



Université d'été
FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

PAVILLON DAUPHINE – PARIS 16^e

27 juin 2006

Les facteurs clés du succès des entreprises



Jean ESTIN



Les facteurs clés du succès des entreprises

par

ESTIN & CO

27 juin 2006

Quatre facteurs clés de création de valeur

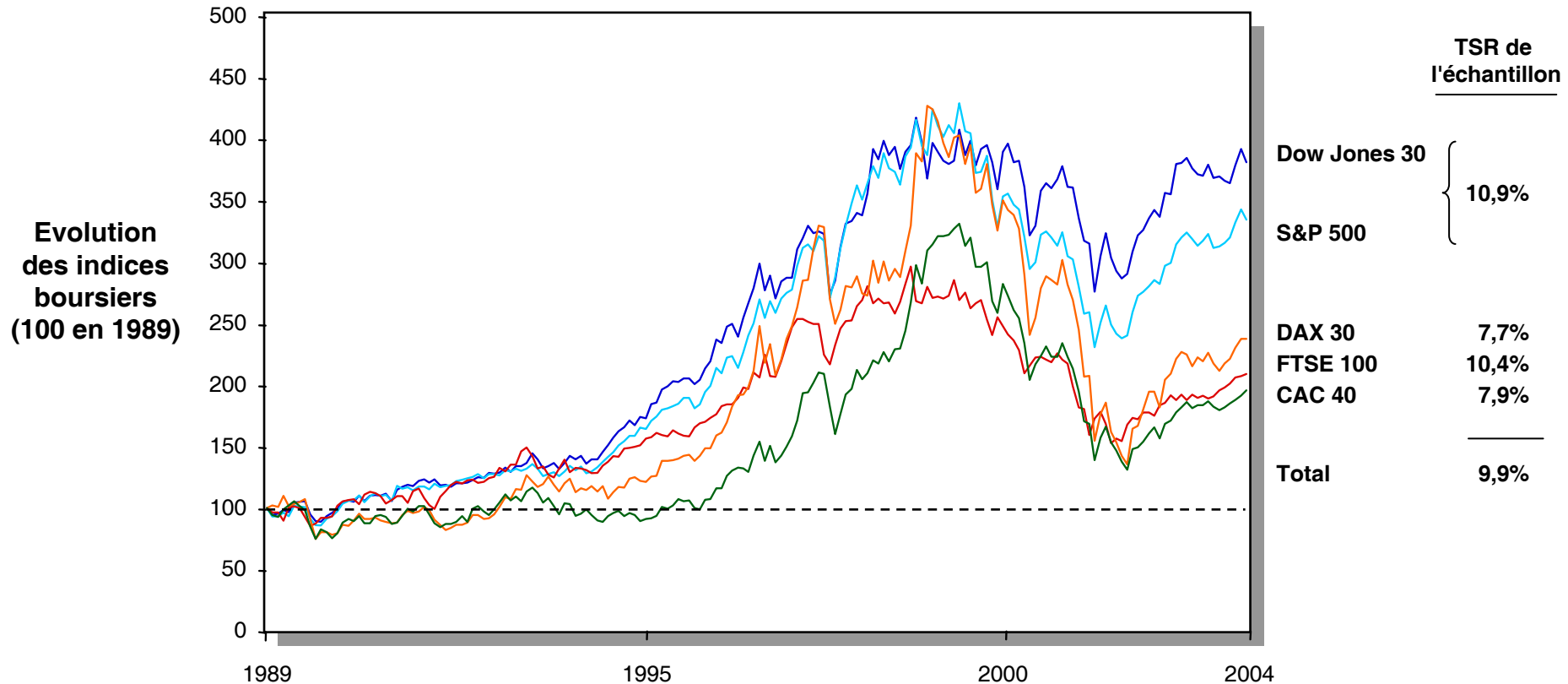
Agenda



- **Les cycles économiques**
- **La dynamique des industries**
- **La stratégie des entreprises**
- **La qualité du management**

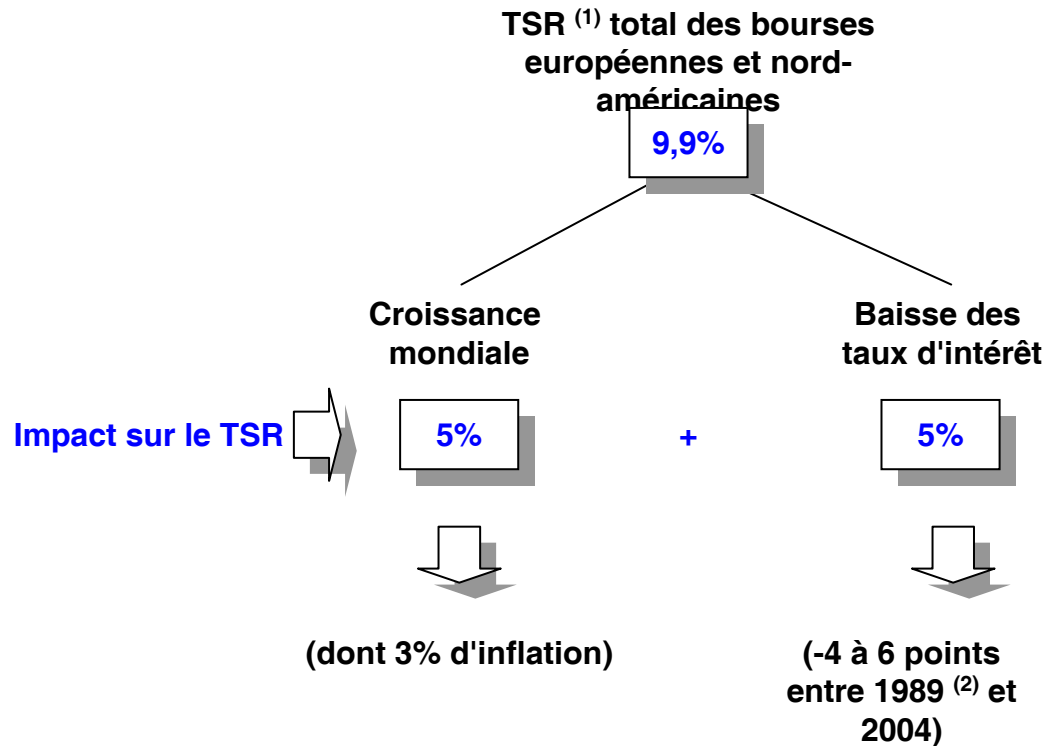
Sur 15 ans, les grandes bourses européennes et nord-américaines ont offert en moyenne un TSR de 9,9% par an à leurs actionnaires

1989 - 2004 - Echantillon de 220 grandes sociétés cotées



Source : Bloomberg, analyses Estin & Co sur un échantillon de 220 grandes sociétés cotées nord américaines et européennes ; TSR défini comme l'augmentation de la valeur des titres, plus les dividendes (réinvestis), plus les rachats d'actions, plus les distributions d'actions gratuites (réinvesties), moins les augmentations de capital

La croissance économique et la baisse des taux d'intérêt expliquent la totalité de la performance des marchés financiers sur les 15 dernières années (1989-2004)



(1) Total Shareholder Return

(2) Emprunts d'Etat à 10 ans

Source : Etude d'Estin & Co réalisée en Janvier 2005 portant sur un échantillon de 220 grandes sociétés sur les principales bourses nord américaines et européennes

