

Cinq sources de création de valeur (et quelques benchmarks)

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Il y a cinq véritables sources de création de valeur.

La croissance (profitable)

Accélérer fortement la croissance d'un groupe. C'est une des plus grandes sources de création de valeur. Un groupe qui croît à 3% par an avec une rentabilité sur fonds propres de 15% a certes une valeur de marché supérieure à ses fonds propres (environ 2,3 fois) mais il ne rapporte que son coût du capital à l'actionnaire (prenons par exemple 8%).

Une stratégie permettant de remettre le groupe sur une croissance à 10% par an (avec la même rentabilité) augmente la valeur de marché à environ 3,0 fois les fonds propres. Cette valeur continue à augmenter ensuite en vitesse de croisière à 10% par an (toutes choses égales par ailleurs). Le TSR¹ pour l'actionnaire est de 17% par an pendant l'accélération (faisons l'hypothèse qu'elle prend 5 ans) et ensuite de 11% par an en vitesse de croisière. Une telle stratégie est un des enjeux majeurs des grands groupes occidentaux aujourd'hui englués dans des marchés sans croissance. Si au lieu d'atteindre une vitesse de croisière de 10% par an la société parvient à atteindre 15% par an, le TSR pour l'actionnaire sera de 26% par an pendant l'accélération et de 15% par an en vitesse de croisière.

La croissance longue. Une croissance longue et profitable (forte croissance des marchés sous-jacents sur longue durée, plus gains de parts de marché organiques pour concentrer l'industrie et acquérir ou maintenir un leadership rentable, ou déclinaison du même modèle d'activité pays après pays) est une autre source de création de valeur significative pour l'actionnaire. Dans une activité qui croît à 15% par an avec une rentabilité sur fonds propres de 15%, la valeur du marché s'établit à environ 4,4 fois la valeur comptable. Pour l'actionnaire qui entre à la valeur de marché, la rentabilité annuelle de son investissement est d'environ 15%.

L'acquisition d'une entreprise en forte croissance. C'est également, et même si le prix d'acquisition est élevé, une forte source de création de valeur. Une entreprise qui croît à 15% par an avec une rentabilité sur fonds propres de 15% vaut cher (environ 4,4 fois ses fonds propres). Mais si sa croissance et sa rentabilité se maintiennent, l'investissement effectué rapporte 15% par an. Pour l'actionnaire de la société qui acquiert, la rentabilité est paradoxalement identique à celle provenant d'une croissance organique (cf. ci-dessus).

