

Croissance et Création de Valeur : Comparaison de 10 ans de performance des grandes bourses occidentales

Par

Jean Berg

Associé fondateur, Strategia Partners

Les grandes bourses occidentales (États-Unis, Allemagne, Royaume-Uni et France) ont connu une forte performance au cours des 10 dernières années. La rentabilité pour l'actionnaire, le TSR¹, des principaux indices boursiers de ces pays a été supérieur à 9% par an.

Cette performance a néanmoins été très différente entre les bourses, entre les secteurs et entre les entreprises d'un même secteur.

Un constat demeure : la croissance est le levier le plus puissant de création de valeur.

I. Comparaison de la performance des principaux indices boursiers

La création de valeur est la différence de valeur d'une société entre deux horizons de temps. Il s'agit d'une approche dynamique et non statique.

Financièrement, elle se mesure par la rentabilité annuelle totale pour l'actionnaire, le TSR¹. Elle doit se comparer au niveau de risque pris par l'actionnaire.

Elle intègre cinq grandes variables : la croissance du chiffre d'affaires, l'évolution de la rentabilité, le niveau d'investissement, le niveau de risque (coût du capital) et le temps.

Les grandes bourses occidentales ont connu une forte performance au cours des dix dernières années. Aux États-Unis, le TSR s'est élevé à plus de 15% par an. Ceci signifie qu'un investissement de 1 euro fin 2013 vaut 4 euros fin 2023 (en intégrant la croissance du cours de bourse et les dividendes réinvestis) soit un gain net de 3 euros.

Fin 2023, le montant de la capitalisation boursière des indices de références des quatre grandes bourses occidentales représente environ 60% du PIB de ces pays : 48% pour l'Allemagne, 57% pour les États-Unis, 63% pour le Royaume-Uni et 93% pour la France.

Il existe néanmoins de fortes différences de performance entre les bourses. La bourse américaine a généré le TSR le plus élevé : 16%. La France a généré un TSR de 11% et l'Allemagne et le Royaume-Uni un TSR de 9%.

¹ TSR (Total Shareholder Return) : Rentabilité annuelle totale pour l'actionnaire incluant les plus values sur titres, la distribution de dividendes, la distribution d'actions gratuites...

- Tableau 1 -

Entre 2013 et 2023, le TSR a été supérieur à 9% par an en moyenne avec de fortes différences entre les bourses.

La croissance est le levier de création de valeur le plus fort

	USA	France	Royaume-Uni	Allemagne	
Chiffre d'affaires	5%	3%	-1%	2%	 <p>Lien entre la croissance et la création de valeur</p>
Résultat net	8%	11%	8%	7%	
PER (x)	3%	-2%	-5%	-3%	
Capitalisation boursière	11%	9%	3%	4%	
Rachat/émission Actions	-1%	1%	0%	1%	
Prix de l'action	12%	8%	2%	3%	
Rendement Dividende (%)	4%	3%	7%	6%	
	⬇	⬇	⬇	⬇	
TSR (%)	16%	11%	9%	9%	

II. Principaux enseignements au niveau d'un investisseur

L'analyse de la performance des grandes bourses occidentales permet de tirer cinq grands enseignements :

1. *La différence de création de valeur entre les bourses vient d'abord d'une différence de croissance des entreprises.*

Lorsque l'on analyse les différents leviers de création de valeur entre les bourses, on constate en effet que la performance de chaque bourse est corrélée à la croissance des entreprises. Les États-Unis ont une croissance annuelle moyenne des entreprises du Fortune 40 de 5% contre 3% pour la France (CAC 40), 2% pour l'Allemagne (DAX 40) et -1% pour le Royaume-Uni (FTSE 40) (cf. Tableau 1).

Ceci a également un impact direct sur l'évolution des multiples. À nouveau, l'évolution des multiples (et pas simplement le niveau des multiples) est corrélée à la croissance. Les États-Unis ont connu, entre 2013 et 2023, une croissance annuelle des multiples de 3% par an contre -2% pour la France, -3% pour l'Allemagne et -5% pour le Royaume-Uni.

2. *Les bourses les plus performantes sont tirées par de grandes industries en croissance et fortement créatrices de valeur : la technologie, le luxe et la santé.*

Le poids et la performance des industries leaders expliquent le différentiel de performance des bourses (cf. Tableau 2). Globalement, les trois industries les plus créatrices de valeur sont la technologie, le luxe et la santé.

