

Gagnants et perdants : les écarts se creusent

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Contrairement aux espoirs de certains, le monde économique et concurrentiel de demain sera comme celui d'avant, mais avec plus de contrastes et de rapidité dans ses évolutions. La crise sanitaire et économique a provoqué une forte accélération des grandes dynamiques de développement de certains métiers, technologies, modes d'accès au client, géographies... au détriment d'autres et en particulier de certains métiers et pays mûrs. Nous voyons aujourd'hui se dérouler en quelques mois des ruptures et des substitutions qui, dans d'autres périodes, auraient pris cinq à dix ans.

Les écarts se creusent

Cette accélération produit des écarts croissants entre gagnants et perdants. *Entre géographies* : la croissance économique actuellement prévue pour la Chine en 2020 est de 2% ; pour les USA, elle est de - 4% ; pour l'Europe, elle est de - 8%¹. *Entre secteurs* : le transport aérien a perdu 40% de son chiffre d'affaires au premier semestre 2020 ; le luxe, 25%² ; à l'inverse, le numérique a cru de 3% et la distribution online 25% au niveau mondial³. *Entre entreprises* : les distributeurs (hors distribution alimentaire) avec des concepts peu différenciés et restés concentrés sur la distribution physique dans les géographies mûres ont été fortement challengés ; aux Etats-Unis, les faillites de grands magasins et chaînes emblématiques se sont multipliées depuis le mois de mai : Brooks Brothers, J.C. Penney, Lord & Taylor, Neiman Marcus, J. Crew... Au contraire, Zalando, le spécialiste allemand de la vente de chaussures et de vêtements en ligne, devrait croître de près de 20% cette année⁴. Dans l'automobile, Tesla devrait croître d'environ 15% cette année alors que le reste du secteur va décroître de - 15%.

Pour beaucoup d'entreprises, les fonds propres auront considérablement diminué d'ici la fin de cette année. Le programme européen de 5 trilliards d'euros déversé dans l'économie⁵ mettra donc une part significative de celle-ci dans un gigantesque LBO dont la sortie sera difficile. Dans de nombreux secteurs, les EBITDA des deux prochaines années sont incertains. L'argent disponible risque d'être essentiellement en dettes et subventions remboursables. Les entreprises devront restaurer d'abord les marges et les cash flows pour rembourser une partie des dettes, puis restaurer les fonds propres, et enfin investir et croître, s'il en est encore temps. Nombre d'entre elles ne sortiront pas de ce cycle si une grande partie des dettes ne sont pas abandonnées.

Par ailleurs cette création monétaire ne peut que maintenir les taux bas. Dans la mesure où la consommation des ménages continue à subir des pressions déflationnistes (croissance des pays émergents dans les échanges internationaux, migrations de populations entre pays et secteurs

¹ Prévisions de l'OCDE du 16 septembre 2020. PIB réel (hors inflation).

² 1^{er} semestre 2020 vs. 1^{er} semestre 2019. Pour le luxe, sur la base de LVMH, Kering, Richemont et Hermes.

³ Estimation sur la base de 25 entreprises spécialistes du e-commerce.

⁴ Consensus des analystes au 18 septembre 2020 (à comparer à 24% p.a. en moyenne sur 2014-2019)

⁵ Estimations sur la base de l'Allemagne, du Royaume-Uni, de la France, de l'Italie, de l'Espagne et des programmes au niveau de l'Union Européenne, prenant en compte les engagements sans décaissement (garanties, moratoires...), les prêts et reports de paiement, les recapitalisations par l'Etat, les subventions et baisses de recettes fiscales. Les subventions et baisses de recettes fiscales (décaissements par l'Etat sans contrepartie) ne représentent que 25% du total (1,2 trilliard).

économiques accrues compte tenu des forts écarts de croissance entre ceux-ci, impacts des nouvelles technologies ou des nouveaux modèles d'activité...), l'essentiel de l'impact inflationniste porte sur les actifs (actifs financiers, immobilier) et les multiples boursiers augmentent (cf. tableau 1).

Les écarts de valorisation entre les entreprises vont donc croissants. Ils sont dus à la différenciation des multiples et non seulement des EBITDA. Ces multiples sont *inversement corrélés au coût du capital et donc aux taux d'intérêt, et fonction directe du taux de croissance* (d'autant plus que la rentabilité est forte) et de la rentabilité ⁶. Ils sont réalistes si l'on pense que les taux resteront bas (c'est peut-être vrai à court et moyen terme et certainement faux à long terme), que l'entreprise est un leader compétitif, rentable et résilient dans ses marchés, et que sa croissance à moyen et long terme est forte et soutenable.

