

Les vagues de valeur

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Au-delà des stratégies (bonnes ou mauvaises) menées dans chaque métier, la question pour les grands groupes (et les investisseurs) est de déterminer pourquoi et comment choisir un métier plutôt qu'un autre, s'il faut en avoir plusieurs ou être un "pure player", et à quel moment il faut se diversifier dans un nouveau métier parce que le portefeuille d'activités actuel n'offre plus suffisamment de potentiel de valorisation.

La vraie valeur ajoutée des groupes réside en fait dans la capacité d'anticiper et de répondre à ces questions plus que dans la détermination de la stratégie de chacun des métiers qui les composent ou dans le simple contrôle financier et managérial de ces métiers.

Tous les métiers ne se valent pas

"Donnez-moi un bon management et je rendrai profitable n'importe quel métier". Cette assertion est bien sûr fautive et la suivante également : "Tous les métiers se valent, à condition d'y être leader avec de fortes positions concurrentielles".

La croissance de la demande, l'importance des barrières d'entrée, la structure concurrentielle plus ou moins attractive permettant *ou non* aux leaders d'obtenir de fortes rentabilités structurelles, le potentiel de différenciation entre concurrents ou la commoditisation croissante de l'industrie, la capture ou non de la valeur par les clients, ... rendent les différents métiers plus ou moins attractifs quant à leur potentiel de création de valeur, à management et stratégie adaptés.

Les analyses financières sur longue période par secteurs ou segments d'industries montrent que certaines activités ne créent pas de valeur pour leurs actionnaires (transport aérien, métallurgie, textiles en Europe ou aux Etats-Unis, ...) ou peu (utilities, chimie, ...), dans l'ensemble ou même pour les leaders, alors que d'autres, mieux structurées ou en forte croissance, sont plus attractives pour les acteurs y ayant bâti de fortes parts de marché ou des positions de niches défendables.

Pourquoi rester dans l'habillement ou les textiles de base plutôt qu'investir dans la mode et le luxe lorsque l'on est un groupe européen ? Pourquoi investir encore en France ou en Allemagne plutôt qu'en Chine lorsque l'on est dans les biens de grande consommation ? Pourquoi investir encore dans les télécommunications (hors niche) en Europe plutôt que dans le nucléaire lorsque l'on a des ressources financières importantes ?

La barrière de la compétence et du métier est réelle au niveau des équipes opérationnelles. Elle ne peut exister sur le plan stratégique et financier pour un grand groupe qui promet de la création de valeur à ses actionnaires.

La première valeur ajoutée d'un groupe est de déterminer les métiers dans lesquels il vaut la peine d'investir des ressources financières et managériales ou même simplement d'y demeurer, compte tenu de leur attractivité structurelle.

Il n'y a rien de pire que les situations où, sur dix ou vingt ans, des bonnes équipes de dirigeants déploient des efforts de restructuration opérationnelle, de refocalisation stratégique, ou de consolidation de l'industrie par acquisitions successives, avec les moyens financiers et les enjeux humains associés, pour simplement et *au mieux* maintenir le cours de bourse, alors que leurs métiers sont structurellement déclinant, ou en voie de délocalisation, ou progressivement substitués par d'autres services ou technologies, Ils courent à perdre haleine dans le mauvais sens, sur des tapis roulant de plus en plus rapidement.

Il n'y a pas de métier créateur de valeur à long terme

De plus, les métiers attractifs ne le sont pas éternellement. L'analyse des performances des grands groupes et des secteurs d'activité depuis 1950 aux Etats-Unis et en Europe montre qu'à long terme (au-delà de 10 à 20 ans), et dans une même géographie, il n'y a pas de métier créateur de valeur, même pour un leader (cf tableaux 1 et 2) (sauf pour quelques exceptions brillantes).