Aux États-Unis, le Fortune 40 est tiré par les entreprises de technologies. Les cinq leaders (Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta, Apple) contribuent à plus de 60% de la création de valeur. Leur poids dans l'indice était de 46% il y a dix ans. Ils ont généré un TSR de 24%. Les autres entreprises ont généré un TSR de 10%.

En France, le CAC 40 est tiré par les entreprises de luxe. Les cinq leaders (Hermès, L'Oréal, EssilorLuxottica, LVMH, Kering) contribuent à 45% de la création de valeur. Ils ont généré un TSR de 19% contre 8% pour les autres entreprises.

En Allemagne et au Royaume-Uni, le DAX 40 et le FTSE 40 n'ont pas de locomotives comme la technologie aux États-Unis ou le luxe en France. Dans les deux pays, le secteur le plus fort, la pharmacie, ne représente que 20% à 25% de la création de valeur. Au Royaume-Uni, elle a généré 16% de TSR. En Allemagne, elle n'a généré que 9% de TSR (comme les autres industries).

3. *La structure de création de valeur entre croissance, rentabilité et dividendes varie entre les différentes bourses.*

Les Américains privilégient la croissance rentable comme levier de création de valeur. L'impact sur le TSR est de 8 points (52% du TSR global) contre 2 points pour la France (20% du TSR global), soit une différence de 6 points (cf. Tableau 2).

À un niveau secondaire, les Américains utilisent davantage le levier du rachat d'actions par rapport aux Européens (2 points de différence de TSR).

- Tableau 2 -

Les bourses les plus performantes sont tirées par de grandes industries en croissance

	USA	France	Royaume-Uni	Allemagne
TSR 2013-23 (%)	16%	11%	9%	9%
Principale industrie	Technologie	Luxe	Santé	Santé
Part de l'industrie principale (%)	62%	45%	21%	24%
TSR de l'industrie principale (%)	24%	19%	16%	9%
TSR des autres industries (%)	10%	9%	8%	8%
Plus grands contributeurs (part dans la création de valeur)	Apple (25%)	LVMH (19%)	AstraZeneca (19%)	Merck (17%)
	Microsoft (25%)	L'Oreal (11%)	London Stock Exchange Group (10%)	SAP (11%)

(1) Dans la création de valeur entre 2013 et 2023

- Table 2 -

Les Américains privilégient et valorisent la croissance rentable. A un niveau secondaire, ils utilisent davantage le levier du rachat d'actions par rapport aux Européens

	USA	France	Royaume-Uni	Allemagne
Poids des différents leviers				
Croissance	52%	20%	-65%	-10%
Marge	18%	62%	113%	55%
Rachat d'actions et dividendes	30%	18%	78%	55%

Les Allemands et les Anglais versent davantage de dividendes que les Français : leurs entreprises ont moins de croissance (et donc moins d'opportunités d'investissement) et doivent maintenir l'attractivité de leur investissement par des dividendes.

4. *Au sein de chaque industrie, des entreprises réussissent à créer de la valeur en mettant en œuvre les six leviers de création de valeur*

Le positionnement au sein d'une industrie, par rapport à une autre, est facteur de création de valeur. En moyenne, la performance financière des entreprises de technologie a été de 21% par an au cours des dix dernières années. Celle de l'énergie ou du divertissement ou des médias a été de 8% à 9% (cf. Tableau 3).

Cependant, certaines entreprises ont réussi à créer de la valeur au sein d'industries à plus faible performance. L'exemple le plus emblématique est certainement Tesla dans le domaine industriel. Il a généré un TSR de 46% alors que General Electric a généré un TSR de 0%.

De la même manière, dans les biens de grande consommation, Costco a eu une performance supérieure à 20% (TSR de 21%) alors que Carrefour a détruit de la valeur dans les dix dernières années (TSR de -4%).

Dans les divertissements et les médias, Walt Disney a généré un faible TSR (3%) alors que Flutter entertainment, spécialisée dans les paris sportifs, a multiplié sa valeur par 20 en dix ans (36% de TSR ; 14 milliards d'euros de chiffre d'affaires ; 25 milliards d'euros de capitalisation boursière).

Toutes les entreprises ayant « surperformé » le marché ont mis en œuvre les 6 leviers de création de valeur (cf. III. Implications au niveau des stratégies d'entreprises).

