

# Acquisition stratégique ou fusion, quelle valeur?

Par

Geoffroy Rupprecht

Vice President, Estin & Co

---

Les grandes opérations de croissance externe sont de retour : offre publique d'achat d'AB Inbev sur SABMiller dans le secteur de la bière, acquisition par Dell d'EMC dans celui de la technologie, fusion de Holcim et Lafarge dans le ciment, ... Ces acquisitions et fusions majeures font souvent l'objet de critiques à la fois sur leur prix élevé et sur la faible probabilité de succès des synergies.

Pourquoi poursuivre de telles stratégies ? Quelle est leur valeur ?

## **L'absence d'alternative**

La première réponse est bien évidemment celle de l'absence d'alternative pour la plupart des grands groupes occidentaux opérant dans les secteurs traditionnels. Ces leaders connaissent (ou ont connu) une croissance soutenue par consolidation de leur marché. Cette croissance explique à la fois leur valorisation élevée et leur dynamique de création de valeur dans le temps. Mais elle porte en elle sa propre fin : comment continuer à croître fortement lorsque l'on a plus de 30% de parts de marché et/ou un chiffre d'affaires plus du double de celui des concurrents ?

Une stratégie d'accélération de la croissance organique (ou de petites acquisitions locales) n'est souvent pas à la hauteur de l'enjeu, en tout cas à court moyen terme. Plus les grands groupes ont réussi le déploiement de cette stratégie dans le passé, plus le défi se révèle insurmontable. La mise en œuvre de grands leviers de croissance organique (innovation de rupture, développement dans les pays émergents, dans le numérique, extension de l'offre et des niveaux de gamme, ...), lorsqu'ils existent, prend souvent trop de temps pour modifier la trajectoire de croissance à court moyen terme (à moins de s'appeler Apple).

Le ralentissement des sociétés historiquement en forte croissance conduit ainsi à de fortes ruptures de création de valeur (cf. tableau 1). Ce fut le cas pour L'Oréal dans les années 2002/2006 avec un TSR nul pendant ces quatre années de rebond économique (à comparer à +6% p.a pour le CAC40), de Microsoft dans les années 2003/2004 avec un TSR de -5% p.a pendant deux ans (versus +11% p.a pour le S&P 500),... (cf. tableau 2).

Le plus souvent, seuls les grands mouvements d'acquisition ou de fusion permettent de maintenir (ou d'améliorer) la croissance des leaders occidentaux, et donc leur potentiel de création de valeur.

## **Toutes les acquisitions stratégiques ne se ressemblent pas**

Toutes les acquisitions n'offrent pas le même intérêt. Le succès d'une grande acquisition ou d'une fusion passe par l'identification et la mise en œuvre des bons leviers stratégiques.

*La consolidation des marchés mûrs* exige de réussir la mise en œuvre des synergies très fortes pour créer de la valeur et justifier les primes d'acquisitions. C'est par exemple le processus en cours dans le secteur du câble aux Etats-Unis (acquisitions de Cablevision par Altice, de Time Warner Cable par Charter Communications, ...). Le bénéfice n'est cependant pas souvent visible car les gains risquent d'être transférés aux clients (baisse de prix, ...) ou dissipés par les coûts de complexité. Cette stratégie n'a d'intérêt à long terme que si le potentiel de consolidation est suffisamment profond et si les grandes fusions / acquisitions permettent

- Tableau 1 -

**Exemple d'une société passant d'une croissance de 15% p.a à une croissance de 5% p.a**

	Année 0		Année 5		Année 10	
	Taux de croissance annuel		Taux de croissance annuel			
<b>Chiffre d'affaires</b> (en indice)	100	+15%	200	+5%	255	
<b>Résultat net</b> (en indice et en % du chiffre d'affaires)	10 10%	+15%	20 10%	+5%	25 10%	
<b>PER</b> (price earning ratio)	25	0%	25	-10%	15	
<b>Capitalisation boursière</b>	250	+15%	500	-5%	385	
<b>Rendement du dividende</b>		0%		5%		
<b>TSR <sup>(1)</sup></b> (in % p.a.)		+15%		+0%		

Note: toute chose égale par ailleurs (croissance non dilutive, hors augmentation de capital, hors baisse des taux d'intérêt sur la période ...)

(1) Total Shareholder Return : rendement pour l'actionnaire de plus value et de dividendes

Source: Estin & Co

d'accélérer cette concentration du marché. Dans le cas d'une stratégie « à un coup », le risque est de s'enfermer dans une impasse et de se priver de marges de manœuvres financières.

