité capitalistique**, avec une chute très brutale lorsque cette intensité est supérieure à 3. La courbe retraçant la rentabilité nette, qui intègre un effet de levier réputé maximum pour chaque projet, montre une rentabilité nulle à partir de la zone comprise entre 2,5 et 3.

### Intensité capitalistique des familles du secteur touristique

Activités	Intensité capitalistique
- Restauration rapide	0,60
- Restauration thématique et chaîne	1,08
- Hôtellerie économique	2,34
- Hôtellerie moyenne (2* et 3*)	2,40
- Hôtellerie haut de gamme	2,67
- Gros parcs de loisirs	3,45
- Remontées mécaniques	7,00

En d'autres termes, 1 F investi dans la restauration de chaîne génère quasiment 1 F de CA, alors qu'il faut 2,67 F pour obtenir le même résultat dans l'hôtellerie haut de gamme.

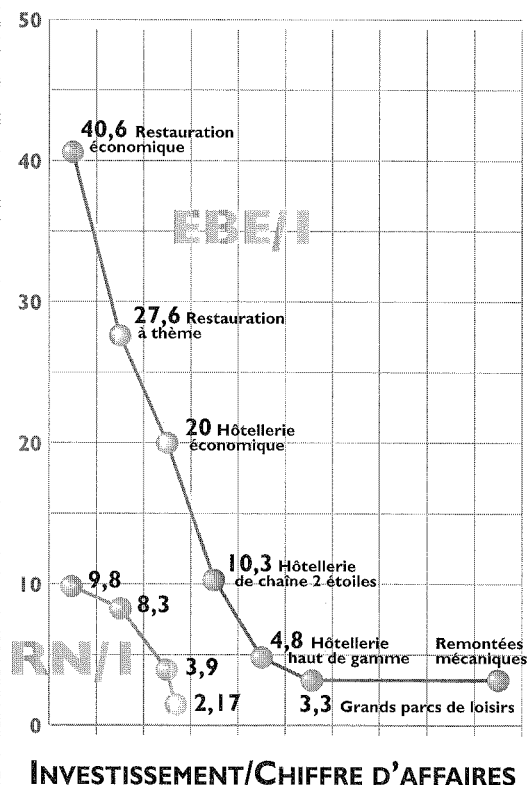
NB : Ce classement ne résulte pas du traitement d'un recensement de l'ensemble des dossiers du secteur, mais d'un choix du dossier type de chacun de ces sous-secteurs. Ces échantillons ont été choisis dans les divers dossiers de financement du CEPME et d'Avenir Tourisme, société de capital investissement du secteur.

## RENTABILITÉ D'UN INVESTISSEMENT

Un certain nombre de considérations doivent accompagner la lecture de la courbe de rentabilité ci-contre :

- pour ce qui concerne son élaboration, un nuage de points correspondrait mieux à l'esprit de cette recherche, mais n'en modifierait pas substantiellement la teneur ;
- l'indication de la durée de vie des projets - moyen terme pour la restauration, long terme pour l'hôtellerie et très long terme pour les stations de sports d'hiver - conduirait à l'élaboration d'une courbe de sens contraire qui, à l'intersection de l'autre courbe, délimiterait une zone de pertinence maximum de l'investissement. La valeur actualisée nette d'un projet augmente en effet en fonction de sa rentabilité, mais aussi de sa durée ;
- de même, la quantité nécessaire de fonds propres à chaque projet pourrait s'exprimer par une courbe de sens contraire et tout aussi verticale ;
- à noter que deux parallèles à l'axe des abscisses pourraient être tracées :

- l'une au niveau de 4 %, qui retrace le coût réel de l'emprunt. On voit dès lors que tous les projets très lourds sont en dessous de cette ligne ;
- l'autre aux environs de 10 %, qui marque le niveau de rentabilité économique à partir duquel l'investissement peut se retrouver sur 15 ans à un taux de 5 %. Cela implique que les projets en dessous de cette ligne nécessiteront les quotités de fonds propres justifiées par cette contrainte ;
- le rehaussement dans la courbe peut résulter :
  - d'un achat d'actif à prix cassé. C'est le grand mouvement de recyclage des actifs auquel on assiste depuis deux ans. Un hôtel 3\* racheté au tiers de son prix va se retrouver propulsé dans une zone de pertinence économique maximum (rentabilité et durée du produit) ;
  - d'un travail sur le chiffre d'affaires (désaisonnalisation dans la thalassothérapie par exemple), maîtrise des investissements, annualisation de l'exploitation (Center Parcs) ;



- il ne faut pas oublier enfin que beaucoup d'entreprises du secteur sont dans la situation d'avoir largement amorti leur capital. Le fait d'être dans l'impossibilité de recréer l'actif dans les conditions économiques actuelles n'interdit pas une éventuelle prospérité de l'exploitation et présente en outre l'avantage d'interdire l'accès de nouveaux intervenants sur le marché.