Les facteurs clés du succès des entreprises 270606

Quatre facteurs clés de création de valeur

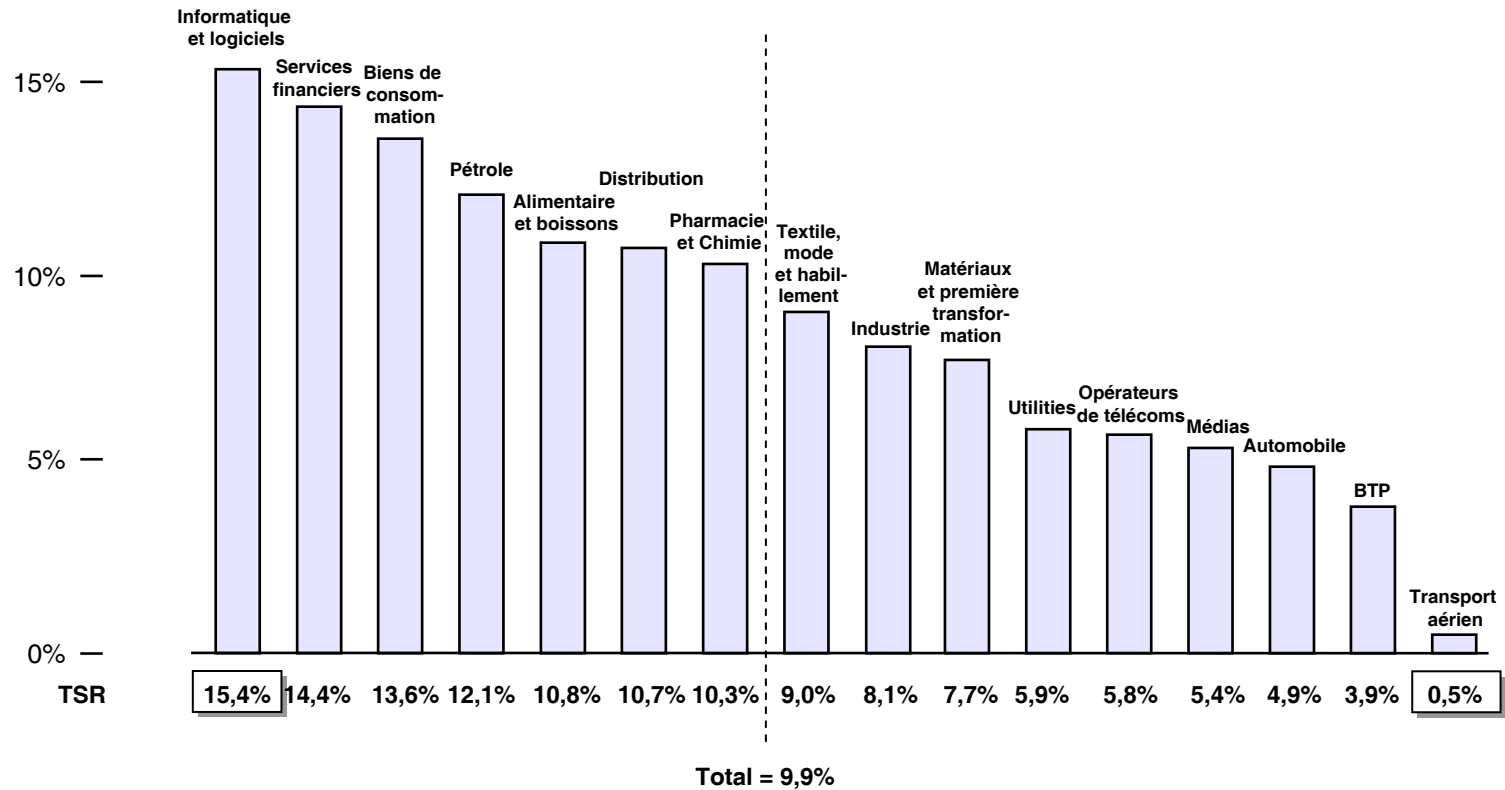
Agenda



- Les cycles économiques
- **La dynamique des industries**
- La stratégie des entreprises
- La qualité du management

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

TSR 1989-2004 - Echantillon de 220 grandes sociétés cotées



(1) Echantillon de 220 grandes entreprises européennes et nord-américaines ; plus values sur titres, distributions de dividendes (réinvestis), distributions d'actions gratuites (réinvesties) ; rentabilité annuelle composée (TSR)

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

Tendances lourdes

- Croissance
- Innovations
- ...

Capture de la valeur

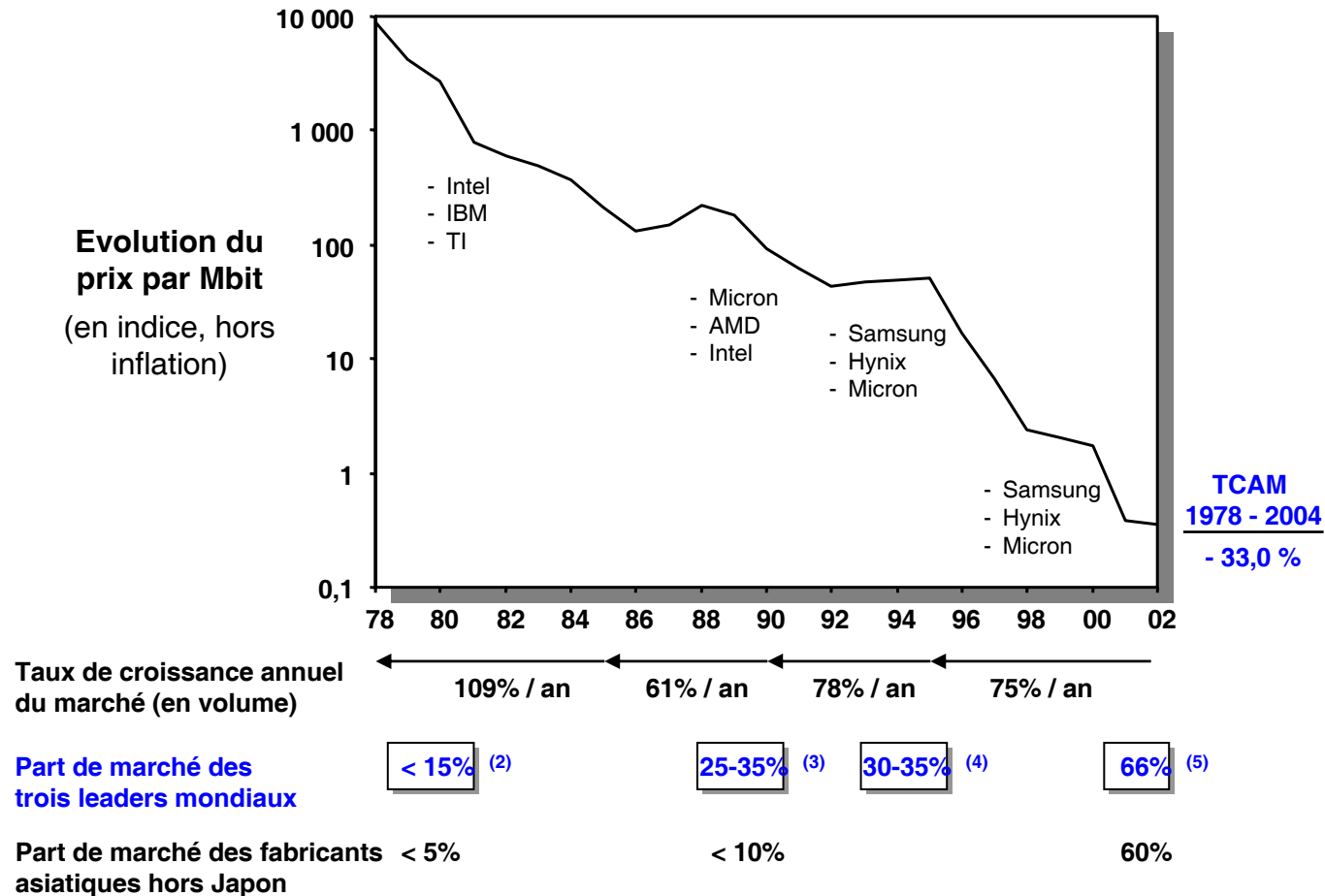
- Cycles offre-demande
- Dynamique des prix et des marges
- Délocalisations (textile, électronique, ...)
- Concentration aval (grande distribution, automobile, ...)
- ...