5. *Au sein d'une même industrie, les entreprises les plus créatrices de valeur sont celles qui ont la croissance la plus forte grâce à un positionnement attractif et un modèle d'activité pertinent.*

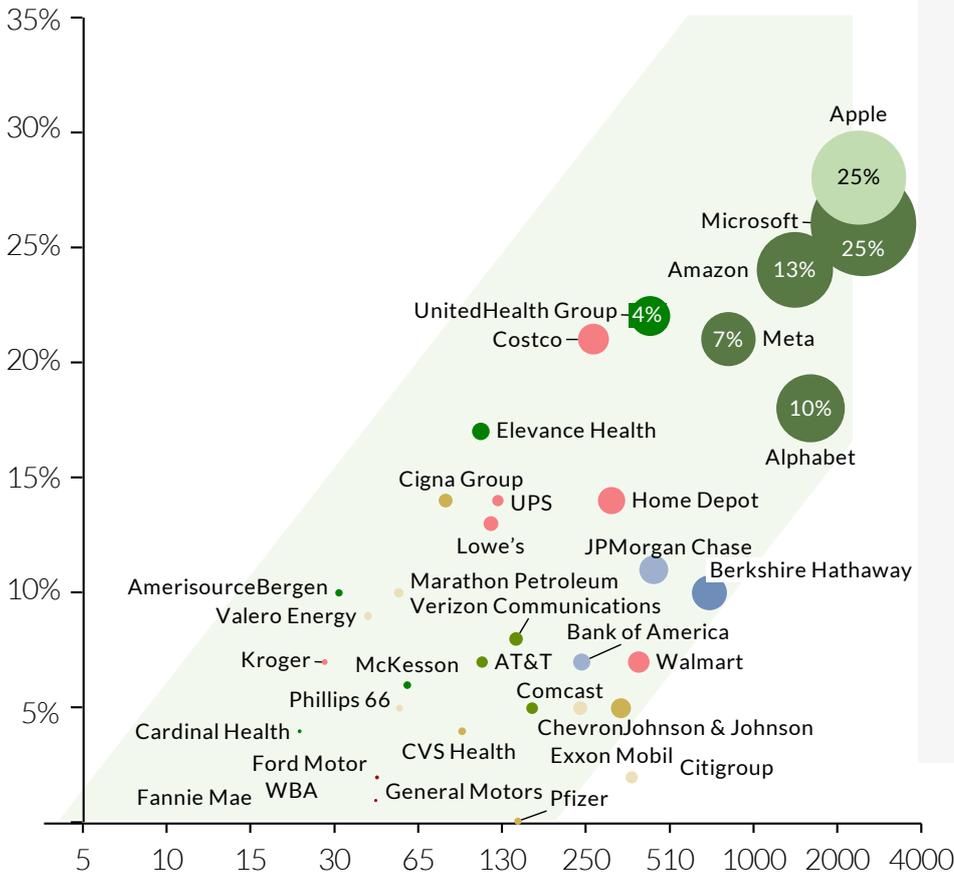
Dans l'automobile, on constate une forte relation entre la croissance du chiffre d'affaires et le TSR. La création de valeur a été exceptionnelle pour Tesla (TSR de 46% pour une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 47% par an). Elle a été forte pour Stellantis du fait de la fusion et des synergies réussies : TSR de 19% pour une croissance annuelle de 13% par an. Elle a été faible (TSR de -2% pour Volkswagen, 0% pour Renault et 1% pour General Motors) pour les acteurs ayant connu une croissance faible, inférieure à la croissance mondiale.

La croissance de long terme est donc bien le levier le plus puissant de création de valeur. Le temps passé par le management à gérer l'existant, même si très rentable, 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.

- Tableau 4 -

Aux Etats-Unis, Apple et les 4 autres leaders de la technologie ont contribué le plus à la création de valeur du Fortune 40 entre 2013 et 2023

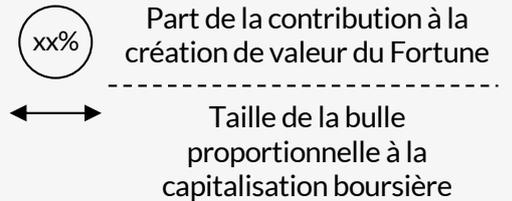
TSR 2013-23
(%)