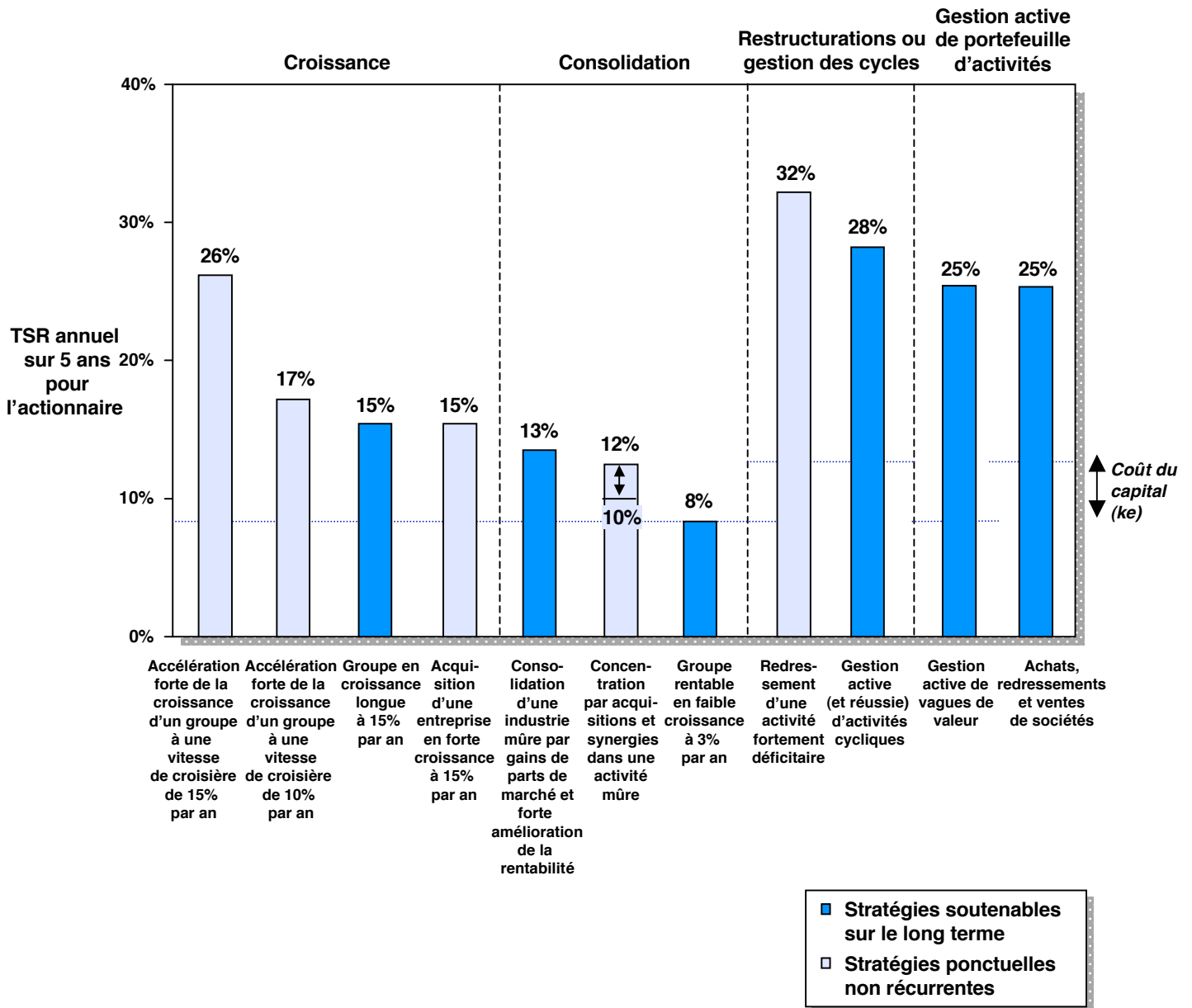
Mais le nombre et l'importance des acquisitions possibles sont limités. Les goodwills d'acquisition élevés peuvent en effet rapidement épuiser les cash-flows disponibles de l'entreprise (ou sa capacité d'endettement) alors qu'un modèle de croissance organique autofinancé est théoriquement sans fin (tant que le marché n'est pas saturé et - ou que sa concentration ne devient pas improductive ou inacceptable).

La consolidation et la réalisation de synergies

La consolidation d'une industrie mûre par gains de parts de marché organique. C'est une source de création de valeur plus aléatoire. S'il s'agit de consolider un marché en croissance

¹ TSR = Total Shareholder Return : rentabilité totale de l'actionnaire par rapport à son investissement à valeur de marché : dividendes, distribution d'actions gratuites, augmentation de la valeur du titre, ...

- Tableau 1 -
Création de valeur pour l'actionnaire par mode de création de valeur
(TSR annuels moyennisés sur 5 ans)
- Benchmarks typiques -



encore forte et peu concentré, on est ramené au cas précédent (cf. ci-dessus la croissance longue).

Si le marché est mûr, les gains sont souvent plus faibles. Les gains de coûts provenant des gains de part de marché et des effets d'échelle correspondants sont partiellement compensés par les investissements commerciaux, ou dans les produits, ou par les baisses de prix nécessaires pour réaliser ces gains de parts de marché. Plus on gagne des parts de marché et concentre le marché, plus le marché mûrit, et plus ces gains ont des rendements décroissants (les gains de coûts deviennent inférieurs aux baisses de prix nécessaires). L'amélioration des marges et la croissance par consolidation sont donc structurellement limitées dans le temps. Une entreprise qui améliore sa rentabilité de 15% à 20% sur dix ans et croît à 6% par an dans un marché qui croît à 3% aura une valeur de marché qui passera de 2,6 fois ses fonds propres à 3,8 fois ses fonds propres en 10 ans. Son actionnaire aura, tout le temps de cette période de consolidation, un TSR d'environ 13% par an.