NB : Cette courbe a été définie à partir d'un échantillon de dossiers représentatifs des coûts et des performances des sous-secteurs auxquels ils appartiennent (restauration économique, restauration à thème, hôtellerie économique, hôtellerie de chaîne 2\*, hôtellerie de luxe type Relais et Châteaux, grands parcs de loisirs, remontées mécaniques). À noter que le projet remontées mécaniques est un dossier fictif, mais directement inspiré des coûts actuels.

En résumé, tout se passe dans ce secteur comme si, lorsqu'on quitte les services pour aller dans l'immobilier, les francs supplémentaires d'investissement n'entraînaient pas un accroissement de recettes supplémentaires suffisant. En fait, le secteur, à partir d'une certaine intensité, se rapproche d'une problématique d'infrastructure du type autoroutes, tunnels ou ouvrages d'art. Certes, il serait intéressant de mesurer si à cette baisse de rentabilité pouvait correspondre un allongement de la durée de vie des produits et, par conséquent, une meilleure pérennité de la rentabilité dégagée. Cela est sans doute vrai pour les équipements lourds de type hôtellerie haut de gamme, parcs de loisirs et remontées mécaniques, mais dans la mesure seulement où ils sont déjà anciens. Cela explique que de nombreux outils déjà largement amortis et créés par les générations précédentes puissent heureusement prospérer, mais avec des rentabilités très faibles par rapport au capital historique.

### ○ Les causes de la faible rentabilité

Il est bien sûr également intéressant de s'interroger sur les causes de cette faible rentabilité économique. Comme toujours en pareil cas, il est important de regarder du côté des recettes et du côté des charges.

#### • Pour ce qui concerne les recettes : des prix plutôt bas et la concurrence des pays à monnaie faible

Le constat est celui de la modicité des prix pratiqués, aussi bien dans l'hôtellerie que dans les loisirs. Cela est mis en évidence lors-

qu'on compare les prix pratiqués en France avec ceux des pays anglo-saxons, voire européens. Le prix des chambres d'hôtel aux États-Unis, en Italie, en Angleterre, le *green-fees* sur les golfs américains, les prix d'entrée à Disney aux États-Unis et à Paris sont autant d'indication d'un différentiel, en général favorable au consommateur français. S'il faut s'en réjouir sur le plan de la compétitivité de nos produits, il faut également admettre que se trouve là l'origine d'une partie des difficultés du secteur. Les causes de ce phénomène sont d'ailleurs bien difficiles à identifier. Un spécialiste des loisirs<sup>(1)</sup> estimait ainsi que la consommation touristique des Français, très étalée dans le temps en raison de l'importance de leurs vacances et de la pratique de plus en plus répandue des courts séjours, était nécessairement très économe. En revanche, certains habitants des pays développés, tels les Américains et les Japonais, concentrent beaucoup plus de dépenses sur des périodes plus courtes et acceptent dès lors plus aisément des prix plus élevés.

La politique dite du franc fort a été beaucoup évoquée par les professionnels comme explication d'un certain nombre de difficultés. Il est vrai que certains chocs monétaires ont été spectaculaires dans leur manifestation. C'est ainsi que la chute du dollar dans les années 1985-1986 a été fortement ressentie dans les catégories haut de gamme de l'hôtellerie. Plus récemment, les baisses de la lire, de la peseta et de la livre ont été fortement incriminées. Cela étant, même si les dommages ont été instantanément visibles, il n'est pas certain que, sur la durée, le même jugement puisse être porté. En effet, dans les pays à monnaie

forte et à très faible inflation, le niveau des prix progresse peu. La compétitivité sur les marchés extérieurs s'établit sur le long terme. Les pays qui dévaluent obtiennent certes un avantage instantané significatif, mais qu'ils payent le plus généralement par un surcroît d'inflation qui, très vite, transforme cet avantage monétaire en handicap. Toutefois, par rapport aux concurrents de la France que sont l'Italie et l'Espagne, les *décrochages* brutaux de 1992 et 1993 n'ont pas encore, à ce jour, été rattrapés et ont procuré à ces deux pays un avantage de compétitivité réel. Il est heureux de constater que la monnaie unique nous met durablement à l'abri de tels avatars.

#### • Pour ce qui concerne les charges

Le poids des charges est un leitmotiv récurrent de la profession. Le poids des investissements dans le secteur et le fait parallèlement de constituer une industrie de main-d'œuvre exposent les activités touristiques à souffrir plus que d'autres de l'excès des charges sociales et du poids de la taxe professionnelle. Bien que l'innovation ne soit évidemment pas absente de ces secteurs et que des gains de productivité aient pu y être réalisés, il reste que ce phénomène est ancien. Il était déjà dénoncé dans un rapport présenté devant la toute nouvelle FNIIH en 1956, presque dans les mêmes termes qu'aujourd'hui, et est toujours d'actualité.