- LEGENDE -

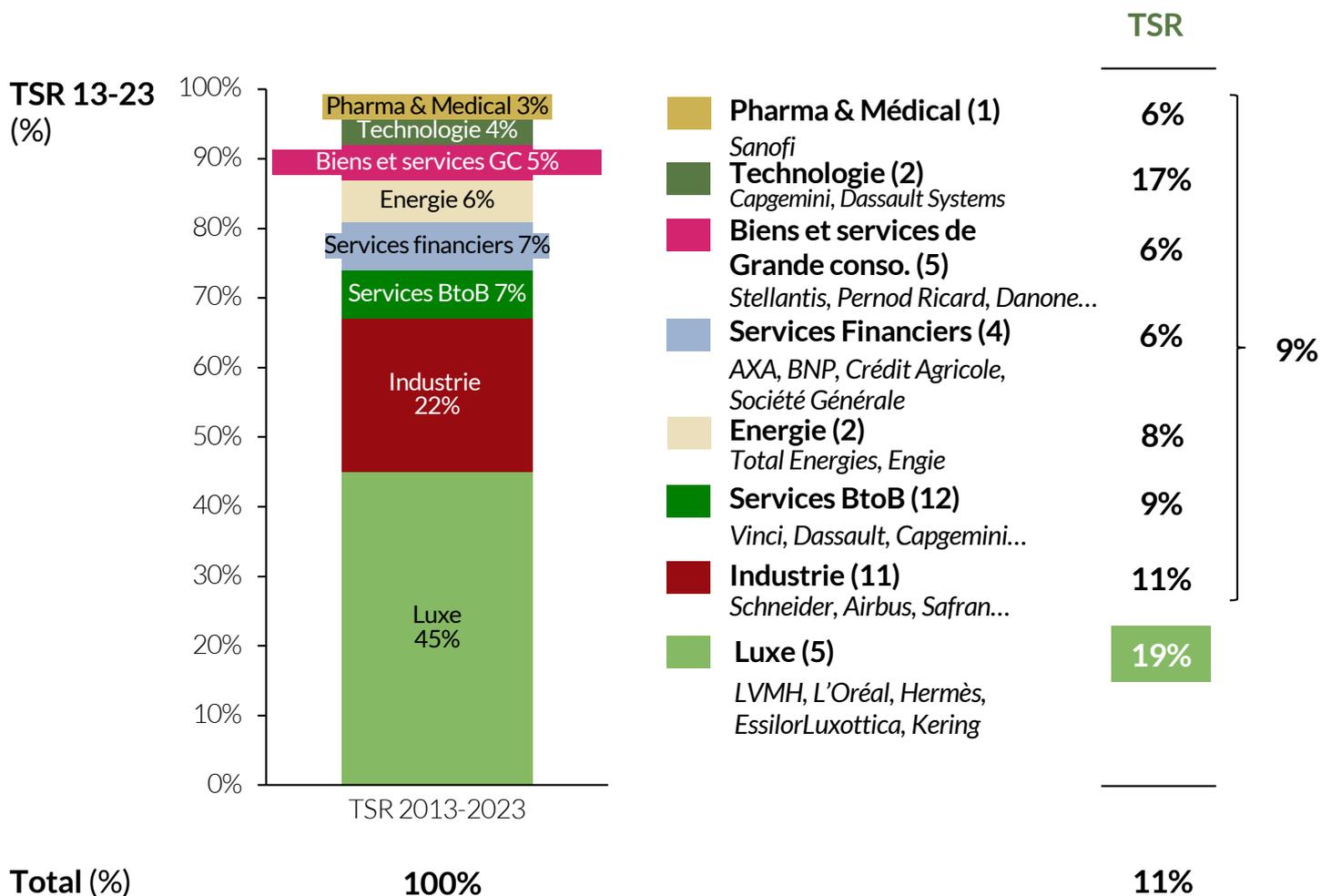
	TSR
● Distribution	12%
● Technologie	23%
● Energie	4%
● Electronique	20%
● Santé	15%
● Pharmacie	6%
● Assurance & asset management	14%
● Industrie	2%
● Services financiers	8%
● Telecoms	7%
Total Fortune 40	18%

Capitalisation boursière 2023
(Bn€, échelle logarithmique)



