

D'où vient la valeur ?

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Sur les dix dernières années et malgré deux crises économiques et financières, le TSR¹ annuel moyen des bourses occidentales a été de 8% par an (pour une inflation moyenne de 2%). Un échantillon des 250 principaux groupes occidentaux² atteint un TSR de 10% par an.

D'où vient la valeur créée sur cette période ?

Le poids de l'économie

La croissance mondiale a été de 5% par an (3% pour les marchés occidentaux). Cette croissance, dont les sociétés occidentales profitent pour une part, explique 40% du TSR moyen des bourses occidentales. L'autre 60% provient de la baisse des taux d'intérêts³. Ceux-ci sont passés de 4% à 2% en moyenne sur la période pour les obligations d'Etat à 10 ans. Les multiples moyens de valorisation pour les grandes capitalisations sont passés en conséquence de 16 fois les profits à fin 2005 à 19 fois les profits à mi 2015.

Ces chiffres sont les mêmes que ceux des quinze années précédentes. En 2005, une étude d'Estin & Co⁴ analysait les TSR des entreprises des principales bourses occidentales sur la période 1990-2004. Sur 15 ans, le TSR annuel moyen avait été de 8%. Les 220 principales capitalisations avaient généré un TSR de 10%. La croissance économique avait contribué pour un peu moins de 40% à cette création de valeur. La baisse des taux pour 60%.

En 25 ans, plus de la moitié de la création de valeur des bourses occidentales provient donc de l'impact de la baisse des taux d'intérêts, continue et massive. Lorsque ceux-ci cesseront de baisser, toutes choses égales par ailleurs, la création de valeur des entreprises occidentales sera divisée par deux. Elle sera égale ou proche à la fraction de la croissance mondiale que les entreprises occidentales parviendront à capter.

Au sein de cette croissance, sur les dix dernières années, les pays émergents ont représenté 54% (et la Chine à elle seule 25%). Cette part n'était que de 25% sur la période 1989-2014.

Concluons de façon caricaturale : sans la croissance des pays émergents et sans la baisse des taux d'intérêts, la création de valeur des bourses occidentales aurait été quasi nulle sur la période 2005-2015.

Le choix des métiers et des géographies

L'étude d'Estin & Co de 2005 comprenait un enseignement majeur. Sur la période 1990-2004, les stratégies de leadership classiques au sein de chaque métier n'avaient été suffisantes pour créer de la valeur que dans les bons métiers en forte croissance (IT et logiciels, services financiers, grande consommation, produits et services pétroliers, ...). Dans les métiers mal structurés ou en faible croissance, seules des stratégies de rupture (nouveaux modèles d'activités, nouveaux positionnements, nouveaux produits, nouveaux services, ...) avaient permis de créer de la valeur.

¹ TSR = Total Shareholder Return annuel : rentabilité pour l'actionnaire sur son investissement en termes de dividendes, distribution d'actions gratuites, valorisation de ses actions, ...

² Echantillon de 250 grands groupes occidentaux (nord américains, européens et japonais), représentant les principales capitalisations boursières.

³ La part du TSR provenant des distributions de dividendes est entièrement compensée sur la période par le de-rating provenant de la baisse du taux de croissance.

⁴ Cf. article « Economie vs. Stratégie » publié dans Colloque X-HEC-ENA de mars 2005.

L'étude actuelle portant sur 2005-2015 confirme cette observation avec trois compléments majeurs :

- Le choix des métiers est toujours aussi discriminant : il ne sert à rien de mener une stratégie de leadership dans un métier sans croissance et déjà fortement concentré. Mais les métiers gagnants des dix dernières années ont changé - sauf exception -. Ce ne sont plus ceux de la période précédente (cf. tableau 1) ;
- Le choix des pays est devenu tout aussi discriminant du fait de l'importance de la croissance des pays émergents dans la croissance mondiale au cours des dix dernières années, ce qui n'était pas le cas dans la période précédente (cf. tableau 2) ;
- Il y a peu de sociétés qui parviennent à faire 50% de mieux que la moyenne des bourses sur 25 ans (TSR de 15% par an), à travers différents cycles économiques, croissances et substitutions de métiers et croissances géographiques (cf. tableau 4). Comment font-elles ?