*La diversification géographique* est une stratégie où l'enjeu est de se repositionner significativement sur des marchés en croissance de long terme et d'accélérer le développement de la cible d'acquisition en mettant en œuvre des synergies (partages de coûts, moyens financiers, ...). Cette stratégie a été menée avec succès par de nombreux groupes de grande consommation, et notamment par les deux grands leaders AB Inbev et SABMiller dans le secteur de la bière. Ils ont généré un TSR respectivement de 20% et 18% p.a entre 2005 et 2015 (contre un TSR de 13% p.a pour Heineken et 10% p.a pour Carlsberg). L'acquisition de SABMiller par AB Inbev est l'aboutissement logique de cette dynamique, avec un rationnel pour AB Inbev de croissance de long terme en Afrique et en Chine. Les stratégies de diversification géographique ne sont cependant pas sans risques : erreur d'appréciation sur le potentiel de croissance des marchés, choix d'une cible non compétitive, intégration trop forte et dilution de la cible dans le groupe acquéreur, ...

*La diversification sur des métiers connexes* constitue un autre exemple de repositionnement sur des marchés en croissance longue. Cette stratégie est d'autant plus créatrice de valeur lorsqu'elle permet de transformer l'industrie par la mise en œuvre de synergies de revenus (clients communs avec offre de one stop shopping, ...) ou de coûts (simplification des étapes de valeur ajoutée...). C'est une stratégie classique dans les secteurs technologiques, en particulier pour les leaders saturant leur marché historique. Microsoft cherche à retrouver de la croissance en sortant de son périmètre historique grâce à des acquisitions majeures en services internet et réseaux sociaux (Skype, ...), en téléphonie (Nokia Handset), en marketing digital (AQuantive, ...). Les acteurs traditionnels de la pharmacie comme Roche ou Sanofi s'appuient sur des acquisitions de spécialistes en biotechnologie pour compenser le ralentissement de leur activité historique. Là aussi, les risques sont nombreux aussi bien en amont de l'acquisition (sélection des marchés et des cibles) qu'en aval (intégration, ...).

*Enfin, la croissance externe par grandes acquisitions* est au cœur des stratégies de gestion de portefeuille. C'est ainsi que des conglomérats comme Danaher, Jarden Corp ou encore Valeant ont connu des TSR supérieurs à 13% p.a sur longue période. L'exemple le plus emblématique reste Berkshire Hathaway (acquisitions de Precision Castpart dans l'aéronautique, de Heinz dans la grande consommation, de Burlington Northern Santa Fe dans le ferroviaire, ...). L'intégration et les frais de siège doivent être limités dans ce type de stratégie. Les cessions de activités matures accompagnent le plus souvent le développement sur de nouveaux marchés.

Dans tous les cas, les grandes acquisitions doivent permettre d'accélérer la mise en œuvre de stratégies de croissance, sans déséquilibrer l'équilibre financier du groupe. L'enjeu est celui de la vitesse dans le déploiement de la stratégie. Il s'agit d'identifier les marchés et les cibles ayant un impact suffisant, analyser l'ampleur et la durée de la croissance de ces cibles, et de valoriser aussi bien cette croissance longue que les synergies. Il s'agit aussi de se focaliser sur les bons leviers pour chaque type de stratégie, et de trouver l'équilibre entre intégration et autonomie des cibles d'acquisition.

## **La question du financement**

L'obstacle principal à une stratégie de croissance forte par acquisition est celui de la capacité de financement. Si les cessions et l'endettement ne suffisent pas, la question peut devenir celle de l'augmentation de capital. Le choix peut alors se résumer de manière simplifiée pour un actionnaire majoritaire entre le simple rendement du dividende (et un risque de destruction de valeur sur le long terme) ou la dilution, avec à l'extrême la fusion de sa société dans un ensemble à même de croître sur la durée (mais avec la perte du contrôle). Cette option de fusion peut se révéler la plus attractive lorsque l'augmentation de la valeur de marché du capital compense la dilution. Elle permet de plus de ne pas obérer les capacités d'investissement de l'ensemble ainsi créé en évitant le recours à l'endettement.