- Tableau 5 -

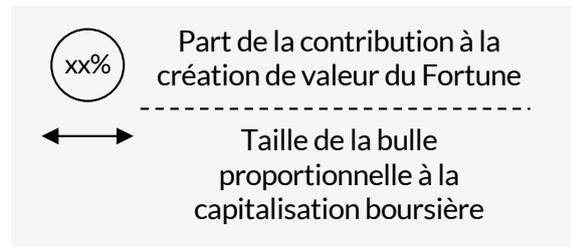
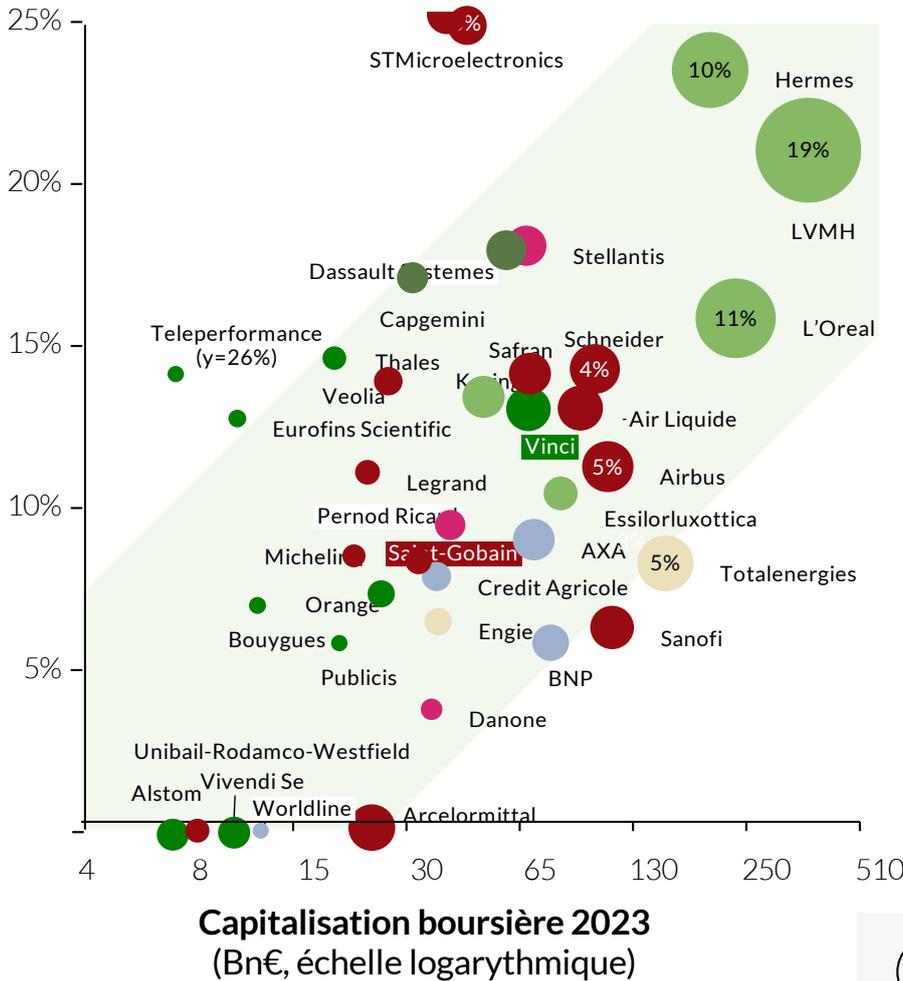
En France, le luxe a représenté 45% de la Création de Valeur du CAC40 entre 2013 et 2023



- Tableau 6 -

En France, Hermès et les 4 autres leaders du luxe ont contribué le plus à la création de valeur du CAC 40 entre 2013 et 2023