Structure de l'industrie

- Valeur à la part de marché
- Valeur aux stratégies de niche
- Commoditisation
- ...

Seuls les leaders survivent dans les industries où la valeur de la part de marché est forte

Evolution des prix dans les mémoires RAM

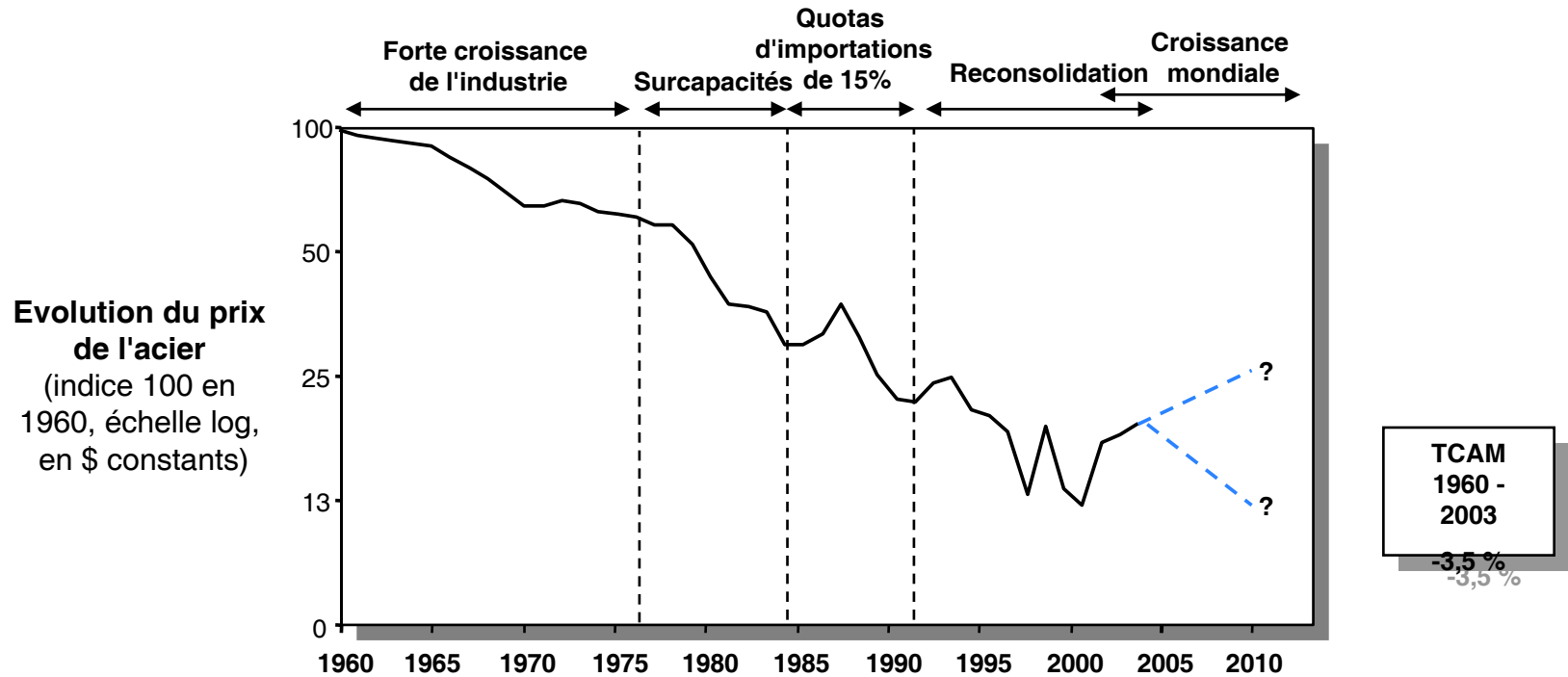


(1) Hyundai Electronic Devices, renommé en Hynix ultérieurement ; (2) Les trois leaders sont Intel, IBM, Texas Instruments ; (3) Les trois leaders sont Micron, AMD, Intel ; (4) Samsung et Hynix (alors Hyndai Electronic Devices) représentent 15% du marché, Micron représente 15 à 20% du marché ; (5) Samsung représente 28%, Micron 21%, Hynix 17% ; (6) Consolidation à partir de 1995

Source : Infineon, Micron, DataQuest, Semiconductors Industry Association, analyses Estin & Co

Dans les industries cycliques, le timing est essentiel ...

Evolution du prix de l'acier aux Etats-Unis - Prix de la tonne d'acier brut - dollars constants



Nombre de producteurs
aux US

40-50

5-10

Part de marché du leader
(US Steel historiquement, Nucor en 2003)

17%

12%

11%

17%⁽¹⁾

?

Part des importations

5 %

13%

26%

15%

22%

20%

?

Part des minimills
dans la production

5 %

47%

52%

(1) En 2003, le leader est Nucor Crop. (minimills).

Source : US Department of Interior, American Steel and Iron Association, Bloomberg, ISII, Arcelor, analyses et estimations Estin & Co