- Tableau 1 -

Etat-Unis - 1950 - 2005

Secteurs **sur** performant de façon significative
la moyenne du marché financier
(échantillon non exhaustif)

	<u>Années 50</u>	<u>Années 60</u>	<u>Années 70</u>	<u>Années 80</u>	<u>Années 90</u>	<u>Années 2000</u>
	Métallurgie	Mines	Pétrole	Telecoms	Puces	Pétrole
	Aéronautique	BTP	Mines	Pharmacie	Informatique	Mines
	Eq. Electrique	Informatique	Aéronautique	Alimentaire	Eq. Electrique	Aéronautique
	Informatique	Habillement	Défense	Grande distribution	Logiciels	Défense
	Automobile	Equipement des ménages	Biens d'équipement	Edition	Telecoms	Biens d'équipement
	Pharmacie	Edition	Construction navale		Banque	Construction navale
	Hôtellerie					Transport
	Edition					Mode/luxe
						Banque
Ecart par secteur par rapport au TSR moyen du marché	+2 à +10%	+2 à +8%	+2 à +10%	+2 à +10%	+2 à +20%	+2 à +37%

Secteurs **sous** performant de façon significative
la moyenne du marché financier

	<u>Années 50</u>	<u>Années 60</u>	<u>Années 70</u>	<u>Années 80</u>	<u>Années 90</u>	<u>Années 2000</u>
	Mines	Métallurgie	Chimie	Mines	Pétrole	Métallurgie
	Utilities	Chimie	Utilities	Métallurgie	Chimie	Puces
	Transport	Utilities	Informatique	Puces	Métallurgie	Informatique
	BTP	Telecoms	Equipement des ménages	Informatique	Utilities	Logiciels
	Alimentaire	Assurance	Grande distribution	BTP	Transport	Telecoms
	Textile			Biens d'équipements	BTP	
	Assurances			Construction navale	Biens d'équipement	
				Aéronautique	Construction navale	
					Automobile	
					Alimentaire	
					Habillement	
					Textile	
					Hôtellerie	
Ecart par secteur par rapport au TSR moyen du marché	-2 à -7%	-2 à -7%	-2 à -6%	-2 à -15%	-2 à -10%	-2 à -16%

Note : Echantillon de 1000 (1950) à 4500 (2005) sociétés sur le NYSE, l'AMEX et le NASDAQ ; sur ou sous performance définie comme deux points au minimum en plus ou en moins du TSR annuel composé de la moyenne du marché sur la période ; TSR incluant la plus-value sur titres, les distributions de dividendes, rachats d'actions, distributions d'actions gratuites, augmentations de capital (hypothèse de dividendes réinvestis) ; le TSR moyen de chaque secteur est comparé dans chaque période au TSR moyen des marchés financiers de la période

Source : Bloomberg, Rapports annuels, Université de Chicago, Analyses Estin & Co

Le problème n'est pas seulement celui des industries cycliques (mines, chimie, BTP, métallurgie, ...). C'est celui des grandes vagues de valeur créées par le développement de nouveaux métiers, technologies, formes de distribution, marchés géographiques, et l'inévitable saturation à long terme de la demande dans ces domaines, géographie par géographie, ou la substitution de certains modèles d'activités, par d'autres, plus performants.

Le secteur de la construction automobile aux Etats-Unis était très attractif dans les années 50 et 60. Depuis 1970, il a un TSR¹ régulièrement et significativement inférieur à la moyenne des marchés financiers. Au sein de ce secteur, même le leader mondial General Motors a un TSR inférieur à la moyenne des marchés financiers depuis la deuxième partie des années 80, compte tenu de son modèle d'activités et de sa focalisation géographique. La valeur est passée à d'autres modèles d'activités et d'autres zones géographiques (cf Toyota, tableau 2, et demain les constructeurs chinois ?).

La force des avantages concurrentiels, les possibilités de différenciation et de premium de prix, l'exclusivité des produits ou des technologies, ... se réduisent en effet toujours à long terme face à la maturation de la demande, à la diffusion des technologies, à l'émergence de nouvelles forces de concurrence plus adaptées, à l'accroissement excessif des capacités de production, à la puissance de la grande distribution ou des grands clients, à la montée en puissance des pays à bas coûts de facteurs, ou à la mise en place de nouvelles réglementations.