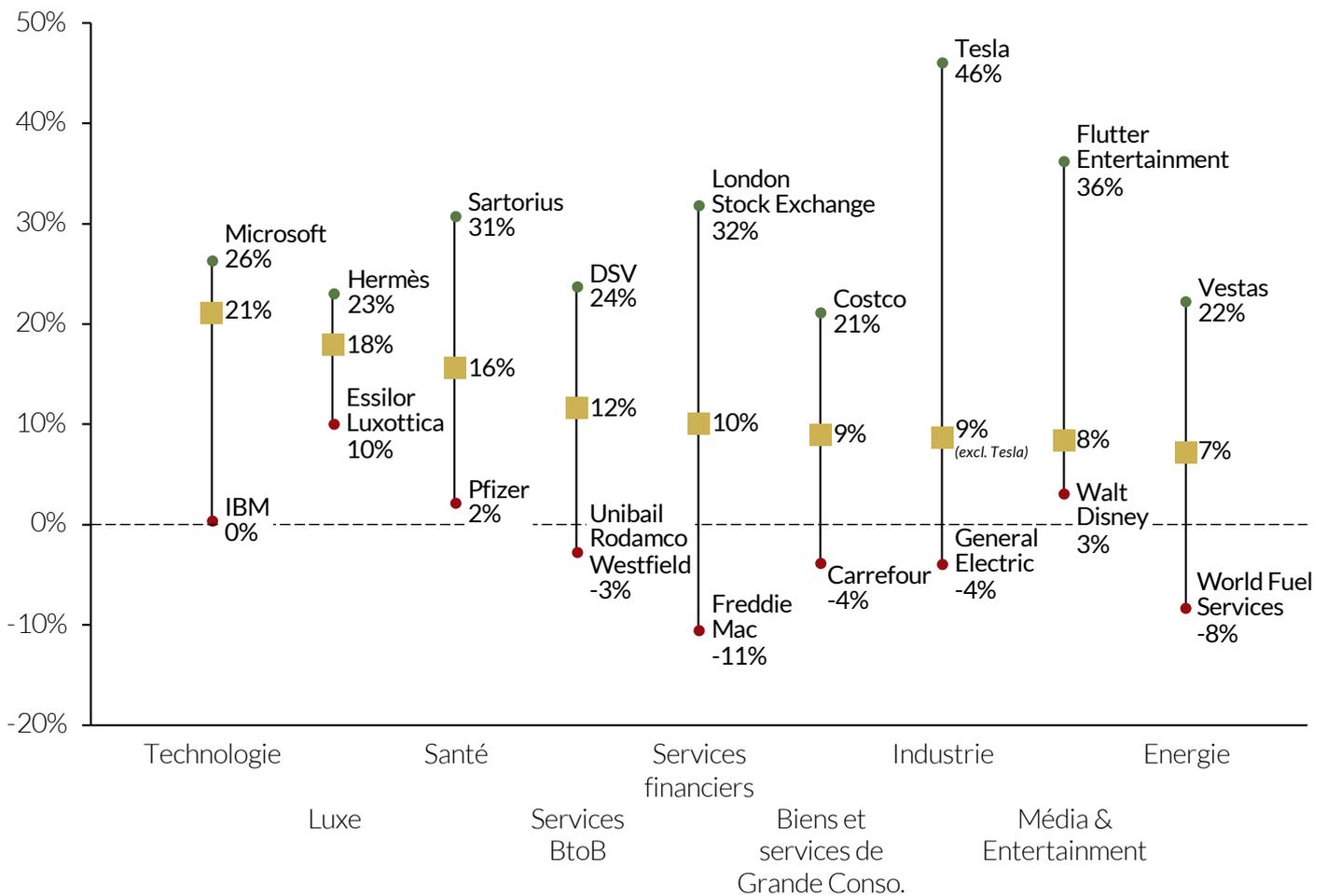
TSR 2013-23
(%)



- Tableau 7 -

La performance financière est différente entre les industries.
Dans chaque industrie, des entreprises arrivent à développer es modèles innovants et différenciants

TSR 2013-23
(%)



- LEGENDE -

- Valeur haute
- Moyenne
- Valeur basse

III. Implications au niveau des stratégies d'entreprises

L'analyse de la performance des entreprises des grandes bourses mondiales permet de tirer 6 grands enseignements sur les stratégies de création de valeur.

Les entreprises qui ont fortement créé de la valeur ont actionné six leviers :

1. Une forte ambition de croître. La croissance est le principal levier de création de valeur. Les entreprises performantes développent une culture de la croissance et des gains de parts de marché par croissance organique et/ou par acquisition. Elles fixent – et au plus haut niveau de l'entreprise – les niveaux d'ambition suffisants pour maintenir les croissances et les TSR nécessaires au-delà de 5 ans, dans la lignée ou au-delà de ce qui a déjà été fait. Elles en déduisent ensuite les stratégies (souvent disruptives) qui s'avèrent nécessaires (des gains de parts de marché organiques ou des grandes acquisitions structurantes ; des extensions marginales aux bornes de l'activité ou le développement de nouveaux domaines) ; en apprécient les risques ; décident ; et se donnent les moyens (financiers et humains) de leur mise en œuvre.

2. Une allocation différenciée des ressources entre métiers. À court terme, les arbitrages d'allocations de ressources sont difficiles. À long terme en revanche, un groupe qui reste dans des métiers ou des géographies structurellement en déclin, ou mal structurés sur le plan concurrentiel ou réglementaire a peu de chance de créer de la valeur. Les entreprises performantes remettent en cause régulièrement et par anticipation le mix de métiers et de géographies et évitent de continuer à investir trop fortement dans des métiers matures sans potentiel.