Quatre facteurs clés de création de valeur

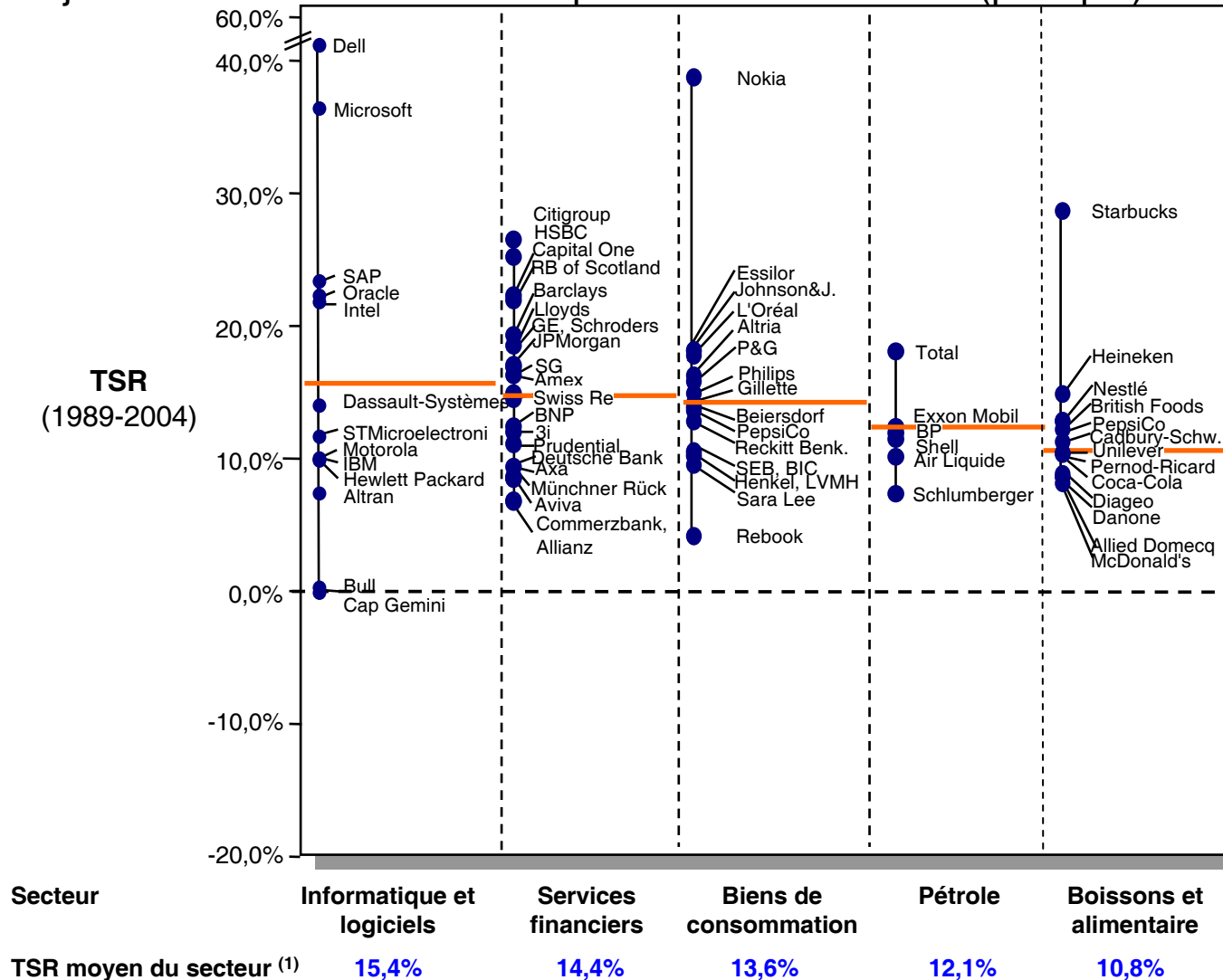
Agenda

- Les cycles économiques
- La dynamique des industries
- **La stratégie des entreprises**
- La qualité du management



Au sein de chaque industrie, les entreprises ont des performances très contrastées ...

Il y a toujours un ou deux acteurs très performants au sein de (presque) n'importe quelle industrie

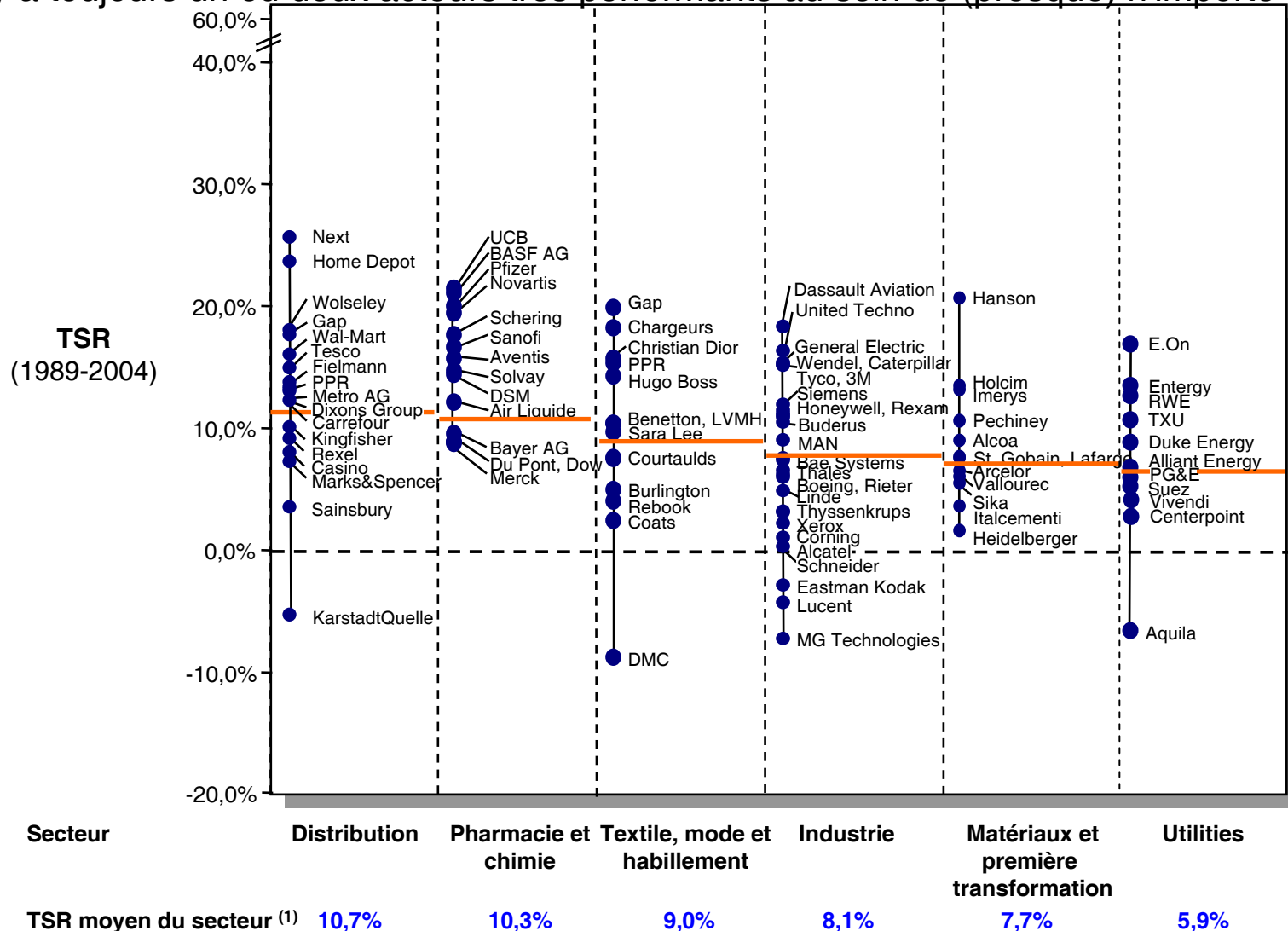


(1) Moyenne pondérée par la valeur du marché 1989

Source : Anaynes Estin & Co, Bloomberg, Rapports Annuels Sociétés

Au sein de chaque industrie, les entreprises ont des performances très contrastées ...

Il y a toujours un ou deux acteurs très performants au sein de (presque) n'importe quelle industrie