La concentration par acquisitions. L'acquisition d'un concurrent et les rationalisations qui s'ensuivent peuvent rapporter typiquement 20 à 30% de gains nets des coûts de restructuration. Mais entre un tiers et la moitié de ces gains sont rétrocédés au vendeur en prime d'acquisition. Dans les industries où les clients ont un fort pouvoir de négociation, une autre partie du gain (quand ce n'est pas la totalité) est rétrocédée au client sous forme de baisses de prix.

Dans le cas le plus favorable (des synergies rapportant 20% du prix d'acquisition après tous les impacts négatifs), et si le marché croît faiblement, l'impact pour l'actionnaire est d'environ 6% en plus du coût du capital (si l'on raisonne sur une période de trois ans pour réaliser entièrement les bénéfices de l'acquisition). Le TSR pendant trois ans est de 14%. Au-delà, l'actionnaire reste avec la croissance faible de l'activité et un TSR égal au coût du capital. Il faut recommencer une nouvelle acquisition. Si les synergies nettes sont inférieures de moitié (10% de coût d'acquisition), le TSR annuel sur trois ans tombe à 11%.

Les redressements

Redresser une activité. C'est une forte source de création de valeur. Mais elle est limitée dans le temps. Une activité en faible croissance de 3% par an et avec une rentabilité sur fonds propres négative de -5% a une valeur de marché d'environ 0,5 fois ses fonds propres². Un redressement la menant de façon durable à une rentabilité de 10% augmente sa valeur de marché à 1,4 fois ses fonds propres. Si ce redressement est effectué en deux ans, le TSR pour l'actionnaire est de 77% par an sur ces deux ans. Après il redevient égal au coût du capital. Sur une période de 5 ans, le TSR annuel moyen est ramené à 32%.

Pour créer de la valeur à long terme avec une telle stratégie, il faut trouver des activités à restructurer de façon régulière et les revendre aussitôt après. Un holding comme Hanson a généré un TSR de 25% par an pendant 20 ans sur la période 1970-1990 avec une telle stratégie d'achat d'entreprises en pertes, de redressement et de revente après 3 à 5 ans.