3. Une focalisation de ces ressources sur les segments en croissance. Il faut chercher la croissance où elle est. Les entreprises performantes ont un portefeuille d'activité où les pays ou les activités en forte croissance représentent plus de 35% au moins de l'activité et où l'entreprise croît beaucoup plus vite que le marché dans ces pays ou dans ces produits. Elles consacrent plus de 50% des investissements à ces segments. Par ailleurs, elles concentrent leurs actions sur un petit nombre d'objectifs ambitieux.

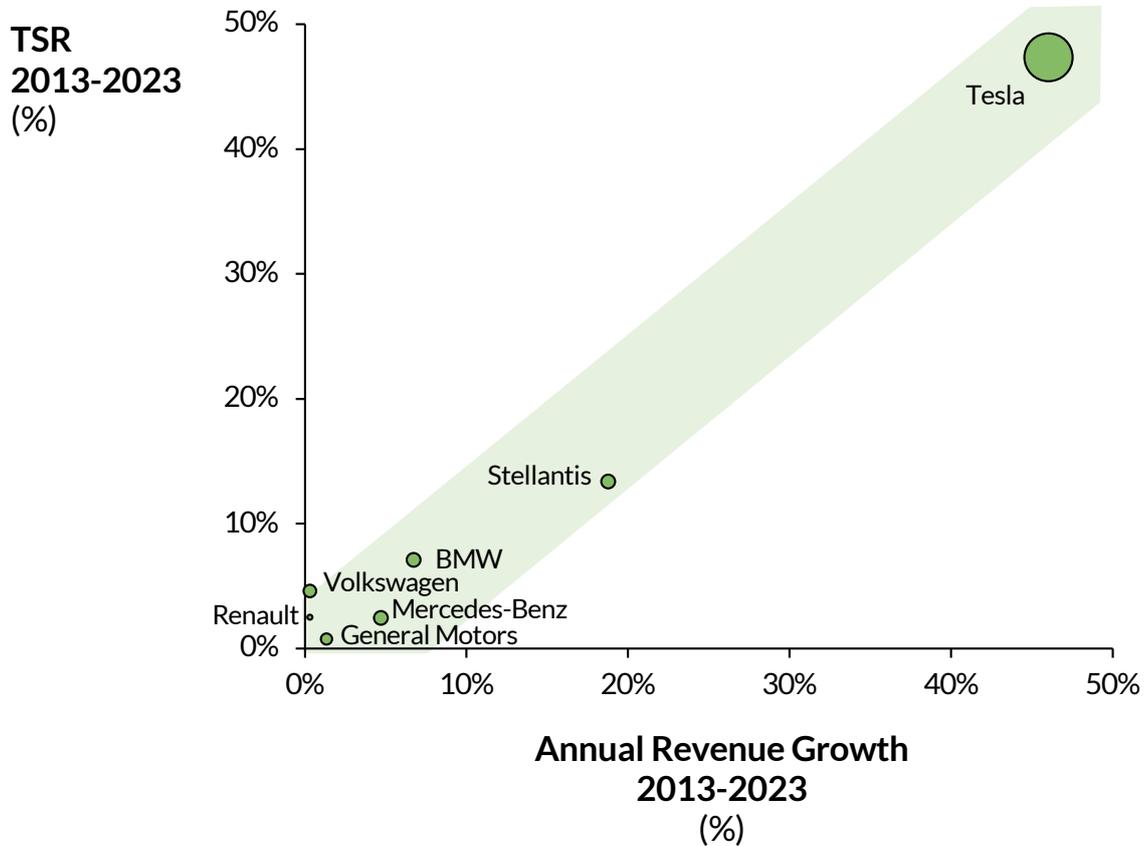
4. Un niveau d'investissement supérieur à ceux des concurrents sur des modèles d'activité supérieurs. Pas de croissance sans investissement. Pas d'investissement sans prise de risques. Les entreprises performantes font des choix de focalisation des ressources et, par conséquent, des choix de priorités d'investissements (*Capex* et *Opex*) forts et différenciants, souvent à l'encontre de l'organisation établie.

Ces investissements se sont focalisés sur des modèles d'activité qui partent d'une vision supérieure de la dynamique des marchés, des attentes des clients, des technologies, de la dynamique des prix, des marges, des chaînes de valeur, de comment s'y insérer voire de l'influencer. Les entreprises performantes développent des approches nouvelles et des façons de travailler différentes qui font en sorte qu'un euro investit génère davantage de valeur que pour un concurrent.