(1) Moyenne pondérée par la valeur du marché 1989

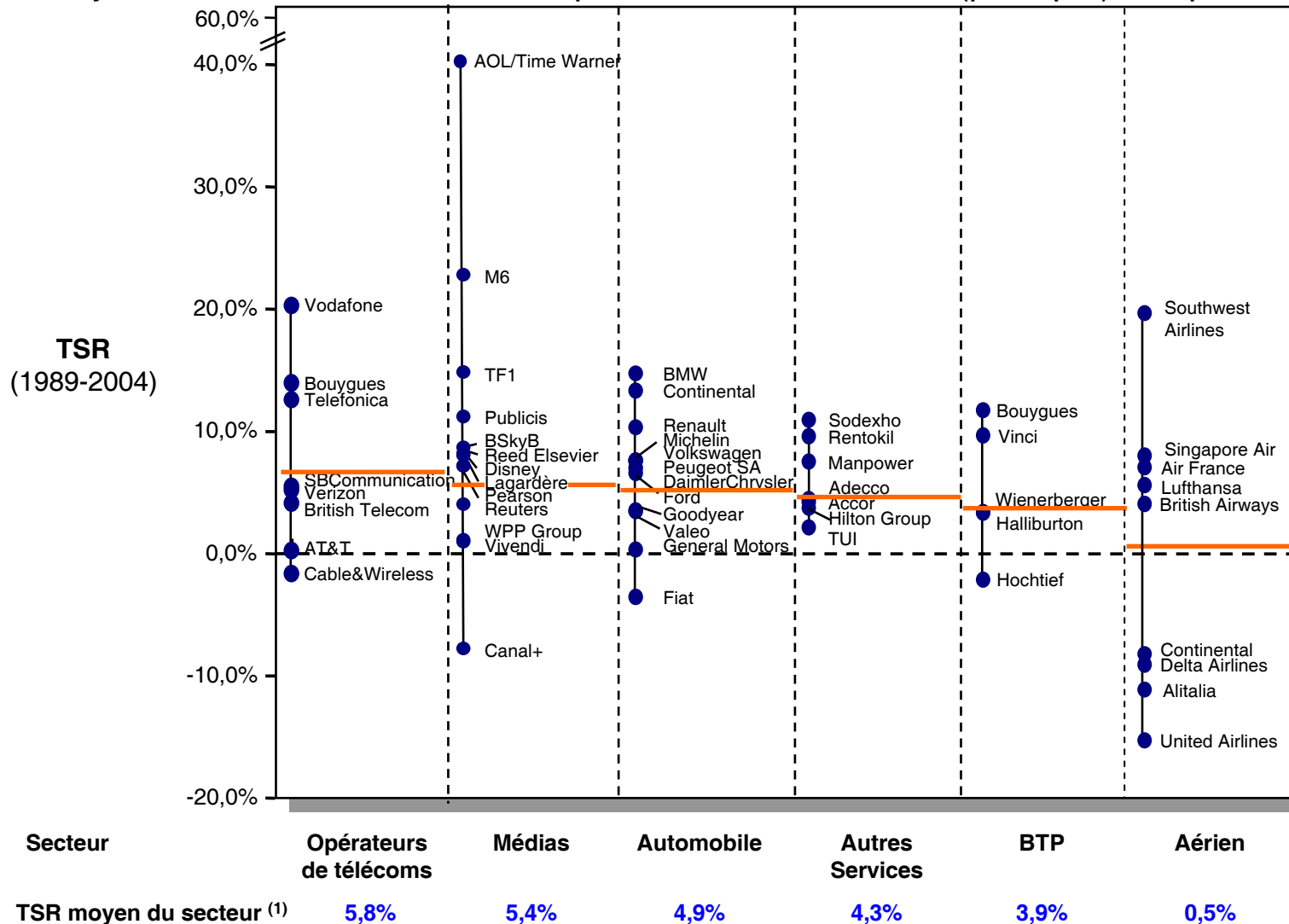
Source : Anayses Estin & Co, Bloomberg, Rapports Annuels

Sociétés

Les facteurs clés du succès des entreprises 270606

Au sein de chaque industrie, les entreprises ont des performances très contrastées ...

Il y a toujours un ou deux acteurs très performants au sein de (presque) n'importe quelle industrie



(1) Moyenne pondérée par la valeur du marché 1989

Source : Anayses Estin & Co, Bloomberg, Rapports Annuels Sociétés

Au sein de chaque industrie, les entreprises ont des performances très contrastées ...

Il y a toujours un ou deux acteurs très performants au sein de (presque) n'importe quelle industrie

| Informatique, composants électroniques et logiciels (exemples) (1989 – 2004) | | Transport aérien (exemples) (1989 - 2004) | |
|---|-------|--|--------|
| Dell | 55,3% | Southwest | 19,7% |
| Microsoft | 37,6% | Lufthansa | 8,0% |
| SAP | 24,3% | Singapore Airlines | 7,0% |
| Intel | 22,7% | Air France | 5,6% |
| Dassault Systèmes | 14,7% | British Airways | 4,1% |
| ST Microelectronics | 12,3% | Continental Airlines | -8,2% |
| Motorola | 10,6% | Delta | -9,1% |
| IBM | 10,5% | Alitalia | -11,2% |
| Hewlett Packard | 10,4% | United Airlines | -15,3% |
| Bull | 0,6% | | |

(1) Echantillon de 220 grandes entreprises européennes et nord-américaines ; Plus values sur titres, distributions de dividendes (réinvestis), distributions d'actions gratuites (réinvesties) ; Rentabilité annuelle composée

Comprendre et anticiper les ruptures ...

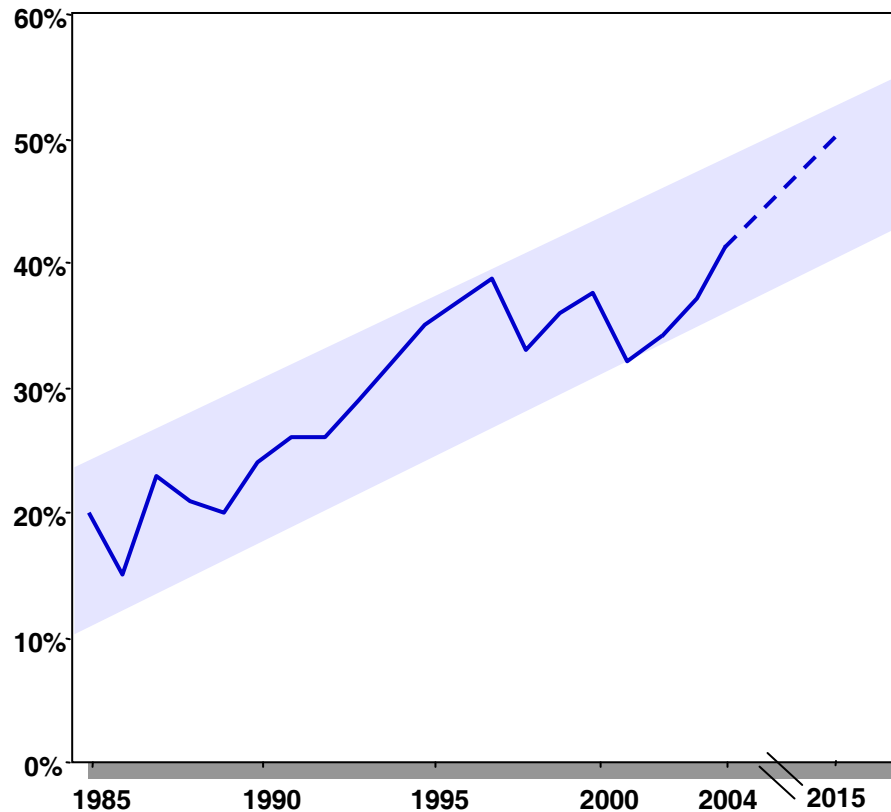
Quelques données qui créent une dynamique économique ...

- **Un chauffeur de poids lourd belge conduit 35% d'heures par semaine de plus qu'un chauffeur français**
- **La puissance des puces (micro processeurs) double tous les dix-huit à vingt-quatre mois**
- **Régler une machine à tricoter des chaussettes pour un nouveau modèle prend 15 minutes sur des machines digitales et 12 heures sur des machines entièrement mécaniques**
- **Un métier à tisser à jet d'eau coûte deux fois moins et produit 2,5 fois plus qu'un métier à jet d'air**
- **A productivité identique, un développeur de logiciel de Bangalore coûte (tout compris) 4,5 fois moins qu'un Anglais**
- **Etc... etc...**

Comprendre et anticiper les ruptures ou les évolutions majeures

- Industrie du luxe -

**Part de l'Asie hors Japon (1)
dans l'industrie mondiale
du luxe (2)
(en valeur)**



**Part de l'Asie hors Japon
dans la croissance
mondiale du luxe**

34%

47%

50%

55%

63%

(1) Excluding Japan; (2) Apparel, leather goods, watches and jewellery, perfumes and cosmetics

Source : Comité Colbert and Merrill Lynch estimated, Estin & Co analysis

Comment rapporter 15% par an en moyenne sur 20 ans à ses actionnaires ?