Secteur par secteur et segment par segment, il y a souvent un leader qui remplit ces conditions (part de marchés, technologie, modèle d'activité, image...) alors que 60 à 80% des concurrents ont des rentabilités plus faibles, ou peinent à croître au même rythme, et n'offrent pas la même résilience sur le moyen terme. Il ne suffit donc plus de participer. Le contexte économique et les marchés financiers discriminent plus fortement les gagnants, peu nombreux, de la kyrielle des perdants, et ce parce *qu'en périodes de taux bas, les marchés financiers valorisent beaucoup plus les entreprises en forte croissance longue et rentable qu'en périodes de taux élevés*.

L'écart des multiples entre les secteurs et au sein d'un même secteur s'est accru depuis cinq voire dix ans (cf. tableaux 2 et 3). Dans les banques, le multiple moyen du secteur (PER ⁷) était de 10x en 2015, 11x en 2019. Il est de 8x en 2020. Mais pour les leaders de la fintech (Adyen, FIS, Square, Worldline), il était de 29x en 2015, 42x en 2019. Il est de 63x en 2020. Le même phénomène s'observe dans les autres secteurs (automobile, énergie, santé...) et, de façon générale, segment par segment.

La concentration en cours des industries n'est donc plus seulement stratégique. Elle est financière, avec la puissance et les marges de manœuvre que cela procure. Tesla représente aujourd'hui, 17 années après sa création, 15% de la capitalisation boursière mondiale de toute l'industrie automobile. Les 7 leaders américains et chinois du numérique (hors e-commerce) représentent 25% de la capitalisation totale du secteur. Les 3 leaders de l'e-commerce (Amazon, Alibaba et Meituan) représentent 50% de la capitalisation mondiale de toute la distribution - physique et on line - (hors luxe).

Les valorisations financières intègrent en effet non seulement la justesse (supposée) de la stratégie mais également la vitesse d'exécution de celle-ci

Quelles implications pour les entreprises ?

Pour les numéros deux ou trois se faisant distancer par un leader plus compétitif, ou plus agile, ou simplement plus ambitieux, il faut recoller au bon rythme de croissance et au bon niveau de rentabilité rapidement. La vitesse est critique dans la mesure où les écarts vont continuer à s'accroître à court et moyen terme.

Pour les leaders à fort multiple, la valeur financière donne des marges de manœuvre extraordinaires. Elle constitue à la fois une opportunité (transitoire ?) pour investir, acquérir des concurrents et concentrer son industrie, élargir son terrain de jeu, et continuer au même rythme, en croissance des résultats et de la valeur, pour encore de nombreuses années.

C'est aussi un risque. *Quand l'argent ne coûte rien, il est souvent investi de façon dilutive*. Les « visions stratégiques » et opportunités d'investissement et d'acquisitions doivent être d'autant plus fortement challengées et passées au crible d'analyses rationnelles.

⁶ Selon la formule de Gordon, à paramètres constants, $PER = 1 / RCP \times (RCP - G) / (K_e - G)$, où PER est le Price Earnings Ratio, RCP le retour sur capitaux propres, G la croissance et K_e le coût du capital des capitaux propres.

⁷ Price Earnings Ratio

Les décisions prises dans les prochains 18 mois seront critiques. Elles structureront le paysage économique et les structures concurrentielles pour les dix prochaines années.

Multiples et cash flows

Les multiples extraordinairement élevés ne dureront pas éternellement. Ils redescendront quand les taux d'intérêt remonteront, c'est à dire quand les flux d'épargne, d'une part, et les besoins d'investissement ou de consommation, d'autre part, s'inverseront, compte tenu des dynamiques démographiques ou de l'évolution de certains grands pays émergents dans leur cycle de développement.

Mais les positions concurrentielles et les flux de cash flows bâtis par les entreprises qui auront su intelligemment utiliser ces multiples entre temps demeureront.

Et ces entreprises ressortiront encore plus fortes lors de la prochaine crise, lorsque les taux remonteront et qu'il faudra payer à la fois le coût des dettes et celui des mauvais investissements.

Jean Estin

Septembre 2020

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich, New York 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.