Les cycles financiers peuvent dissimuler pendant un temps ce phénomène. La plupart des grands groupes et des secteurs d'activités ont eu des TSR très élevés en absolu dans les années 80 et 90, grâce à la baisse lourde des taux d'intérêt. Après correction de ce phénomène, nombre d'entre eux auraient eu des TSR médiocres sur cette période déjà caractérisée par la montée en puissance rapide de l'Asie et les surcapacités croissantes en Europe et aux Etats-Unis dans plusieurs industries.

Les groupes qui cherchent à maximiser leur valeur pour leurs actionnaires sont donc nécessairement conduits à constamment réallouer leurs ressources dans de nouveaux métiers, segments d'activités, technologies, géographies, ... à moyen et long terme, ou à se dissoudre (volontairement ou non).

Il faut donc savoir sortir des activités mûres lorsqu'elles sont à leur pic de valeur pour le groupe, compte tenu de son mode de gestion (les fonds d'investissements sauront les reprendre et créer de la valeur avec de l'efficacité managériale et des leviers financiers supplémentaires dans ces activités), ou éviter soigneusement d'y surinvestir en utilisant leurs cash flows nets pour financer d'autres activités à fort potentiel.

Il faut en même temps savoir identifier à temps les nouvelles vagues de valeur, où les compétences du groupe, ses moyens financiers, et sa stratégie originale lui donneront un levier pour y réussir potentiellement mieux que d'autres concurrents et y investir alors fortement.

Il y a un moment où la gestion du portefeuille d'activités existant, avec sa dynamique structurelle, n'est plus suffisante pour créer de la valeur.

Les groupes qui prospèrent à long terme peuvent donc difficilement s'identifier à un métier, un modèle d'activité, ou une géographie uniques, définis de façon étroite. Ils sont nécessairement diversifiés, les anciens métiers ou géographies coexistant avec et finançant les nouveaux.

Le fait que la valeur se déplace par vagues à travers les métiers, les segments de ceux-ci, ou les géographies, explique et justifie ainsi l'existence des groupes diversifiés.

Le développement significatif dans de nouvelles géographies en forte croissance (Chine) pour contrebalancer la stagnation inéluctable de la valeur dans les activités de grande consommation en Europe (Carrefour, Danone, ...), ou la migration régulière sur longue

¹ TSR : Rendement total pour l'actionnaire de son investissement sur une période déterminée

période vers de nouveaux métiers à chaque fois plus attractifs que les anciens, par exemple du BTP à la télévision, de la télévision au téléphone mobile, et du téléphone mobile au nucléaire (Bouygues), sont des exemples des évolutions stratégiques nécessaires pour continuer à créer de la valeur au niveau d'un groupe.

La stratégie de déclinaison systématique par activités et par géographies de Procter & Gamble sur longue période est un modèle dans le genre (cf tableau 2).

- Tableau 2 -
Sur ou sous performance de
quelques grands groupes par rapport au marché
(TSR annuel du groupe moins TSR annuel moyen du marché)