- Tableau 1 -

Rentabilité totale pour l'actionnaire (TSR annuel) ⁽¹⁾

	<u>1989-2004</u>	<u>2005-2015</u>
Numérique	n.a.	29%
Biotechnologies	n.a.	25%
Mode et textile	9%	19%
Luxe	n.a.	16%
Media	5%	14%
Produits de grande consommation	14%	14%
Alimentaire et boissons	11%	13%
Pharmaceutique et chimie	10%	13%
Asset management	n.a.	13%
Industrie	8%	12%
Automobile	5%	11%
Distribution	11%	9%
Télécommunications	6%	9%
IT et logiciels	15%	8%
Matériel médical	n.a.	8%
Ingénierie et construction	4%	7%
Utilities	6%	7%
Transport aérien	1%	7%
Oil & Gaz	12%	7%
Matières premières	8%	6%
Hôtellerie et tourisme	n.a.	5%
Assurances	n.a.	2%
Banques	14%	1%
Total de l'échantillon	10%	10%

(1) Echantillon des 220 principales sociétés occidentales sur la période 1989-2004 (capitalisations boursières) et 250 sur la période 2005-2015

Le choix des métiers demeure critique. Les secteurs qui ont eu les meilleures performances sur les dix dernières années sont ceux liés à l'économie numérique avec un TSR annuel moyen de 29% (cf. tableau 1). A l'inverse, le secteur des services financiers a eu un TSR moyen de 2% alors qu'il avait été l'un des principaux secteurs en croissance sur les années 1990-2004.

La croissance des métiers tirée par les innovations technologiques, les nouveaux modes de consommation ou le développement massif des classes moyennes dans les pays émergents est bien sûr un élément clé de la création de valeur. Mais leur structuration également, les barrières d'entrée qui les protègent, la valeur au leadership, la capacité pour un leader d'y dégager de fortes marges et d'y financer la croissance, de même que la nature et l'impact des réglementations qui les contraignent.

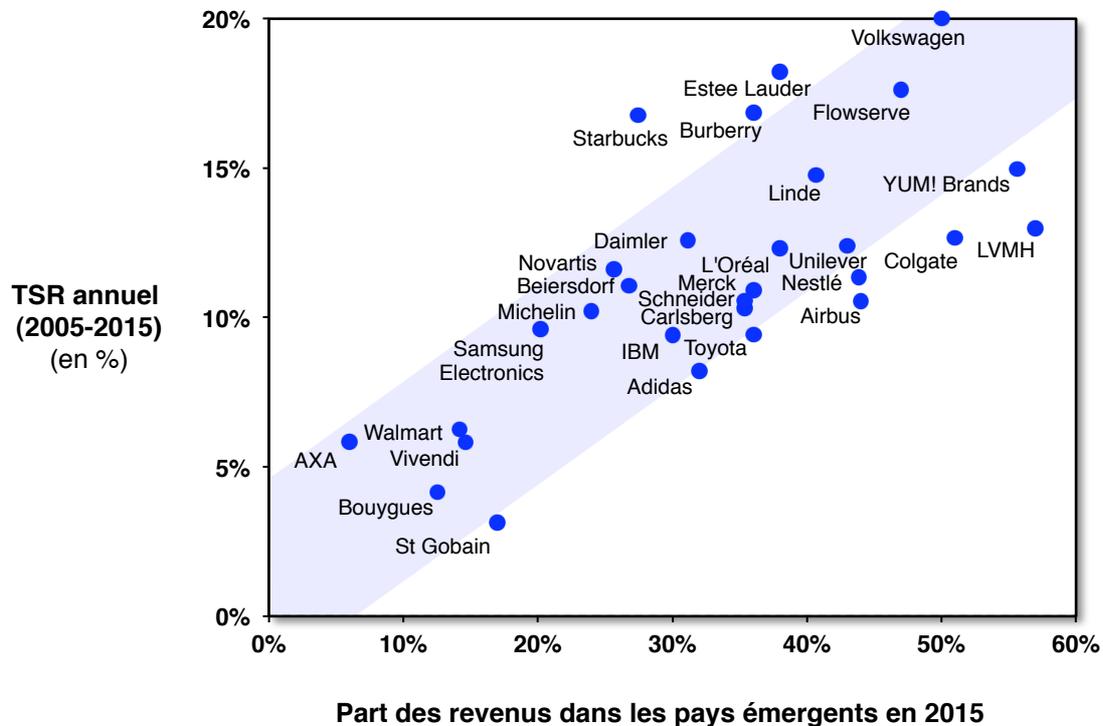
Le choix des géographies sur les dix dernières années a été également déterminant, à la différence de la période 1989-2004. A l'exception des secteurs numériques qui ont crû de façon significative dans tous les pays, la création de valeur pour les grands groupes occidentaux est statistiquement liée sur la période au pourcentage de leurs revenus provenant de géographies en forte croissance (cf. tableau 2).