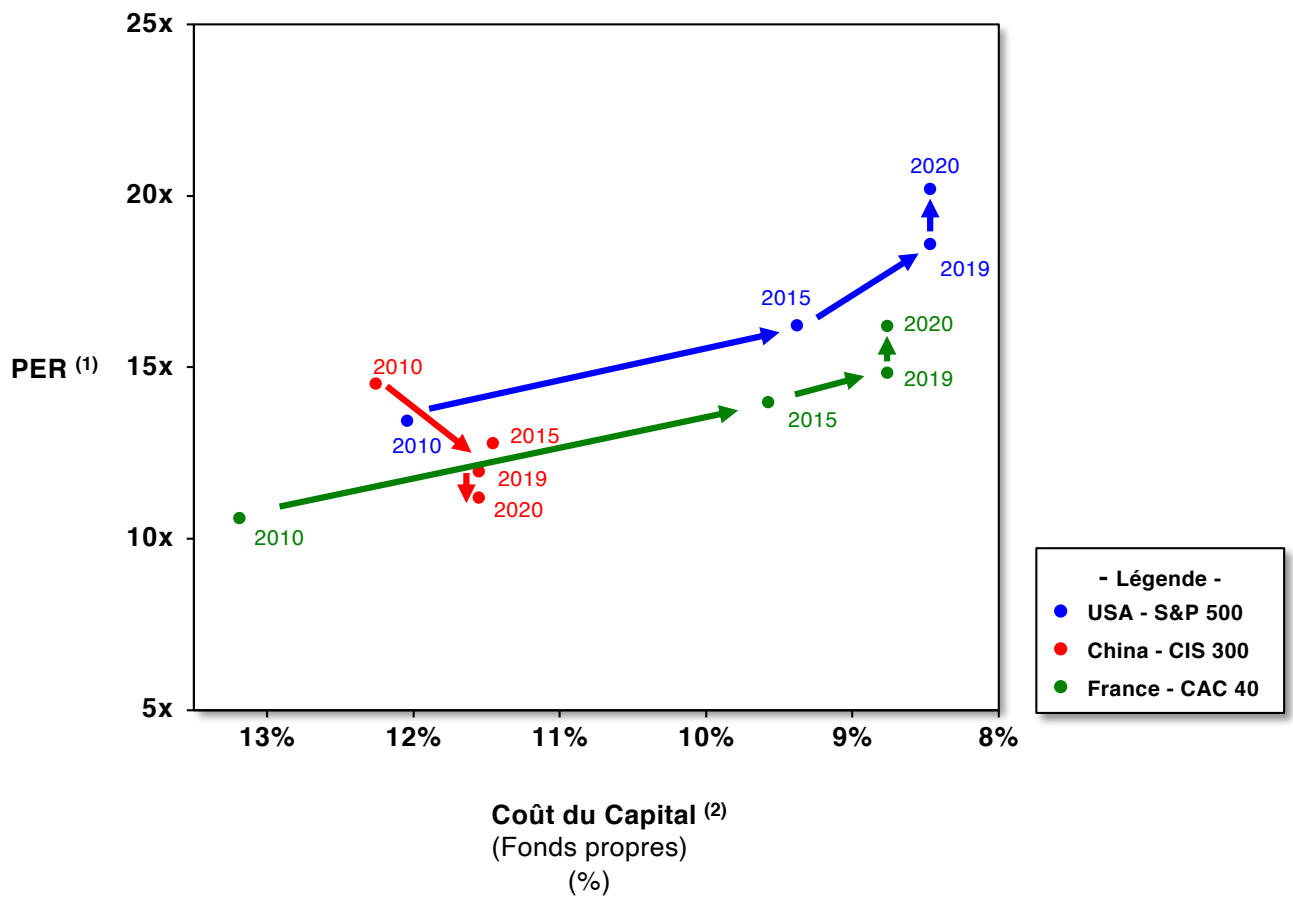
ESTIN & CO

PARIS - LONDRES - ZURICH - NEW YORK - SHANGHAI

3, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris

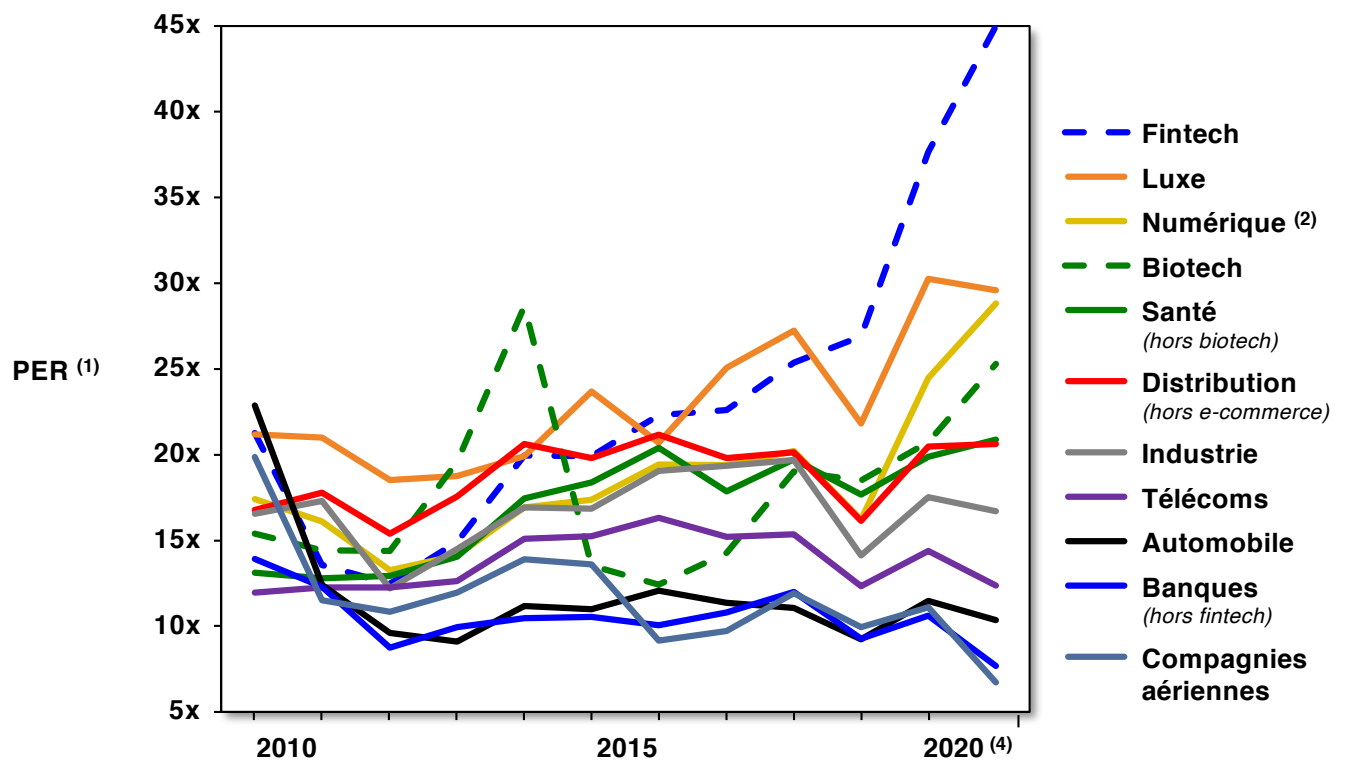
Tel. : +33 1 56 59 87 87 - Fax : +33 1 56 59 87 88 - E-Mail : estin@estin.com

- Tableau 1 -
Coût du capital et PER moyens 2010-2020 ⁽¹⁾
 Etats-Unis, France et Chine



(1) PER: Price Earnings Ratio « next twelve months » : capitalisation boursière du 31 / 12 / N divisée par le consensus des brokers du 31 / 12 / N pour le résultat net de l'année N+1 ; pour 2020, capitalisation boursière au 30 / 09 / 2020 divisée par le consensus des brokers pour l'année 2021 ; (2) Coût des fonds propres (K_e) estimé par Bloomberg sur le S&P 500 pour les Etats-Unis, le CSI 300 pour la Chine et le CAC 40 pour la France
 Sources : Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 2 -
Evolution des multiples boursiers (PER ⁽¹⁾) par secteur
 2009-2020 – Monde



(1) PER: Price Earnings Ratio ; (2) Software & hardware IT; hors Fintech, Télécoms, Media & e-commerce ;
 (4) Au 30/9/2020