	50-54	55-59	60-64	65-69	70-74	75-79	80-84	85-89	90-94	95-99	00-04
GM	10,9%	1,8%	8,2%	-8,3%	-5,4%	2,1%	1,1%	-10,0%	-5,4%	-7,0%	-6,4%
Toyota	-	-	-	-	-	-	-	+17,0%	+0,7%	+19,7%	-2,5%
IBM	0,2%	24,6%	2,6%	16,7%	-4,8%	-4,8%	4,2%	-21,0%	-10,2%	16,3%	-0,1%
Pan Am Corp.	1,8%	-6,8%	14,8%	-9,7%	-25,6%	6,7%	-20,1%	-29,9%	-	-	-
Delta Air Lines	-	-	37,4%	18,8%	4,4%	-9,7%	5,3%	-7,3%	-13,8%	-12,5%	-30,3%
Accor	-	-	-	10,5%	58,7%	-30,3%	8,8%	8,6%	-3,9%	-2,3%	0,2%
Exxon Mobil	13,0%	-4,2%	7,8%	-9,7%	10,8%	0,6%	5,4%	4,6%	-0,2%	-2,0%	8,5%
Air Liquide	-	-	-	-6,2%	10,3%	19,6%	8,3%	-8,0%	11,1%	-12,4%	9,7%
Dupont de Nemours	6,0%	-1,5%	0,5%	-19,5%	5,2%	-6,9%	-4,2%	5,8%	1,3%	-5,7%	-1,6%
Pfizer	-0,9%	9,6%	0,8%	11,3%	4,9%	-10,7%	5,5%	-5,1%	11,3%	12,7%	-1,2%
Coca-Cola	-25,0%	-4,1%	16,5%	13,8%	-2,8%	-8,3%	4,4%	15,2%	14,5%	-8,4%	-3,8%
Procter&Gamble	-5,3%	2,3%	4,9%	1,9%	14,5%	-16,7%	-0,7%	5,0%	5,5%	3,4%	3,3%
L'Oréal	-	-	-	28,0%	2,8%	-5,8%	22,2%	-1,7%	24,0%	12,4%	-0,9%
Carrefour	-	-	-	-	29,5%	5,8%	9,7%	7,8%	23,8%	10,7%	-11,2%
Wal Mart	-	-	-	-	-	32,2%	40,2%	18,0%	5,0%	19,1%	-3,6%
LVMH	-	-	-	-	-	-	29,1%	10,3%	2,8%	5,2%	-2,1%
Alcatel	-	-	-	-0,2%	4,7%	2,2%	-	-	1,5%	1,8%	-18,3%
Intel	-	-	-	-	-	34,8%	-4,5%	-6,1%	21,0%	32,4%	-9,3%
Microsoft	-	-	-	-	-	-	-	-	35,4%	45,2%	-11,3%
Dell	-	-	-	-	-	-	-	-	52,9%	112,7%	-2,7%
Verizon	-	-	-	-	-	-	-	10,4%	-6,4%	-2,8%	-3,8%
Vodafone	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2%	34,9%	-10,9%
Telefonica	-	-	-	-	-	-	-	-	17,0%	23,7%	-5,0%
TSR moyen des marchés nord-américains	21,8%	14,7%	10,1%	7,0%	-4,0%	17,9%	15,0%	19,1%	9,2%	27,3%	-1,1%

Note : TSR annuel composé sur la période incluant la plus-value sur titres, les distributions de dividendes, rachats d'actions, distributions d'actions gratuites, augmentations de capital (hypothèse de dividendes réinvestis). Les TSR des sociétés américaines sont comparés aux TSR des marchés financiers nord-américains. Les TSR des sociétés européennes ou japonaises sont comparés aux TSR de leurs marchés respectifs

Source : Bloomberg, Rapports annuels, Université de Chicago, Analyses Estin & Co

Quitter un métier qui a fondé le succès d'un groupe sur une génération, ou même sans le quitter, migrer de façon significative vers de nouveaux métiers, n'est jamais facile. Les révolutions culturelles sont les conditions nécessaires aux évolutions stratégiques.

La valeur des états-majors

Les grands groupes diversifiés doivent donc apporter une valeur supplémentaire à la somme des valeurs de chacun des métiers qui les composent. Sinon, il est difficile de justifier le coût des états-majors, des fonctions partagées, ou des coûts de contrôle et de coordination divers qui les caractérisent.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle nombre de holdings et de grands groupes diversifiés qui ajoutent peu de valeur par rapport à la gestion propre de chacun de leurs métiers subissent une décote significative (entre 15% et 30%).

Quelles valeurs un état-major peut-il ajouter ?

- La gestion active du portefeuille d'activités : allocation de ressources tranchées entre activités ou géographies ; retraits de certaines ; développements majeurs dans d'autres à fort potentiel ; utilisation des liquidités générées par les "vaches à lait" ou les cessions pour financer les développements stratégiques ;
- L'achat, la vente, la fusion, les swaps d'activités permettant de recomposer une ou plusieurs industries entre acteurs de façon à ce qu'elles soient plus logiquement structurées et fortement rentabilisées ;
- La diversification lourde, au-delà du portefeuille d'activités existant, lorsque nécessaire, pour soutenir la croissance et la valeur ;
- L'achat à faible prix et la revente systématique au plus haut après quelques années d'activités susceptibles d'être fortement restructurées opérationnellement et stratégiquement ;
- Le partage de compétences transverses (R&D, présence géographique, ...) difficilement soutenables financièrement par un seul métier ; l'apport de moyens financiers ou d'un coût du capital non disponibles pour une activité isolée de taille insuffisante ;
- Le levier financier extrême sur une activité à fort cash flow récurrent.

