

# Tous les métiers ne se valent pas <sup>(1)</sup>

Par

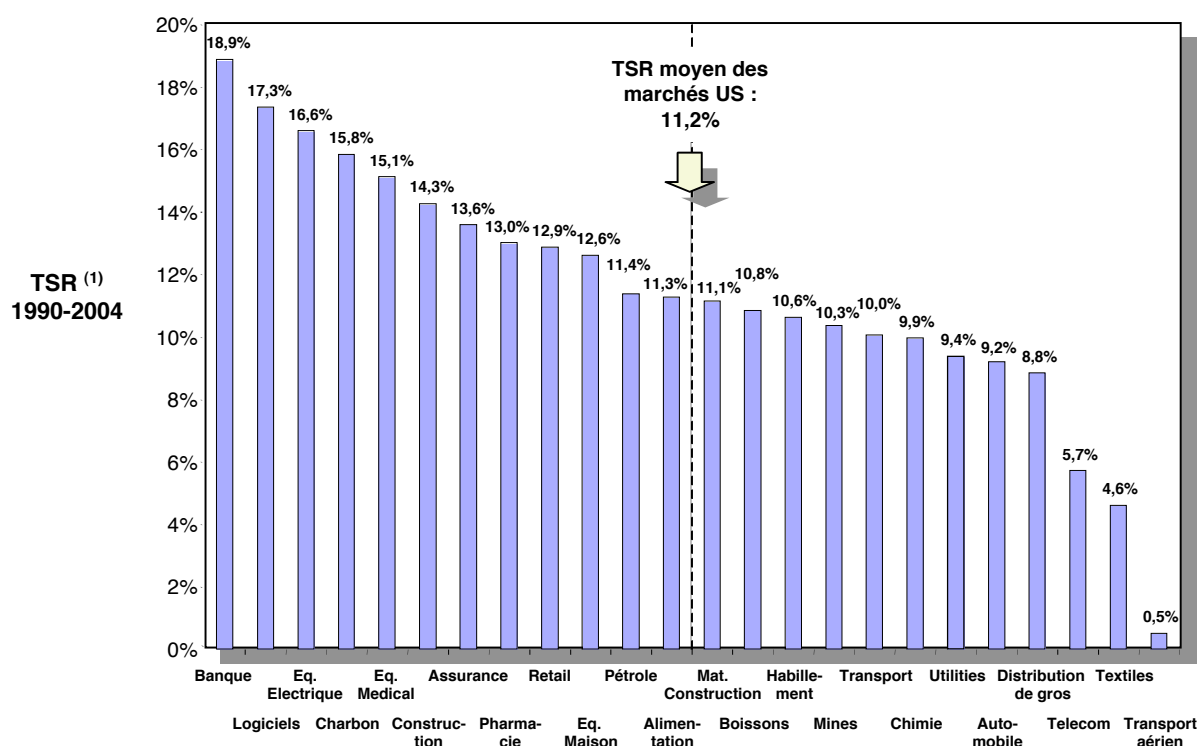
Jean Estin

Président, Estin & Co

Tous les métiers ne se valent pas. Sur longue période, certains métiers rapportent structurellement plus à leurs actionnaires que d'autres (cf. tableau 1). La croissance et la structure concurrentielle sont les deux composantes critiques de la valeur d'un métier.

- Tableau 1 -

Sur une période donnée, toutes les industries ne sont pas également attractives



La hiérarchisation ci-dessus s'observe y compris après prise en compte du coût du capital spécifique dans chaque industrie

(1) Total Shareholder Return, incluant la plus-value sur titres, les distributions de dividendes, rachats d'actions, distributions d'actions gratuites, augmentations de capital, (avec hypothèse de dividendes réinvestis). Echantillon de 4 500 (en 2005) sociétés sur le NYSE, l'AMEX et le NASDAQ  
Source : CRSP Université de Chicago, analyses Estin & Co

## La croissance

Les métiers en croissance forte rapportent plus en moyenne à leurs actionnaires que les métiers en croissance faible, et ce pour deux raisons :