De façon caricaturale à nouveau, il suffisait d'être un leader dans un segment de l'économie numérique n'importe où dans le monde, ou d'être un leader en Chine dans (presque) n'importe quel secteur pour créer de la valeur sur la période.

A l'inverse, les grands groupes présents essentiellement dans les pays mûrs et dans des secteurs sans croissance n'ont pas créé de valeur. Structurellement, ils ne le pouvaient pas. Qu'ont fait les managements de ces groupes pour échapper à cet étau ?

- Tableau 2 -

Exposition des grands groupes occidentaux aux marchés émergents



Sources : Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

Entre les deux périodes enfin, la comparaison des différents secteurs est riche d'enseignements (cf. tableau 1). Peu de secteurs parviennent à faire mieux que la moyenne de l'économie sur longue période. Certains sont par nature cycliques (productions et services pétroliers avec une inversion du cycle haussier en 2014), d'autres sont des activités d'équipement sans relais de croissance suffisants au bout de dix à quinze ans (équipements de construction et d'infrastructure) ou doivent se restructurer lourdement après des périodes d'expansion trop rapide (services financiers). Seuls certains offrent des croissances longues provenant d'une pénétration régulière de différents segments de clientèle et de pays à différents stades de maturité (grande consommation).

La création de valeur globale de l'économie occidentale se poursuit donc sur 25 ans de façon significative malgré les crises avec des vagues toujours renouvelées de croissance par métiers, segments, géographies, *certaines courtes et d'autres longues*.

En terme de stratégie d'entreprise, ces données sont évidemment fondamentales. Il est illusoire de vouloir créer de la valeur pour les actionnaires en se focalisant uniquement sur des stratégies au sein d'un périmètre métiers et géographies étroitement défini et pérenne. A tout moment, il y a peu de métiers en croissance véritablement longue (15 ans et plus) qui valent la peine que l'on s'y spécialise étroitement. Des secteurs de la grande consommation avec leurs déclinaisons géographiques successives ont par exemple permis de telles stratégies sur les 25 dernières années. *Quels sont les métiers qui permettront de telles stratégies pour les quinze prochaines années ?*

Le choix des métiers, la capacité à les décliner par pays, à les redéfinir ou à les élargir, à arbitrer sur le long terme entre métiers et entre pays, la capacité à gérer des métiers cycliques, la capacité à redéfinir sa stratégie lorsque la croissance longue d'une industrie s'arrête sont des éléments déterminants, au-delà des stratégies réussies ou non par activité et de la bonne gestion des opérations.

Les stratégies par activité

Au sein du secteur qui a eu la plus forte performance moyenne (les activités numériques), l'entreprise qui a eu le meilleur TSR sur la période est Priceline (48% soit un peu plus d'1,5 fois le TSR moyen du secteur). Apple a eu un TSR moyen de 37%. A l'inverse, nombre d'entreprises ont fait faillite ou ont eu des TSR faibles. A titre illustratif, le TSR d'eBay n'a été que de 6% sur la période et celui de Yahoo de 1%.