Un état-major qui ne fait pas de choix d'allocations de ressources fortes entre activités, ne fait pas tourner son portefeuille d'activités à court ou à long terme, ou ne prend pas de décision de diversification ou de recomposition d'industries, n'ajoute pas de valeur par rapport à la valeur propre de chacune de ses directions générales d'activités.

La direction générale d'un métier définira en effet a priori aussi bien que celle d'un groupe la stratégie optimale dans son activité (à moyens financiers donnés), et les marchés financiers valoriseront mieux un métier "stand alone" en bourse qu'au sein d'un groupe.

Les grands holdings diversifiés avec "actionnariat de référence de long terme" des années 70-80 ont d'ailleurs disparu (Générale de Belgique, ...) ou se sont reconvertis en fonds d'investissements (Paribas Affaires Industrielles, ...).

La proximité ou non des métiers au sein du portefeuille n'est pas l'enjeu déterminant de création de valeur, contrairement aux idées reçues (et sauf dans les cas de certaines compétences partagées). C'est la capacité à mettre en œuvre un mélange de compétences stratégiques, financières et managériales *d'une nature différente* à celles qui sont nécessaires à la gestion d'une seule branche d'activités.

La valeur ajoutée de l'état-major se mesure quantitativement. C'est d'une part l'importance de la décote ou de la surcote (plus rare et plus faible) par rapport à la valeur de chacun des métiers pris isolément. C'est d'autre part la croissance régulière et sur longue période (10 ans et plus) de la valeur.

Suivant le mix de compétences et de leviers privilégiés mis en œuvre parmi ceux décrits ci-dessus, les grands groupes diversifiés qui créent réellement de la valeur sur longue période relèvent de quelques modes de management très précis et en nombre limité.

Les modes de gestion des grands groupes diversifiés

ITT, General Electric, Hanson, Carlyle : autant de groupes diversifiés emblématiques qui ont marqué successivement une décennie, voire deux, depuis 1950, en offrant des TSR¹ doubles (et au-delà) de ceux de la moyenne des marchés financiers pendant une période longue (cf tableau 3).

- Tableau 3 -
Sur ou sous performance de quelques groupes diversifiés
1950 - 2005
(TSR annuel du groupe moins TSR annuel moyen du marché)

	50-54	55-59	60-64	65-69	70-74	75-79	80-84	85-89	90-94	95-99	00-04
ITT	8,0%	15,8%	1,3%	9,9%	-17,5%	1,3%	-3,7%	-1,4%	2,3%	-9,3%	22,9%
Hanson	-	-	-	-	-	2,8%	35,6%	9,6%	-2,7%	-7,2%	3,2%
General Electric	12,2%	5,1%	-8,6%	-8,0%	3,8%	-4,5%	7,9%	2,5%	3,7%	18,8%	-3,7%
Bouygues	-	-	-	-	18,4%	17,5%	33,3%	-14,4%	7,3%	33,2%	-5,2%
Wendel	-	-	-	2,4%	22,6%	-27,8%	24,1%	12,8%	0,7%	8,9%	11,2%
TSR moyen des marchés nord-américains	21,8%	14,7%	10,1%	7,0%	-4,0%	17,9%	15,0%	19,1%	9,2%	27,3%	-1,1%

Note : TSR annuel composé sur la période incluant la plus-value sur titres, les distributions de dividendes, rachats d'actions, distributions d'actions gratuites, augmentations de capital (hypothèse de dividendes réinvestis). Les TSR des sociétés américaines sont comparés aux TSR des marchés financiers nord-américains. Les TSR des sociétés européennes sont comparés aux TSR de leurs marchés respectifs

Source : Bloomberg, Rapports annuels, Université de Chicago, Analyses Estin & Co

Chacun de ces groupes s'est basé sur un modèle d'activité et de création de valeur très spécifique, répondant aux enjeux de la période économique considérée ainsi qu'à un mix d'activités donné, et en réaction aux limites structurelles des modèles de pure players, ou des autres conglomérats moins bien gérés de leur époque.