L'étude Coach Omnium<sup>(2)</sup> donne une comparaison intéressante avec les principaux pays européens et indique que cette piste d'amélioration ne saurait être abandonnée. Le problème de la TVA suscite notamment beaucoup de réclamations, particulièrement de la part du secteur de la restauration

(1) Jean-Pierre SONOIS, président de la Compagnie des Alpes.

(2) NDLR : Lire le résumé complet de cette étude dans *Espaces* 144 (mars-avril 1997), *La rentabilité des entreprises françaises en danger* par Mark WATKINS, DG de Coach Omnium.

ou du tourisme fluvial. Il est vrai qu'il peut paraître surprenant pour les entreprises de location de bateaux de plaisance de devoir acquitter le taux normal de TVA de 20,60 %, alors que les composantes de leur prestation, fourniture d'hébergement et transport de voyageurs, sont assujetties au taux réduit de 5,5 %. De même, les restaurateurs traditionnels soulignent le handicap qu'ils subissent du fait de l'application d'un taux normal plus élevé en moyenne que celui à la fois de leurs concurrents étrangers et de leurs concurrents *domestiques* de la restauration rapide. Ce débat doit être sans doute replacé dans le contexte européen de la nécessaire convergence de la fiscalité, sans oublier en toile de fond l'avantage accordé au secteur le plus lourd du tourisme : l'application du taux réduit de 5,5 % à toute l'hôtellerie de tourisme. Il en résulte que toute mesure d'harmonisation ne peut se traduire par une amélioration de la situation de l'ensemble des catégories professionnelles concernées et qu'il convient par conséquent en la matière d'être prudent. Il n'est tout de même pas indifférent de noter que la France est sans doute le seul pays au monde où, dans une activité de service telle que l'hôtellerie, on puisse passer une nuit entière et prendre son petit déjeuner sans bénéficier du moindre accueil, ni même dans de nombreux cas rencontrer une personne attachée à l'exploitation.

### Rentabilité financière

La rentabilité financière était traditionnellement la planche de salut du secteur. Elle reposait sur deux piliers : l'effet de levier de l'en-

dettement et la constitution des plus-values immobilières dans la durée. Ces deux *ressorts* ont été brisés, pour des raisons qu'il est important de souligner.

#### ○ L'évolution des taux réels

C'est évidemment une banalité de relever que, pendant très longtemps, les professions du tourisme, souvent lourdement investies dans l'immobilier, ont bénéficié d'un effet de levier positif. Les taux d'inflation élevés et les coûts de financement plutôt bas, et dont les niveaux étaient de surcroît réduits par l'intervention de l'État, conduisaient à un subventionnement direct et massif de ce type d'activité. Toutes les professions en ont bénéficié, et de grands groupes comme Accor constatent que leur formidable essor n'aurait évidemment pas été envisageable sans cette conjonction unique de produits d'hébergement nouveaux, d'interventions du FDES et de taux d'inflation élevés.

À partir des années 1980, le renversement a été brutal, sans pour autant que la totalité des acteurs en tirent les conséquences nécessaires. Beaucoup d'exploitants endettés à des taux élevés se sont trouvés confrontés à la stagnation des prix et à la baisse des taux d'occupation. Le problème de la renégociation des dettes qui en a résulté n'a pas trouvé à ce jour de réponse adéquate.

Il reste que les plans de financement ont tardivement pris en compte la nécessité d'une plus grande quotité de fonds propres, qui résultait de cette nouvelle vérité des prix. Il est vrai que les investisseurs répugnaient également à accepter la forte diminution de la rentabilité des capitaux propres investis, qui en était la conséquence.

#### ○ La fin des plus-values

C'est un des éléments importants de l'analyse. Les secteurs lourds du tourisme sont évidemment étroitement liés au sort de l'immobilier. De manière parallèle, l'envolée des prix a été suivie par une crise et un profond marasme. Dans les années 1980, le raisonnement d'un grand hôtelier parisien<sup>(3)</sup> était le suivant : *"dans l'hôtellerie parisienne, les amortissements ne devraient pas être déduits des valeurs d'actif, mais au contraire être ajoutés pour tenir compte de la valorisation continue de nos biens"*. Ce raisonnement est évidemment frappé de caducité et les investisseurs actuels ne peuvent sur ce plan qu'espérer sur la très longue durée. Les investissements récents de princes saoudiens dans certains palaces parisiens laissent supposer que cet espoir ne s'est pas totalement évanoui.

\* \*

\*

Cette présentation n'a d'autre ambition que de constituer une grille de lecture commode des projets touristiques. Elle peut être déclinée, enrichie et complétée. La mise en évidence des difficultés pour rentabiliser certains projets ne remet pas en cause leur pertinence économique et leur nécessité, dans le cadre d'un développement touristique. Évaluer les chiffres avec exactitude, c'est aussi se donner les chances d'apporter les meilleures solutions et d'éviter l'échec. ■

(3) M. MOREL L'HORSET.