Au sein des services financiers, qui a eu la plus faible performance globale, les performances ont également été extrêmement différenciées entre les métiers (gestion d'actifs vs. assurance vs. banque universelle,...), les segments d'activité, les pays, et les acteurs au sein de chaque segment et pays (Allianz vs AIG, JP Morgan vs Citigroup ou RBS,...).

Dans tous les secteurs, la différence entre la meilleure performance sur la période et la moins bonne est au minimum de 10 points de TSR et va jusqu'à 47 points ! (cf. tableau 3).

Les choix stratégiques par activité et la gestion opérationnelle créent donc toujours des différences significatives à secteur industriel et environnement macro économique donné. La valeur ajoutée des dirigeants réside dans ces choix et dans cette gestion autant que dans les choix d'évolution des portefeuilles d'activités (cf. tableau 3).

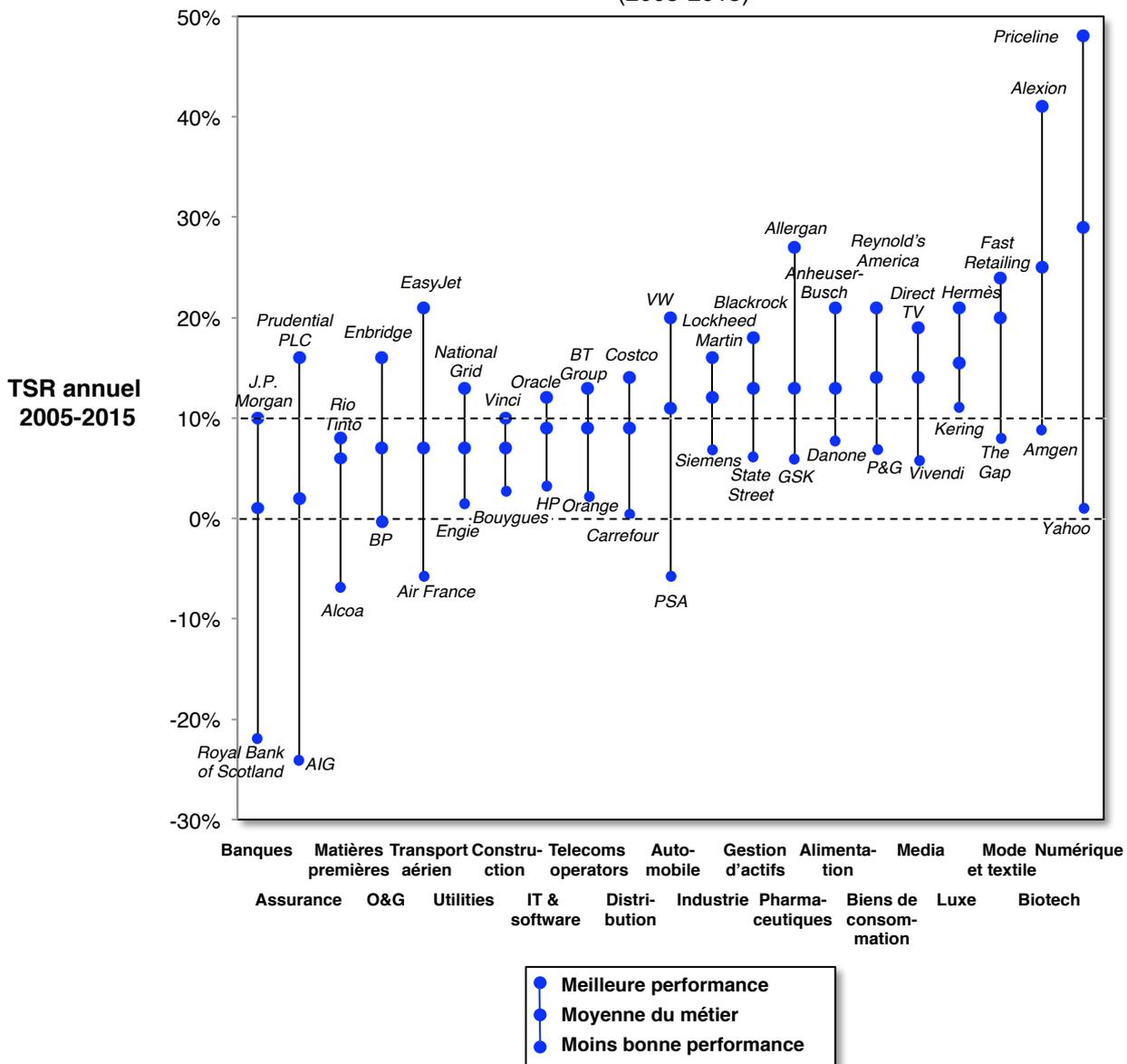
Il est intéressant de noter que dans l'économie numérique, les meilleures performances (Priceline, Apple, ...) proviennent de l'invention de nouveaux services ou produits dans des segments low cost (comparateurs de prix) ou premium (iPad, Smartphones, ...). Dans un des secteurs traditionnellement peu rentables, le transport aérien, ce sont les entreprises qui ont développé des nouveaux modèles d'activité low cost, Easyjet et Ryanair, qui ont créé le plus de valeur pour leurs actionnaires.