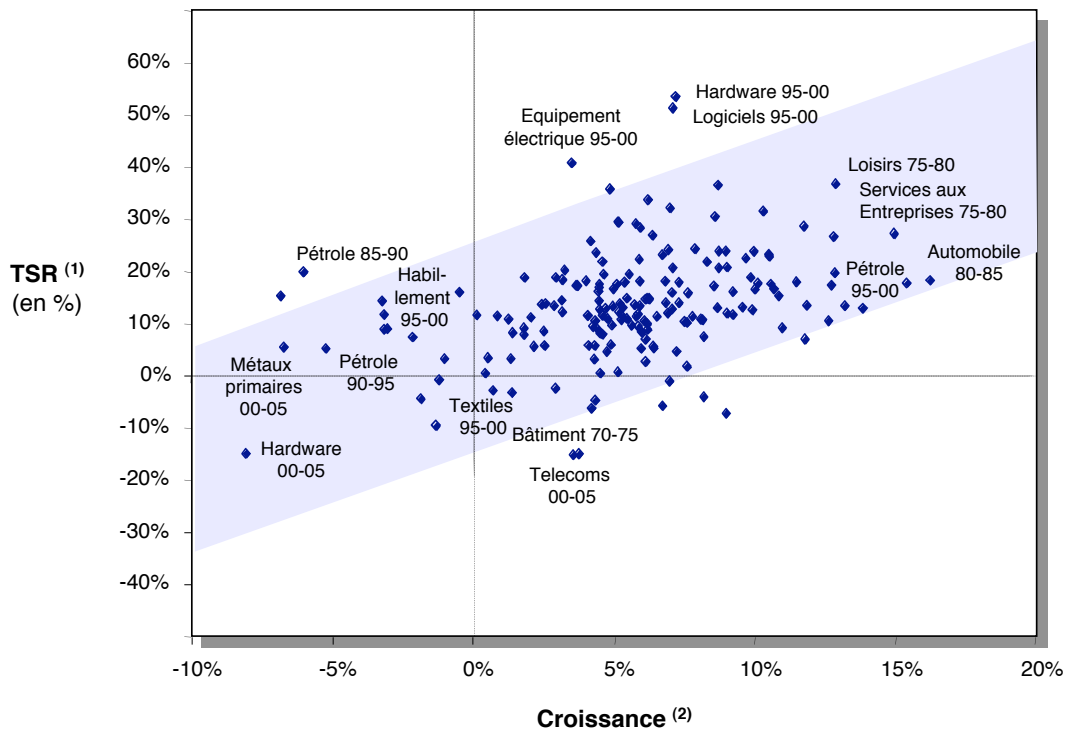
- Les métiers en forte croissance offrent en général (toutes choses égales par ailleurs), des rentabilités et des cash flows plus élevés, non seulement pour les leaders, mais

<sup>(1)</sup> Cet article est écrit comme suite aux demandes de nombreux lecteurs de l'article "Les vagues de valeur" de septembre 2006. Il détaille et complète le paragraphe "Tous les métiers ne se valent pas" de cet article. Le lecteur intéressé par le sujet pourra également se rapporter à l'article "Stratégie vs. économie" paru dans le colloque X-HEC-ENA de mars 2005.

- Tableau 2 -

**La croissance du secteur est un facteur déterminant de création de valeur**

**TSR et croissance de 40 secteurs nord-américains  
sur 11 périodes de 5 ans (1950-2005)**



(1) Total Shareholder Return : incluant la plus value sur titres, les distributions de dividendes, rachats d'actions, distributions d'actions gratuites, augmentations de capital, (avec hypothèse de dividendes réinvestis) ; TSR moyen sur 5 ans de chaque secteur au Etats Unis. Echantillon de 1 000 (en 1950) à 4 500 (en 2005) sociétés au total sur le NYSE, AMEX et NASDAQ ;  
(2) Croissance en TCAM du chiffre d'affaires du secteur sur 5 ans  
Source : CRSP Université de Chicago ; Bureau of Economic Analysis ; Analyses Estin & Co

pour l'ensemble des acteurs (demande forte, prix encore élevés, fragmentation concurrentielle, ...) ; pour les leaders, les cash flows nets de réinvestissements sont même souvent positifs et élevés malgré la croissance ;

- La croissance de ces résultats et cash flows crée mécaniquement de la valeur pour les acteurs dont la rentabilité est supérieure au coût du capital.

Une analyse de 4 000 entreprises nord-américaines sur 40 secteurs entre 1950 et 2005 montre que le rendement pour l'actionnaire (TSR) est directement lié à la croissance (cf. tableau 2).

**La structure concurrentielle**

Certains métiers sont "bien" structurés économiquement et concurrentiellement : fortes barrières à l'entrée, effets d'échelle significatifs, valeur forte au leadership, avantages technologiques exclusifs à certains acteurs, capacités à maintenir des prix élevés face aux clients.

Ces métiers se concentrent fortement au cours du temps et les leaders y ont des rentabilités structurelles élevées et pérennes.

D'autres métiers offrent moins de barrières à l'entrée ; les effets d'échelle sont très faibles au-delà d'une taille critique elle-même faible au regard du marché potentiel ; les innovations technologiques sont rapidement accessibles à tous les concurrents ; la marge est capturée par des clients dont le pouvoir de négociation est élevé.

Dans ces métiers, il n'y a pas de différences structurelles de marges entre les concurrents, il n'y a pas de valeur au leadership ; la rentabilité dépend fondamentalement des cycles offre demande courts ou longs.