1989-2004

| | TSR | Secteur | Caractéristiques principales de la stratégie suivie |
|-------------------|-------|---|---|
| Dell | 55,3% | Ordinateurs | Changement de modèle d'activité |
| Microsoft | 37,6% | Logiciels | Leadership dans un secteur en forte croissance |
| Nokia | 36,8% | Téléphones portables | Changement de portefeuille d'activités. Spécialisation sur un secteur en forte croissance |
| Home Depot | 23,7% | Distribution spécialisée | Leadership dans un secteur en forte croissance |
| M6 | 23,0% | Médias | Changement de modèle d'activité |
| Capital One | 20,5% | Services financiers | Changement de modèle d'activité |
| Hanson | 20,0% | Multi secteurs de base | Gestion active de portefeuille d'activités |
| Southern Airlines | 19,7% | Transport aérien | Changement de modèle d'activité |
| Essilor | 16,7% | Optique/biens de consommation | Leadership dans un secteur en croissance |
| L'Oréal | 16,2% | Cosmétiques | Leadership dans un secteur en croissance |
| Gap | 17,6% | Textile/habillement Distribution spécialisée | Repositionnement dans la chaîne de valeur |
| General Electric | 15,4% | Multi secteurs industriels et financiers | Stratégie de portefeuille et stratégie de leadership par secteur |
| Wendel | 15,2% | Multi secteurs | Stratégie de portefeuille |
| Heineken | 14,9% | Boissons | Stratégie de leadership |
| BMW | 14,8% | Automobile | Stratégie de niche (haut de gamme) |
| E-On | 14,6% | Multi Utilities | Leadership régional et stratégie de portefeuille |

Trois stratégies gagnantes sur 1989-2004

- 1) Leadership dans une activité en forte croissance**
- 2) Changement complet du modèle d'activité ou stratégie de niche**
- 3) Gestion active du portefeuille d'activités et changements de métiers**

Quatre facteurs clés de création de valeur

Agenda

- Les cycles économiques
- La dynamique des industries
- La stratégie des entreprises
- La qualité du management



Le management fait la différence ...

Exemple de Lou Gerstner, IBM, 1993-2002

IBM en 1993

- Culture où les organisations pays sont dominantes et poursuivent des stratégies divergentes
- Projet du CEO sortant (Aker) de vente par appartements « produits » (10-12) de l'entreprise (imprimantes, serveur, PC, mainframe, services, etc...)

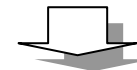


Approche de Gerstner

- Génération du maximum de cash possible des pays (lease back, vente des collections d'art, arrêt total des investissements, etc...)
- Recentralisation
 - Organisation par industries coiffant celle par géographies
 - Regroupement des pays par région
 - Licenciements des responsables n'acceptant pas les nouvelles règles
 - Comité Exécutif hebdomadaire gérant l'ensemble des opérations et plans
- Licenciement de 25% des effectifs mondiaux (60 000 employés)
- Tournées mondiales avec présentations « live » jusqu'au niveau n-4 de chaque géographie afin de convaincre et mobiliser



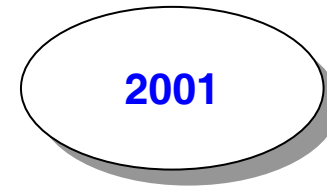
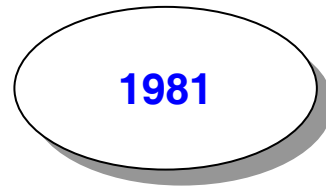
- Pertes de 3 Md\$ en 1991, 5 Md\$ en 1992, et prévues de plus de 5 Md\$ en 1993



- Résultat net de 3 Md\$ en 1994

Le management fait la différence ...

Investiriez-vous en 1981 dans ce conglomérat ?



**Un conglomérat diversifié
peu profitable**

**Un groupe
emblématique**

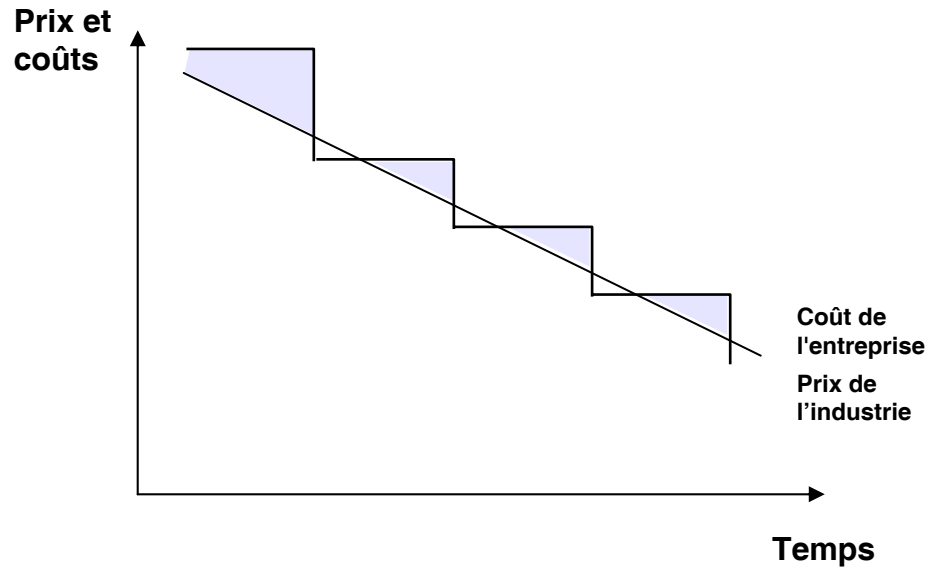
- Equipementier énergétique
 - Gros électroménager
 - Crédit à la consommation
 - Equipementier, construction aéronautique
 - Plastiques
 - Matériel médical
 - Production d'électricité
 - Eclairage
 - ...
- N°1 ou 2 mondial par activité
 - TSR annuel de 24% sur 20 ans
 - 180 000 emplois supprimés entre 1981 et 1994
 - 90 000 emplois créés entre 1994 et 2000

**Faible rentabilité, faible croissance,
frais généraux élevés, emblème de la
bureaucratie**

Le management fait la différence ...