Dans tous les métiers « attractifs » (croissance modérée ou forte, axes de segmentations durables, valeur à la part de marché par segment), un nombre important d'entreprises parviennent à des rentabilités totales supérieures à 15% par an pour leurs actionnaires sur l'ensemble de la période, et non seulement les leaders (activités numériques, biotechnologies, produits de luxe, produits de grande consommation, pharmacie, ...).

En revanche, dans les métiers mal structurés, en déclin ou ayant subi un cycle baissier important sur la période, seules les entreprises ayant mené une stratégie de rupture ou de niche, par opposition à une stratégie de leadership « classique », parviennent à des rentabilités pour l'actionnaire supérieures à la moyenne de l'économie sur la période (Easyjet ou Ryanair dans le transport aérien, Enbridge dans les équipements pétroliers et gaziers).

- Tableau 3 -

Rentabilité annuelle pour l'actionnaire (TSR) ⁽¹⁾
(2005-2015)



(1) TSR = Annual Total Shareholder Return (15/07/2005 au 14/07/2015) calculé sur un échantillon de 250 grandes sociétés occidentales

Sources : Bloomberg, Estin & Co

Que conclure ?

Dans le contexte globalement favorable des dix dernières années, des stratégies de rupture (nouveaux modèles d'activité, nouveaux positionnements, nouveaux produits, nouveaux services) ont permis à des entreprises de créer de la valeur dans presque tous les secteurs même les moins porteurs. Mais ce ne sont pas nécessairement des stratégies durables. Les entreprises qui avaient réalisé de telles stratégies sur les années 1990-2004 n'ont pas maintenu leurs performances dans la récente décennie (cf. tableau 4). Les vagues de rupture peuvent être fortes. Elles ne sont pas nécessairement longues.

- Tableau 4 -

Exemples de rentabilités totales pour l'actionnaire égales ou supérieures à 15% par an sur 2005-2015 et sur 1989-2004