ITT (années 60 et 70) : diversification tous métiers et toutes géographies pour optimiser la croissance tout en réduisant le risque : pourquoi rester dans un seul métier alors que les réglementations anti-trust limitent les positions atteignables dans chaque métier aux États-Unis et que l'on possède un modèle de management supérieur aux autres (le contrôle financier) ?

Hanson (années 70 et 80) : création de valeur par rachat et démantèlement de conglomérats mal gérés dans des activités de base sans croissance ; restructurations opérationnelles et stratégiques ; liquéfaction des actifs et recentrage sur des cœurs de métiers rentabilisés à forts

¹ TSR : Rendement total pour l'actionnaire de son investissement sur une période déterminée

cash flows nets ; revente au plus haut après quelques années : pourquoi ne pas appliquer systématiquement une même recette de restructuration très efficace à toutes les situations similaires ?

General Electric (années 80 et 90) : développement de leaderships internationaux dans chaque métier ou retrait total, avec allocation optimisée des ressources au sein du portefeuille d'activités : pourquoi rester dans un seul métier alors que l'on possède un modèle de gestion stratégique qui permet d'allouer les ressources rationnellement pour croître tout en développant des positions compétitives et rentables, et ce de façon récurrente (la gestion stratégique du portefeuille d'activités) ?

Carlyle (années 90 et 2000) : achat et revente systématique d'entreprises à fort cash flows nets récurrents avec application de leviers financiers et opérationnels maximum : quelle est la limite du modèle de LBO dans des environnements de taux d'intérêt faibles ? (Les grands fonds d'investissements sont les conglomérats d'aujourd'hui. Ils contrôlent des ensembles d'entreprises dont la totalité du chiffre d'affaires, des effectifs ou des capitaux engagés peuvent atteindre le tiers de ceux de General Electric. La vague de recentrage très forte de la fin des années 90 et du début des années 2000 a paradoxalement alimenté la croissance de cette nouvelle forme de groupes très diversifiés.)

Il existe ainsi quelques modes de gestion des grands groupes diversifiés, chacun correspondant à un mix d'activités et de compétences, à un type de valeur que l'actionnaire souhaite créer, voire à une période économique donnée.

Le premier est devenu aujourd'hui obsolète, ne créant plus suffisamment de valeur. Les trois autres fonctionnent toujours parfaitement lorsqu'ils sont menés au bout de leur logique.

Le troisième constitue aujourd'hui toujours le modèle de gestion classique des grands groupes industriels, avec plus ou moins de succès suivant que des choix forts sont ou non effectués entre activités.

Le deuxième et le quatrième sont limités à des activités en croissance faible ou modérée, sans risques de ruptures forts et à besoins de réinvestissement limités. Le deuxième modèle extrait le cash des actifs alors que le quatrième le leverage. Ces deux derniers modèles challengent fortement le troisième par la rotation rapide des activités au sein du portefeuille : pourquoi en effet rester éternellement dans certains métiers lorsqu'on y a maximisé la valeur ?

Tout groupe diversifié aujourd'hui doit se rapprocher dans sa gestion de l'un de ces trois derniers modèles emblématiques, ou d'une combinaison de ceux-ci, s'il veut créer de la valeur pour ses actionnaires.

L'enjeu

Le problème est simple. Néanmoins, l'éternel retour des conglomérats, successivement valorisés et décriés, entrecoupé ou accompagné de périodes de développement de pure players plus ou moins longues, montre que peu de groupes trouvent les bonnes solutions ou savent renouveler celles-ci dans le temps.

Pour les grands groupes, la création de valeur nécessite de prendre les vagues par métiers, segments, géographies, leviers de gestion, C'est une guerre de mouvement.

A l'inverse, dans chaque métier, la force d'une stratégie réussie est d'être appliquée jusqu'au bout, partout, avec persistance, pendant une période donnée (la plus longue possible), avec une grande cohésion et motivation des équipes, tout en sachant qu'à long terme sa valeur diminue fortement ou disparaît.

Il faut réussir à concilier les deux.