



JOURNAL DE BORD

CAP SUR... RATIONAL

Visiter les sociétés dont nous sommes actionnaires, ou susceptibles de l'être, et échanger avec des opérationnels, et pas seulement avec le top management, fait partie intégrante de notre philosophie d'investissement chez Cogefi Gestion. Les 18 & 19 février, nous avons mis le cap sur Munich et la Bavière pour 2 jours de visites de sites et/ou de meetings avec les managements de Nemetschek, Steico, Wirecard, Dermapharm, Rational et Stemmer Imaging. Focus, dans ce « Journal de bord », sur Rational.

Rational est le leader mondial des fours mixtes, c'est-à-dire combinant cuisson par chaleur pulsée et cuisson vapeur, à destination des professionnels (restaurants, cuisines collectives, cantines scolaires...). L'aventure a débuté en 1976 avec le premier four mixte (an anglais : « combi-steamer ») lancé par Rational ; aujourd'hui, son produit-phare, le « Self Cooking Center », détient environ 50% du marché. La société commercialise aussi le « Vario Cooking Center » depuis 2005, appareil multifonction (sauteuse à bascule, marmite, piano et friteuse tout-en-un), toujours à destination de la restauration collective.



RATIONAL EN BREF

- 2 069 employés (au 30/09/2018)
- CA 2018 de **778 M€** en croissance annuelle moyenne de plus de **10%** depuis 2004
- Marge opérationnelle de **27%**, retour sur capitaux employés de **60%** et cash net de **182 M€** (données 2017)
- Peter Stadelmann, PDG depuis 2014



THÈMES ABORDÉS

- Offre produits : **Self Cooking Center** et **Vario Cooking Center**
- Etat de la **concurrence**
- **Potentiel du marché** des fours mixtes
- **Business model** et approche commerciale
- **Organisation industrielle** sur le site de Landsberg

La visite de l'usine de Landsberg et les échanges avec nos interlocuteurs nous ont permis d'apprécier ce qui fait la force et l'originalité du modèle Rational. Nous retenons notamment les principaux éléments suivants :

- Pionnier de la technologie des fours combinés, la société reste à la pointe de l'innovation (environ 5% de son CA allouée à la R&D) et la valeur ajoutée pour le client est significative puisque les économies permises par le Self Cooking Center et le Vario Cooking Center sont substantielles : jusqu'à -20% d'aliments gâchés, -95% de matière grasse et -50% d'énergie ; les gains de temps, de personnel et de place sont également très élevés.
- Le marché garde un potentiel de croissance significatif puisque sur un marché mondial adressable de 4 millions de cuisines, seules 1 million sont équipées de fours combinés (dont environ 600 K chez Rational) ; l'Amérique du Nord et l'Asie notamment restent encore à « évangéliser » !
- Rational est un modèle d'efficacité opérationnelle et industrielle. Le management vise une croissance régulière de ses ventes d'environ 10% par an (comme c'est le cas en moyenne depuis 15 ans), niveau qui permet d'éviter des tensions au niveau de la chaîne d'approvisionnement et de la production, qui par ailleurs bénéficie d'une faible saisonnalité des commandes pendant l'année. Le groupe se concentre sur la fabrication de quelques composants clés et la maîtrise d'un procédé spécifique de soudage des éléments inox, et sur l'assemblage des fours, avec à la clé un modèle très « asset light » qui autorise un retour sur capitaux employés après impôt d'environ 60%... Le groupe revendiquant une politique de prix stables dans la durée pour ses produits (seule exception : 2017), l'inflation salariale (environ 10% des coûts) et les fluctuations potentielles des devises et des matières premières (composants achetés : environ 70% des coûts ; acier environ 10%) doivent donc être compensées par des gains de productivité : et en la matière, le groupe affiche un historique impressionnant avec, depuis 15 ans, une marge brute comprise entre 59% et 62% ! A noter qu'au cours des 2 à 3 prochaines années, le site de Landsberg, qui produit le Self Cooking Center, et celui de Wittenheim en France, qui assemble le Vario Cooking Center, connaîtront un doublement de leurs surfaces de production : même si les lignes d'assemblage ne seront, elles, installées que progressivement, ce plan d'investissement volontariste induira nécessairement une hausse des coûts fixes à partir de 2019.
- L'approche commerciale nous a paru également différenciante : non seulement Rational est un pur spécialiste des équipements de cuisson, mais de surcroît 350 de ses 400 commerciaux sont eux-mêmes des chefs cuisiniers ! Et le groupe met gratuitement à disposition de ses clients sa « Rational Academy » sur son site même de Landsberg.
- Enfin Rational cultive une culture d'entreprise forte : tandis que la famille du fondateur (Siegfried Meister, décédé en 2017) détient toujours 71% du capital, le management revêt une forte dimension entrepreneuriale, caractéristique de ce que les Allemands appellent « Unternehmer im Unternehmen » ; par exemple, les employés des halls d'assemblage sont à la fois très autonomes (les horaires de travail ne sont pas imposés) et très responsabilisés (ils sont responsables de l'assemblage d'un four de A à Z), le tout selon une approche Kanban parfaitement huilée. Sur le site bavarois de Landsberg, qui ne fonctionne qu'en 1/8, le taux de démission est ainsi de seulement 3%.



CONCLUSION / NOTRE CONVICTION

Rational – qui cote 593,5 € au 26 février 2019 – est une position initiée en décembre 2018, avec un prix de revient inférieur à 500 €. Les multiples de valorisation peuvent paraître chers de prime abord mais sont avant tout à mettre en perspective avec l'excellence opérationnelle et financière de la société, qui conjugue croissance dynamique et régulière, rentabilité et retour sur capitaux employés élevés et bilan non endetté, le tout sur une niche de marché à fort potentiel et sur lequel Rational est le leader mondial incontesté. Le titre est pour nous un bel exemple de « Buy & Hold », mais nous resterons particulièrement attentifs aux effets devises et matières premières qui, en dépit d'une exécution opérationnelle sans faille depuis de longues années, constituent toujours des éléments de risque, ainsi qu'à l'impact sur la rentabilité des extensions de capacité de production à venir sur les sites de Landsberg et de Wittenheim.



NOUS CONTACTER

Benjamin ROUSSEAU | Gérant
b.rousseau@cogefi.fr



Rémy STAUBLE | Analyste
r.stauble@cogefi.fr

OCTOBRE 2018 – CAP SUR... RAYSEARCH

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

JUILLET 2018 – CAP SUR... DEVOTEAM

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

AVERTISSEMENT : Cette publication n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de quelque instrument financier que ce soit. Les références à des valeurs mobilières spécifiques et à leurs émetteurs répondent uniquement à un but d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations d'achat ou de vente de ces valeurs. Cette communication, à caractère promotionnel, n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. COGEFI Gestion n'est pas soumis à une interdiction d'effectuer des transactions sur les instruments financiers concernés avant ou durant la diffusion de cette publication.



11 rue Auber – 75009 Paris
www.cogefi.fr – contact@cogefi.fr
01 40 06 02 22