La gestion d'actifs cycliques

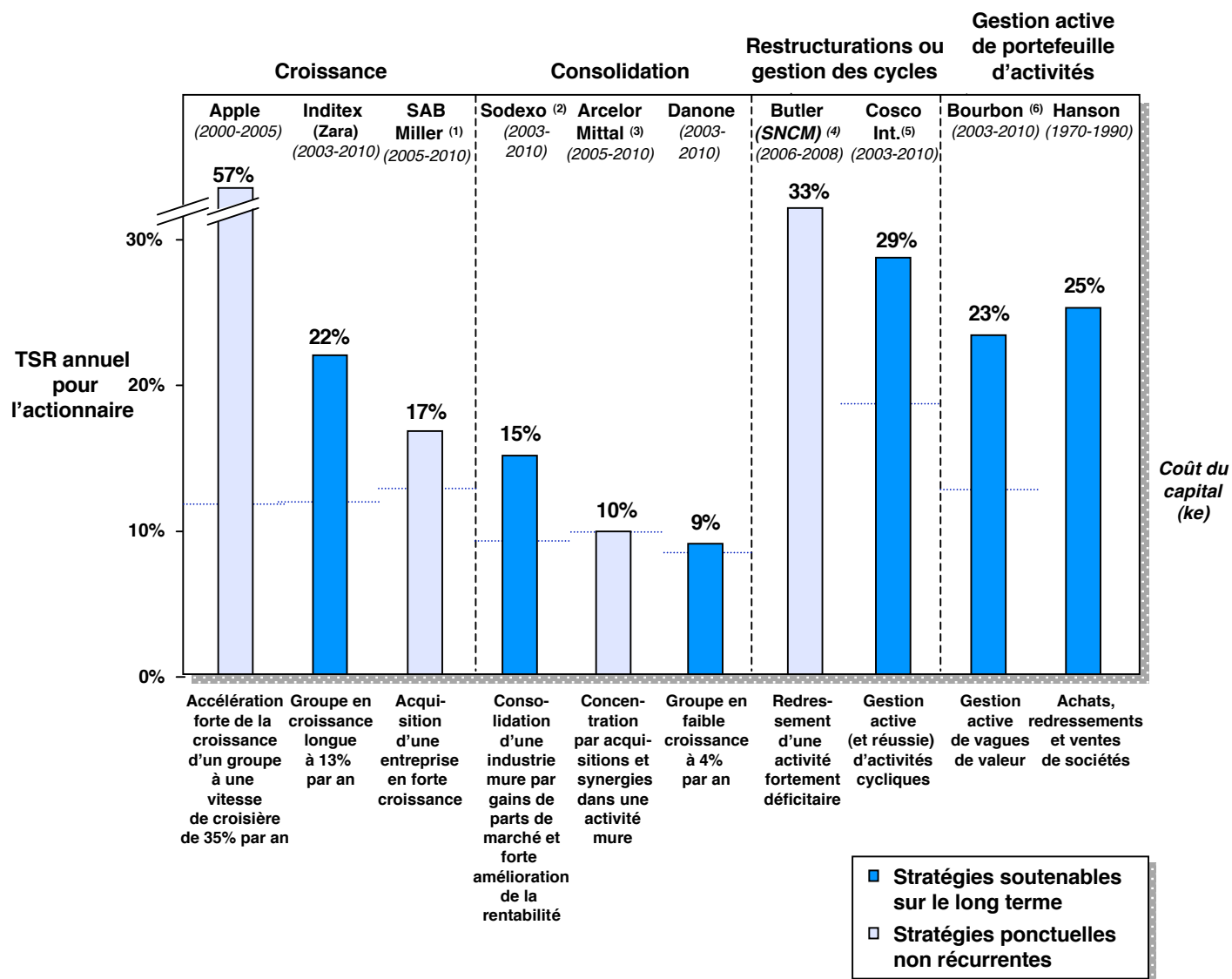
Gérer des activités cycliques en entrant et en sortant à contre cycle. C'est une stratégie fortement créatrice de valeur (et symétriquement destructrice si l'on se trompe dans les anticipations). Elle est difficile à déployer voire impossible pour des activités industrielles nécessitant une stratégie de long terme et où les actifs peuvent difficilement être détachés des opérations. Elle est possible dans des activités où les actifs sous-jacents sont plus modulaires et liquides (camions, containers, navires, hôtels, immeubles, stocks, ...). Dans une activité sans croissance structurelle et où des cycles de 7 ans font passer les rentabilités sur fonds propres de -10 à +40% (au sein du cycle), une gestion active d'une partie des actifs peut apporter un TSR moyen supplémentaire de 20% au-dessus du coût du capital, même si on sous-optimise d'un an à l'achat et à la vente.

² Si elle est indépendante et cotée, elle ne peut pas avoir de valeur négative.