## Quatre situations typiques

En fonction de ces deux composantes, il est possible distinguer quatre situations typiques (cf. tableau 3) :

- *Les métiers à forte valeur de la part de marché et en forte croissance :*

Il faut soit y investir fortement pour obtenir ou y maintenir un leadership fort en concentrant progressivement l'industrie, soit renoncer (en s'alliant, en se repositionnant sur des niches, en optimisant les liquidités, etc ...). Le pire est de continuer à y investir lourdement pour des positions simplement marginales.

Les équipements électriques, le luxe, les verres optiques, les biens de grande consommation dans les pays en forte croissance, ... sont des exemples typiques de ces métiers.

- *Les métiers à forte valeur de la part de marché et à faible croissance :*

Lorsque l'on est leader, il faut y optimiser les investissements et les marges (pas de surinvestissement, mais pas non plus de perte de positions concurrentielles). Lorsque l'on est marginal, il ne sert à rien d'investir, il faut sortir de façon optimale ou changer fondamentalement de modèle d'activité.

Certains des métiers précédents dans les géographies mûres sont dans cette situation. De nombreuses activités de service, où la part du marché locale est le facteur clé de rentabilité entrent également dans cette catégorie : maintenance et réparation d'équipements thermiques ou frigorifiques, métrologie, relevés de compteurs, etc ...

- *Les métiers à faible valeur de la part de marché et en forte croissance :*

On peut y investir de façon opportunistique, à condition de savoir en sortir à temps avant que la croissance diminue et que les marges se réduisent.

La gestion de l'investissement à travers les cycles offre demande courts et surtout longs y est critique, davantage que le développement de la part de marché (au-delà d'un seuil critique).

Ce sont souvent des activités liées à des géographies en forte croissance (Asie, Europe de l'Est, etc.). Des métiers qui ailleurs présenteraient peu de potentiel de création de valeur bénéficient transitoirement d'une dynamique de délocalisation ou de la croissance forte du marché local : textile, certains équipements industriels, etc .... Ce sont également des grandes industries cycliques pendant la phase montante du cycle (transport aérien, certains matériaux de construction, papier, énergie, ...).

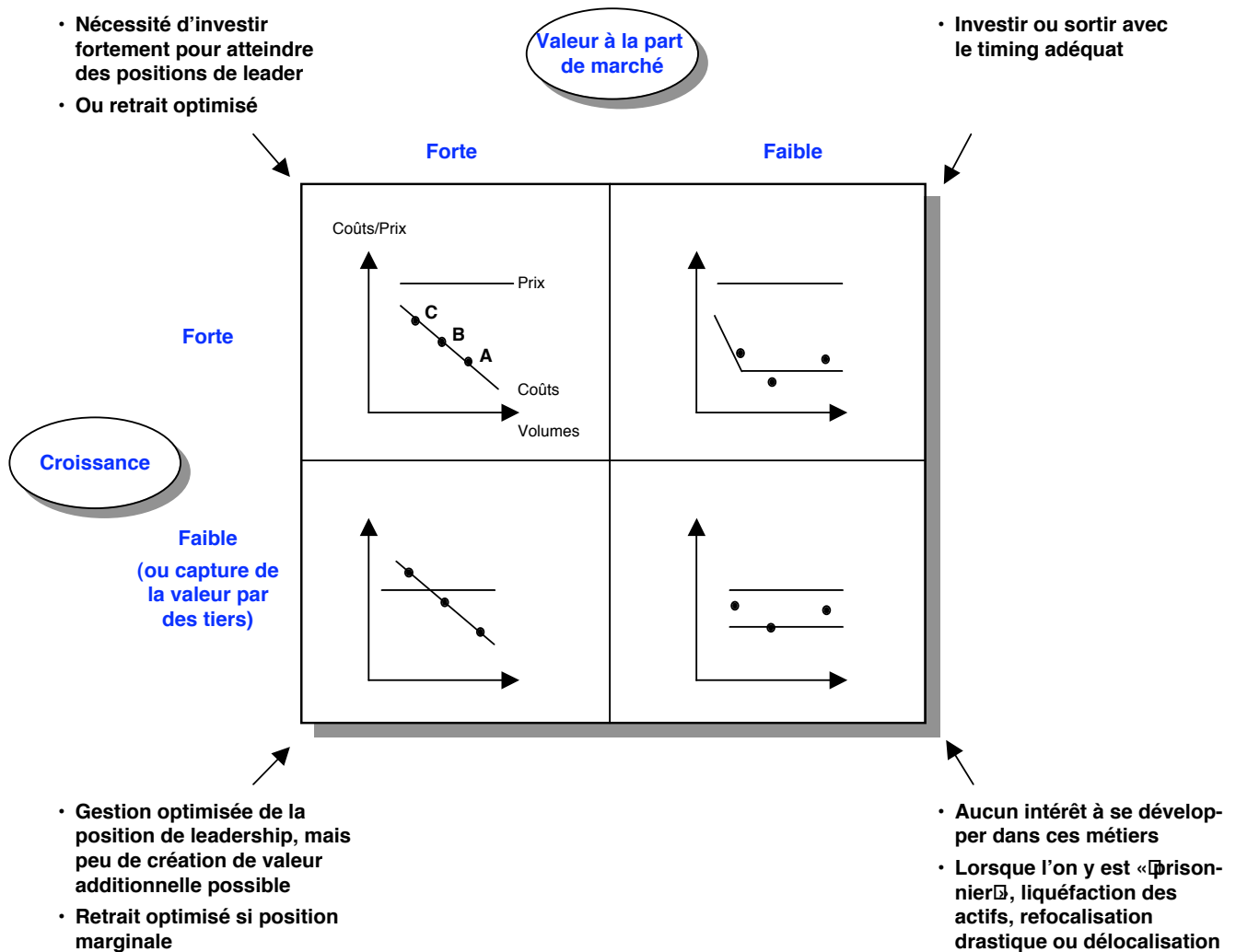
- *Les métiers à faible valeur de la part de marché et en faible croissance :*