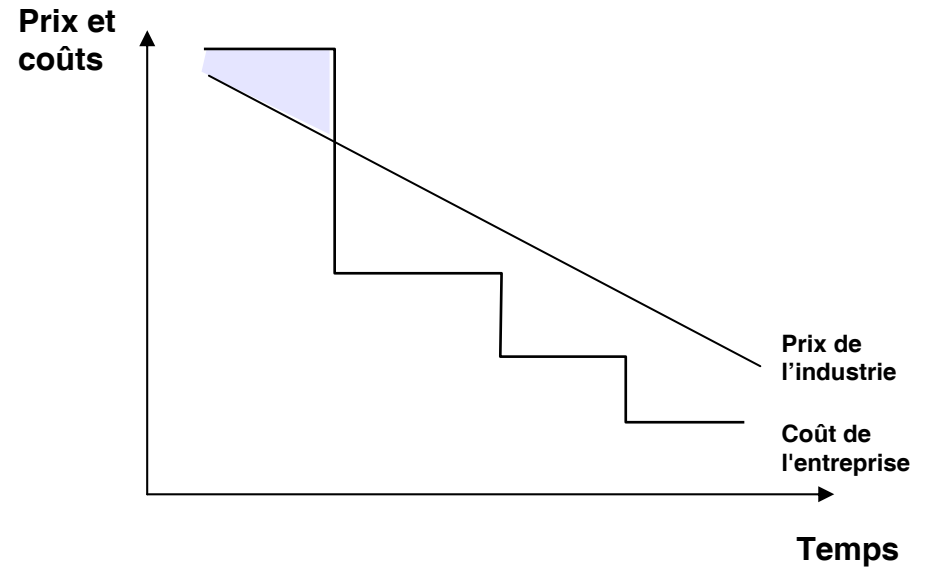
(1)

**Restructuration lente
en retard de l'industrie**



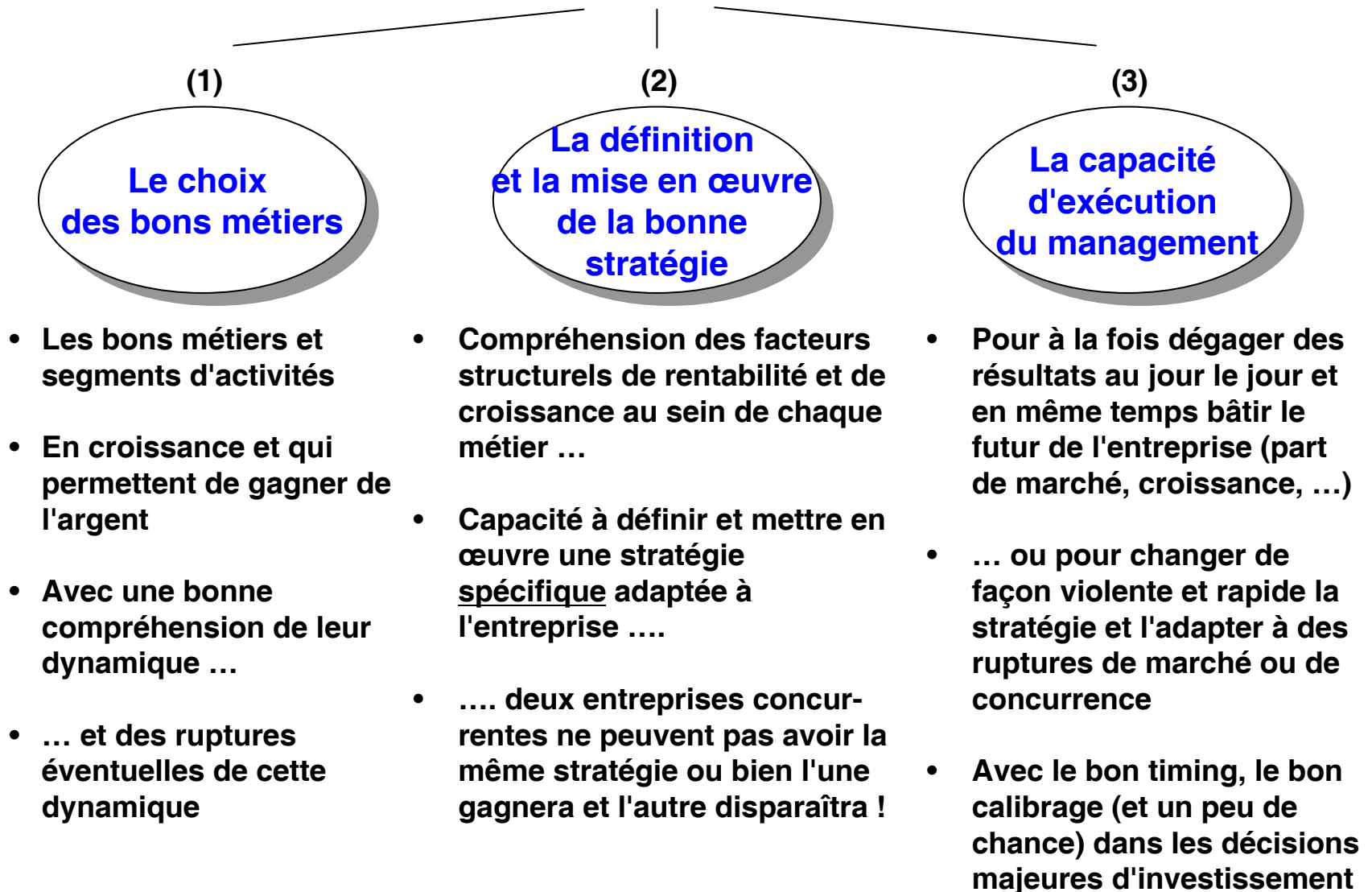
(2)

**Restructuration forte
en avance de l'industrie**



En conclusion ...

Les facteurs clés du succès des entreprises



Les facteurs clé du succès des entreprises



Marie-Ange VERDICKT

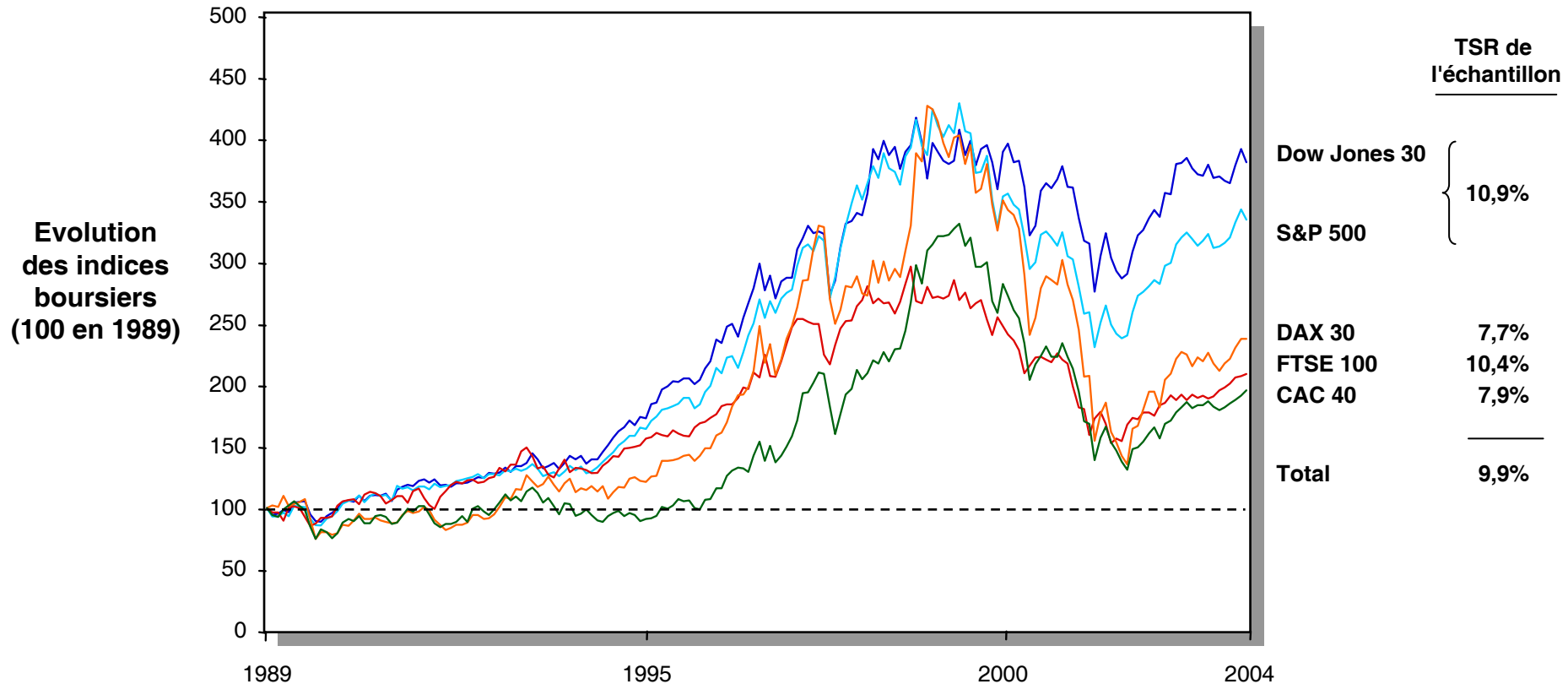


Frédéric PLISSON



Sur 15 ans, les grandes bourses européennes et nord-américaines ont offert en moyenne un TSR de 9,9% par an à leurs actionnaires