		TSR¹ 1989-2004	Caractéristiques principales de la stratégie suivie	TSR¹ 2005-2015	Caractéristiques principales de la stratégie suivie / enjeux récents
Apple	Electronique grand public	10%	Suiveur dans un marché en croissance	37%	Stratégie d'innovation et de montée en gamme avec intégration dans la distribution
TJX Companies	Distribution textile	21%	Positionnement discount sur des marchés matures	21%	Positionnement discount sur des marchés matures
Hermès	Luxe	19% ⁽⁴⁾	Positionnement sur des segments de niche	21%	Accélération de la stratégie déjà mise en place et développement dans les pays émergents
Volkswagen	Automobile	4%	Stratégie de milieu de gamme dans les pays développés	20%	Accélération de la croissance dans les pays émergents
Direct TV	TV satellite	10%	Leader sur un marché en croissance	19%	Consolidation du marché
Blackrock	Gestion d'actifs	35% ⁽³⁾	Leader sur un marché en forte croissance	18%	Leader sur un marché en forte croissance
Essilor	Biens de consommation	17%	Leader sur un marché en croissance	17%	Leader sur un marché en croissance / extensions géographiques et business
Prudential PLC	Assurance	10%	Investissements dans les services financiers	16%	Accélération de la croissance dans un certain nombre de marchés émergents
Home Depot	Distribution spécialisée	24%	Leader sur un marché en forte croissance	14%	Leader sur un marché en croissance
L'Oréal	Cosmétiques	16%	Leader sur un marché en croissance	13%	Leader sur un marché en croissance / développement sur les marchés émergents
BMW	Automobile	15%	Positionnement sur des segments de niche	12%	Positionnement sur des segments de niche
Southwest Airlines	Transport aérien	20%	Changement de business model	9%	Compétition de la part des nouveaux entrants
Microsoft	Logiciels	38%	Leader sur un marché en forte croissance	8%	Substitution des logiciels par le cloud-computing et des PC par les smartphones
Telefonica	Télécoms	20%	Positionnement sur un secteur en croissance et porté par l'essor de l'Amérique du Sud	6%	Ralentissement de l'économie en Amérique du Sud
Walmart	Distribution	17%	Leader sur un marché en croissance	6%	Déstabilisation par le E-commerce et exposition encore insuffisante aux pays émergents
Total	Oil & Gas	18%	Demande et prix portés par les pays émergents	4%	Crise du marché du pétrole en 2014/2015
General Electric	Industrie et finance	15%	Stratégie de portefeuille et croissance des services financiers	1%	Cycles et crises des services financiers
Nokia	Equipements télécom	37%	Changement du portefeuille d'activités	-5%	Substitution des téléphones mobiles standards par les smartphones
Dell	Ordinateurs	55%	Changement de business model	Non coté (-12%) ⁽²⁾	Substitution des PCs par les tablettes et smartphones
Citigroup	Banques	25%	Positionnement dans un marché à forte croissance	-18%	Cycles et crises des services financiers

Notes

(1) TSR = Annual Total Shareholder Return (calculé sur la base de la période du 15/07/2005 au 14/07/2015 en monnaie locale)

(2) Le TSR annualisé sur la période du 15/07/2005 au 29/10/2013 est de -11,9%

(3) Calculé à partir de l'IPO (26/09/1999) jusqu'au 31/12/2004

(4) Calculé à partir de l'IPO (03/06/1993) jusqu'au 31/12/2004

Sources: Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

Les stratégies classiques de croissance et de gains de parts de marché avec des positions de leader ou de numéro deux ou trois spécialisés n'ont créé de la valeur que dans les métiers les mieux structurés ou en forte croissance. Dans ceux – peu nombreux – qui sont en croissance longue, elles ont permis de produire des TSR élevés sur plus de vingt ans.

Les stratégies de bonne gestion ont tout simplement permis de ne pas sombrer.

D'où vient la valeur ?

A dix ans d'intervalle, l'analyse des performances de grandes entreprises occidentales mène aux mêmes conclusions.

Sur courte période (moins de 5 ans), elle provient des restructurations, améliorations transitoires des profits, rebond des marchés cycliques, etc ...

Sur moyenne période (moins de 10 à 15 ans), elle vient essentiellement des modèles disruptifs (nouveaux produits, technologies, services, modèles d'activités, positionnements, etc...).

Sur longue période (20 à 25 ans), elle vient des stratégies de leadership dans des métiers attractifs en croissance longue et avec une redéfinition régulière des frontières de ces métiers (déclinaison du métier dans de nouvelles géographies, extension du métier à des produits, clients, services, ... proches, augmentation de la valeur du métier, concentration organique ou par acquisition du métier, etc ...). Alternativement, elle vient d'une gestion proactive du portefeuille d'activités pour renouveler régulièrement les sources de croissance.

Choisir son horizon de temps, c'est choisir sa stratégie.

Septembre 2015

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens, nord-américains et asiatiques dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.

ESTIN & CO

PARIS - LONDON - ZURICH - SHANGHAI

43 avenue de Friedland 75008 Paris

Tel.: 33 1 56 59 87 87 - Fax: 33 1 56 59 87 88 - E-Mail: Estin@estin.com