Il ne faut jamais y être.

Lorsque l'on hérite de cette situation et que l'on y est "prisonnier" (car les coûts de sortie y sont souvent élevés : coûts sociaux, coûts environnementaux), il faut optimiser : liquéfaction des actifs ; gestion des cycles et des investissements ; optimisation fine des mix de clientèles, produits et géographies à capacité donnée ; yield management ; délocalisation pour recapturer un avantage de coût lorsque cela est possible ; changements majeurs de modèle d'activité avec focalisation sur certaines niches. La part de marché n'y a pas de valeur au-delà de tailles critiques souvent faibles.

Le textile, l'habillement banal, la chimie hors niches, ... sont des exemples de tels métiers.

**- Tableau 3 -  
Quatre situations très différentes**



NB : Dans le tableau simplifié ci-dessus, chaque point correspond à un concurrent

### La dynamique

Tous les métiers évoluent au cours du temps, sur plus ou moins longue période. La croissance tend à diminuer, voire à disparaître (maturation des marchés, substitution des produits et des technologies, changements des attentes des clients, ...). Les avantages concurrentiels et les barrières d'entrée tendent également à s'affaiblir, voire à disparaître. Des métiers très attractifs à leur origine, et des positions concurrentielles chèrement acquises, peuvent devenir peu créateurs de valeur cinq, dix, ou quinze ans plus tard.

Il faut anticiper et gérer ces évolutions.

### Quelles implications ?

Ces situations et dynamiques stratégiques sont bien connues. Elles se vérifient au cours du temps dans la plupart des industries, à des niveaux de segmentation bien évidemment plus fins que les quelques exemples illustratifs mentionnés dans les tableaux ci-joints. Elles sont également vérifiées par les statistiques financières sur longue période : les métiers "bien"

structurés et en croissance rapportent plus à leurs actionnaires, y compris après prise en compte du coût du capital, que les métiers "mal" structurés, en stagnation, ou soumis à des ruptures ou substitutions fortes de leurs composantes fondamentales (cf. tableau 1).

Ceci ne veut pas dire que les stratégies par métiers ou la gestion opérationnelle n'ont pas d'importance. Dans tous les métiers, y compris les plus difficiles, on trouve au moins une entreprise profitable, de façon pérenne ou transitoire. Mais la dynamique économique et concurrentielle décrite ci-dessus contraint fortement la nature et le résultat de ces stratégies, ainsi que le nombre de concurrents pouvant être rentables (et en cash flow net positif) sur longue période. Cette dynamique l'emporte sur le talent des managements, leur inventivité stratégique ou tactique, et les miracles opérationnels qu'ils sont capables d'effectuer au jour le jour.

Le choix des métiers est donc aussi important que la bonne ou mauvaise stratégie que l'on mène au sein de chacun d'entre eux ou que la qualité de gestion opérationnelle que l'on peut y développer.

Pour une équipe de direction au sein d'un métier, avec peu de possibilités de diversification et de réallocation des ressources, cette question est peu pertinente. Pour un grand groupe avec de multiples possibilités d'allocations de ressources, cet enjeu est critique.

Pour ces grands groupes, le choix des métiers, les réallocations de ressources fortes entre ceux-ci, le développement de nouveaux métiers au cours du temps, ou l'abandon de métiers historiques, sont des enjeux fondamentaux de création de valeur.

*Décembre 2006*

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