- Tableau 2 -

Exemples d'entreprises par mode de création de valeur
(TSR annuels moyennisés)

- Benchmarks typiques -



Note : TSR calculé au 31/12 de chaque année

(1) Acquisition de plusieurs sociétés dans des pays en forte croissance sur la période 2005-2010 ; (2) Croissance à 4% dans un marché croissant à 3%, amélioration du ROE de 8 points sur la période de 7% en 2003 à 15% en 2010 ; (3) Acquisitions en Europe, aux Etats-Unis et en Amérique du Sud principalement, acquisition d'Arcelor en 2006, TSR d'un actionnaire de Mittal puis d'Arcelor-Mittal à partir de 2006 ; (4) TSR moyennisé sur 5 ans, acquisition en 2006 et revente en 2008 à Veolia ; (5) China Ocean Shipping Company, filiale spécialisée sur les activités de trading de bateaux, services dans le shipping ainsi que sur les investissements dans l'immobilier ; (6) Développement dans les services maritimes, puis dans l'offshore à la suite de la cession progressive des activités de distribution et d'agroalimentaire

Source: Bloomberg, rapports annuels, analyses et estimations Estin & Co

La gestion active du portefeuille d'activités

Gérer le portefeuille d'activités ou de géographies en le faisant évoluer dans le temps. Le propre de toutes les sources de création de valeur est qu'elles ont chacune une durée optimale : longue (15 à 20 ans ou plus) lorsqu'il s'agit par exemple de profiter de la croissance et de la consolidation nationale puis mondiale de grandes industries, moyenne, lorsqu'il s'agit d'utiliser ou de créer des vagues transitoires de croissance, de substitution, de modification des modèles d'activité, de ruptures technologiques ou d'avantages concurrentiels ou économiques (5 à 10 ans), courte (24 à 30 mois) lorsqu'il s'agit de restructurer des activités dans des métiers classiques. Au-delà de ces durées optimales, elles ne créent plus de valeur.

Des acteurs réellement focalisés sur la création de valeur gèrent par conséquent leur portefeuille d'activités de façon active et explicite en investissant dans de nouvelles activités ou en cédant d'autres activités plus anciennes en fonction de ces durées optimales. Ils se spécialisent sur un mode de création de valeur et en tirent les conséquences concernant la durée de détention de leurs investissements et non pas (ou pas seulement) sur un métier.

Bourbon pour la gestion de vagues de croissance et de consolidation sur 2000-2010 ou Hanson (cf. ci-dessus) pour l'achat, le redressement et la revente successives de sociétés sur la période 1970-1990 sont des exemples typiques de gestion active du portefeuille d'activités conduisant à des TSR moyens sur longue période de 25% par an (cf. tableau 2).

Ces cinq sources de création de valeur correspondent à des métiers, à des cycles de marchés, à des types de management et à des situations d'entreprises différentes.

Il y a néanmoins des choix importants à faire. Les grands groupes occidentaux ont souvent à choisir entre continuer à consolider leurs marchés dans les pays mûrs ou investir dans de nouvelles activités ou pays en forte croissance. Au-delà de toutes les spécificités propres à chaque situation, les différences structurelles entre des stratégies de croissance et des stratégies de consolidation dans des marchés mûrs sont fortes (cf. ci-dessus et tableaux 1 et 2).

La stratégie qui consomme aujourd'hui 50 à 80% des investissements des grands groupes occidentaux qui ont réussi dans les pays mûrs, à savoir la gestion des vaches à lait sans remise en cause forte du portefeuille d'activités ou de géographies, ne constitue pas une source de création de valeur pour l'actionnaire. Une activité sans croissance et avec une rentabilité sur fonds propres de 25% a certes une valeur de marché 4 fois supérieure à ses fonds propres. Elle génère le cash indispensable pour payer des dividendes, les intérêts de la dette ou financer d'autres activités en forte croissance. Mais pour l'actionnaire, cette valeur n'augmente plus et son TSR est égal au coût du capital.

La création de valeur résulte d'une allocation du temps de l'équipe de direction d'une entreprise et des choix effectués dans ce domaine. Le temps passé à gérer l'existant, aussi rentable soit-il, ne crée pas de valeur. Il la maintient simplement. Créer de la valeur nécessite de modifier profondément et régulièrement la trajectoire, la rentabilité ou le mix des activités ou bien de parvenir à monter et à rester dans des trains de croissance forte, longue et rentable.

A quoi allouez-vous votre temps ?

Septembre 2011

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, 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.