 Sources : Refinitiv, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 3 -

Evolution des multiples boursiers (PER ⁽¹⁾) par secteur

2015-2020 – Monde

	Moyenne du secteur			Leaders de cœur de marché ou de niche			
	2015	2019	2020	2015	2019	2020	
Distribution et e-commerce	26	28	35	76	46	73	Amazon, Alibaba, Meituan (50% de la capitalisation boursière du secteur ⁽²⁾)
Numérique (hors e-commerce) ⁽³⁾	21	26	31	20	27	34	Apple, Facebook, Google, Microsoft, Baidu, Tencent, Xiaomi (25% de la capitalisation boursière du secteur)
Santé et biotech	20	20	21	32	32	38	Vertex, CSL, Thermo Fisher
Energie et renouvelables	15	15	11	24	21	44	Longi Green Energy, Tongwei, Vesta Wind System, Xinyi Solar
Automobile et composants	12	11	10	n.a.	> 100	> 100	Tesla (15% de la capitalisation boursière du secteur)
Banques et fintech	10	11	8	29	42	63	Adyen, FIS, Square, Worldline

(1) PER = Price Earnings Ratio ; (2) Leaders représentant > 90% de la capitalisation boursière du e-commerce mondial ;

(3) Software & Hardware IT ; hors fintech & télécoms & media & e-commerce

Sources : Refinitiv, analyses et estimations Estin & Co