1989 - 2004 - Echantillon de 220 grandes sociétés cotées



Source : Bloomberg, analyses Estin & Co sur un échantillon de 220 grandes sociétés cotées nord américaines et européennes ; TSR défini comme l'augmentation de la valeur des titres, plus les dividendes (réinvestis), plus les rachats d'actions, plus les distributions d'actions gratuites (réinvesties), moins les augmentations de capital

Facteurs clé de succès des entreprises

10% / an sur 15 ans de 1989 à 2004



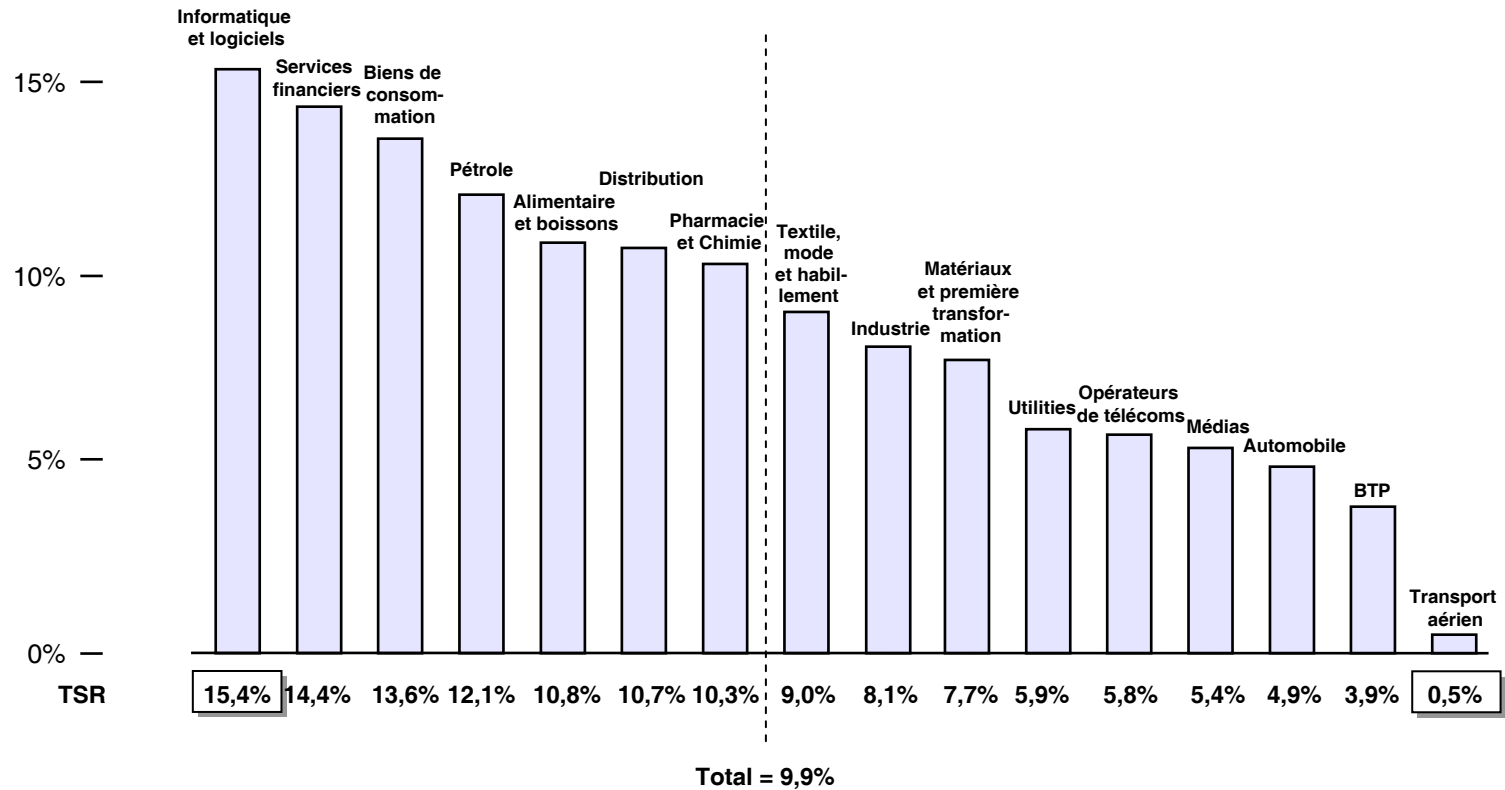
Un seul fonds en Europe

Agressor sur 14 ans (1991 - 2005) : 18,6% / an



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

TSR 1989-2004 - Echantillon de 220 grandes sociétés cotées



(1) Echantillon de 220 grandes entreprises européennes et nord-américaines ; plus values sur titres, distributions de dividendes (réinvestis), distributions d'actions gratuites (réinvesties) ; rentabilité annuelle composée (TSR)

La qualité du Management, notre critère n°1

- Un bon manager est :
 - Légitime dans son métier
 - Lucide
 - Motivé et motivant



Gilles ANDRIER
GIVAUDAN



Gilles MARTIN
EUROFINS



Une stratégie de croissance rentable et pérenne

- Focus sur son métier
- Fortes barrières à l'entrée
 - R&D
 - Innovation
 - Intensité capitalistique



Une stratégie de croissance rentable et pérenne

- Flexibilité et rentabilité

- Flexibilité des outils et des hommes
- Anticipation du "worst case" scenario

- Leadership

- Une croissance interne durablement supérieure au secteur
- Un savoir faire en croissance externe
- Un environnement concurrentiel favorable



Qu'est-ce qu'ECHIQUIER JUNIOR ?

- Un univers exclusif : les petites valeurs des pays de la communauté européenne
- Un style de gestion "raisonnable"
- Des projets de croissance menés par des managers d'exception

Conjoncture et implication sur le choix de valeurs

- Depuis les plus hauts (mai 2006), les "petites" ont baissé plus vite que les "grandes" mais pas d'écart majeur
- Des valeurs de qualité revenues proches de nos cours d'achat
- Echiquier Junior garde un potentiel d'appréciation de l'ordre de 30%

Réouverture du fonds le 29 juin...



Qu'est-ce qu'ECHIQUIER MAJOR ?

- Fonds "Stock-Picking" grandes valeurs
- Objectif : investir sur les valeurs incontournables et celles qui le deviendront
- Les leaders oubliés : une bonne source de performance
- Les futurs leaders : un thème central pour Echiquier Major

Conjoncture et implication sur le choix de valeurs

- Investissement régulier pendant la baisse principalement sur les grandes capitalisations
- Photographie du fonds : 180 M€, 55 valeurs, 90% sur des capi>1Md
- Potentiel de hausse sur les objectifs>30%

Le fonds des valeurs incontournables