5. L'intégration des trois perspectives : stratégiques et financières, environnementales et humaines. Les entreprises performantes investissent davantage pour réduire l'empreinte environnementale et développer des greens modèles : occasion, location,

- Tableau 8 -

Au sein d'une même industrie, des acteurs réussissent à croître et créer de la valeur.
Dans l'automobile, Tesla et Stellantis ont créé de la valeur au cours des 10 dernières années



réparation et circularité. Elles développent des approches humaines plus sophistiquées et fines. Elles le font également parce qu'elles ont dégagé des marges de manœuvre plus fortes pour le faire.

6. Une forte capacité opérationnelle de mise en œuvre grâce à une clarté de la stratégie, une responsabilisation sur les enjeux clés et des prises de décision efficaces et au bon niveau. Les entreprises performantes concilient un pouvoir de pilotage, d'arbitrage et de contrôle fort de la part de la tête du Groupe et une mise en œuvre décentralisée des opérations.

Qu'en conclure ?

Les bourses occidentales ont connu une forte performance au cours des 10 dernières années. Cette performance a été tirée par trois industries : la technologie, le luxe et la santé, qui ont représenté chacun environ 40% à 50% de leur création de valeur.

Dans chaque industrie, des entreprises ont réussi à créer de la valeur à des niveaux élevés en actionnant six leviers.

Pour les entreprises ayant connu une faible performance comme pour les stars, une nouvelle course redémarre. Elle suppose d'utiliser différents leviers, différents modes de croissance, différents positionnements et terrains de jeu à long terme pour croître au bon niveau. Elle nécessite de faire le choix de la croissance, de renoncer pour mieux se focaliser, de simplifier pour aller plus vite, de prendre des risques dans un cadre cohérent et encadré.

C'est le rôle du Président et de sa Direction Générale de créer ces conditions et inflexions nécessaires à la croissance.

La Création de Valeur des grandes bourses occidentales provient d'un nombre limité de modèles performants sur des marchés en forte croissance

- LES POINTS CLEFS -

- Pour créer de la valeur à long terme, il faut croître régulièrement de plus de 7,5% par an soit un doublement du chiffre d'affaires en 10 ans.
- Les grandes bourses mondiales ont délivré une performance annuelle supérieure à 9% (TSR) au cours des 10 dernières années : un investissement de 1 euro en 2013 vaut 4 euros fin 2023.
- La croissance économique mondiale a contribué à près d'un quart de la performance. Elle été de 5,2% par an au cours des 10 dernières années : 2,7% liée à la croissance en volume et 2,5% liée à l'inflation.
- Trois industries ont tiré la performance des bourses, représentant 40% à 50% de la création de valeur des 10 dernières années : la technologie, le luxe et la santé
- Les entreprises les plus performantes ont mené des stratégies de croissance articulées autour de six leviers :
 - Un positionnement sur des marchés en croissance longue ;
 - Un modèle d'activité compétitif et en constante évolution pour continuer à améliorer son attractivité vis-à-vis des clients et à créer des avantages vis-à-vis des concurrents ;
 - Une focalisation des investissements sur les leviers de différenciation de ce modèle d'activité ;
 - Une forte ampleur des investissements, cohérents par rapport à l'ambition de croissance ;
 - Une intégration des dimensions environnementales et humaines ;
 - Une forte capacité opérationnelle de mise en œuvre.
- Pour tous, une nouvelle course commence. Elle nécessite de faire le choix de la croissance, de renoncer pour mieux se focaliser, de simplifier pour aller plus vite, de prendre des risques réfléchis et encadrés.
- C'est le rôle du Président et de sa Direction Générale de créer ces conditions et inflexions nécessaires à la croissance .



**Strategia
Partners**

Strategia Partners est un cabinet international de conseil en stratégie basé en Europe (Paris & Zurich), aux États-Unis (New York & Seattle) et en Chine (Shanghai). Il assiste les directions générales de grands groupes européens et nord-américains dans leur stratégie de croissance. Son approche intègre 3 perspectives : la performance stratégique et financière, la performance environnementale et la performance humaine.

Contact : jean.berg@strategiapartners.com

Paris | Zurich | Shanghai | New York | Seattle



STRATEGIA

Partners

Strategy Consulting for Sustainable Growth

**Strategy.
Impact.
Growth.**

For Corporates

For Private Equity

Portfolio Strategy | Business Acceleration Strategy |
Operational Strategy | Due Diligence