- Tableau 2 -

**Exemples de sociétés emblématiques ayant connu une rupture dans leur dynamique**

	<b>L'Oréal</b>		<b>Walmart</b>		<b>Dell</b>		<b>Microsoft</b>		<b>Oracle</b>	
	<u>1992-2002</u>	<u>2002-2006</u>	<u>1993-2003</u>	<u>2003-2006</u>	<u>1995-2005</u>	<u>2005-2007</u>	<u>1992-2002</u>	<u>2002-2004</u>	<u>2002-2012</u>	<u>2012-2013</u>
<b>Croissance annuelle</b>	10%	3%	19%	2%	30%	7%	30%	-1%	10%	5%
<b>TSR annuel</b>	24%	0%	16%	-5%	39%	-19%	25%	-5%	12%	1%
<b>TSR annuel de l'indice référent<sup>(1)</sup></b>	-21%	6%	11%	9%	9%	0%	-22%	5%	5%	22%
<b>Ecart de TSR</b>	+45 pts	- 6pts	+5 pts	-14 pts	30 pts	-19 pts	47 pts	- 10 pts	7 pts	-21 pts

(1) Indice de référence : CAC40 pour les entreprises françaises ; S&P500 pour les entreprises américaines  
Sources : Bloomberg, rapports annuels, analyses et estimations Estin & Co

## **En conclusion**

La création de valeur dans la durée passe par la croissance. Dans un environnement de taux bas, les grandes acquisitions constituent un levier fort pour les grands groupes occidentaux. Les dirigeants doivent ainsi se focaliser sur les relais de croissance pérenne. A défaut, les actionnaires ont l'option de changer de management en fusionnant leur société dans un groupe à plus fort potentiel.

*Octobre 2015*

*Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich 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 - LONDON - ZURICH - SHANGHAI**

**43 avenue de Friedland 75008 Paris**

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

- Tableau 3 -

**Exemples de sociétés emblématiques conduisant régulièrement de grandes acquisitions  
Période 2005-2015**

**Consolidation des  
marché mûrs**

Acquéreur	Cibles	Industrie	TSR p.a 2005-15
Kraft Foods	Heinz, Cadbury, ...	Grande Consommation	13%
AT&T	DirectTV, Bellsouth, CellularOne, ...	Cable	10%
Wells Fargo	Wachiova, First Security, First Commerce, ...	Banque	9%
Pfizer	Wyeth, AstraZeneca, Hospira, ...	Pharmacie	9%
Procter & Gamble	Gillette, NuMaid, Zirh, Natura Pet, ...	Grande Consommation	6%
		<b>Moyenne</b>	<b>9%</b>

**Diversification  
géographique**

Acquéreur	Cibles	Industrie	TSR p.a 2005-15
ABInbev	SABMiller, Oriental Brewery, Ambev ...	Bière	20%
Prudential PLC	Thanachart, Shield Assurance, Express Life, ...	Assurance	14%
Groupe SEB	Supor, OBH Nordica, Asia Fan, ...	Petits électroménager	14%
Imperial Tobacco	Altadis, portefeuille de marques américaines de Reynolds / Lorillard, ...	Tabac	13%
Sodexo	Motivcom, Puras do Brasil, ...	Services de restauration	11%
		<b>Moyenne</b>	<b>14%</b>

**Diversification  
métiers  
connexes**

Acquéreur	Cibles	Industrie	TSR p.a 2005-15
Actavis	Allergan, Forest Laboratories, Durata Therapeutics, ...	Pharmacie	24%
Ecolab	Champion Technologies, Nalco, Microtek Medical, ...	Services	15%
Nestlé	Gerber, Novartis Medical Nutrition, Kraft frozen pizza, ...	Grande consommation	14%
Roche	Genentech, Santaris, InterMune, ...	Pharmacie	10%
Microsoft	Nokia Handset, Yammer, Skype, ...	High Tech	9%
		<b>Moyenne</b>	<b>14%</b>

**Gestion de  
portefeuille**

Acquéreur	Cibles	Industrie	TSR p.a 2005-15
Valeant	Bausch & Lomb, Medicis Pharmaceutical, ...	Conglomérat	26%
Roper	Sunquest Information Systems, CBORD, ...	Conglomérat	18%
Jarden Corp	Waddington, Yankee Candle, Holmes, ...	Conglomérat	15%
Danaher	Nobel Biocare, Tektronix, Navman Wireless ...	Conglomérat	13%
Berkshire Hathaway	Burlington Northern Sante Fe Corp, Precision Castparts, ...	Holding	9%
		<b>Moyenne</b>	<b>16%</b>