

Le coût de la croissance

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Les leaders en forte croissance ont souvent une rentabilité inférieure à celle que l'on pourrait attendre compte tenu des effets d'échelle dont ils bénéficient.

La croissance a en effet un coût, au-delà des investissements en actifs et besoins en fond de roulement. C'est le coût de l'innovation, des investissements marketing et commerciaux nécessaires pour croître, des sous-optimisations transitoires des outils industriels pendant leur montée en puissance, des différents avantages d'un modèle d'activité plus attractif pour les clients, des baisses de prix nécessaires pour gagner des parts de marché ou des goodwills d'acquisition.

Ce coût est souvent caché. Les leaders en forte croissance ont des parts de marché fortes et des coûts structurellement plus bas que ceux de leurs concurrents. Leur rentabilité est de toute façon élevée. On ne perçoit donc pas immédiatement le coût induit par leur croissance et permettant celle-ci. De plus, ce coût est rapidement compensé par les effets d'échelle supplémentaires qu'il génère.

Il est au contraire évident pour les suiveurs et constitue souvent une barrière infranchissable. Les effets d'échelle jouent en effet à plein sur ces coûts (sauf pour les baisses de prix et les goodwills d'acquisitions).

C'est un véritable investissement, créateur de valeur¹. Mais comme il passe par les dépenses d'exploitation et/ou les marges et n'est pas capitalisé, il est rarement analysé en tant que tel.

Il faut optimiser ce coût. La croissance est nécessaire mais peut devenir dilutive si elle est mal calibrée dans son ampleur et sa vitesse, mal définie dans ses priorités, et mal maîtrisée concernant ses coûts. La mener à bien tout en maintenant des rentabilités fortes est un enjeu majeur.

Le coût de la croissance par acquisition

Dans les activités à forts effets d'échelle, les goodwills d'acquisitions dégradent temporairement les rentabilités des leaders qui restent néanmoins très élevées. La mise en œuvre des synergies permet de compenser partiellement l'impact de ces goodwills.

Pour les suiveurs, en revanche, les faibles rentabilités structurelles et les cash flows insuffisants rendent les acquisitions difficiles compte tenu de leur impact en trésorerie et dans les comptes de résultats.

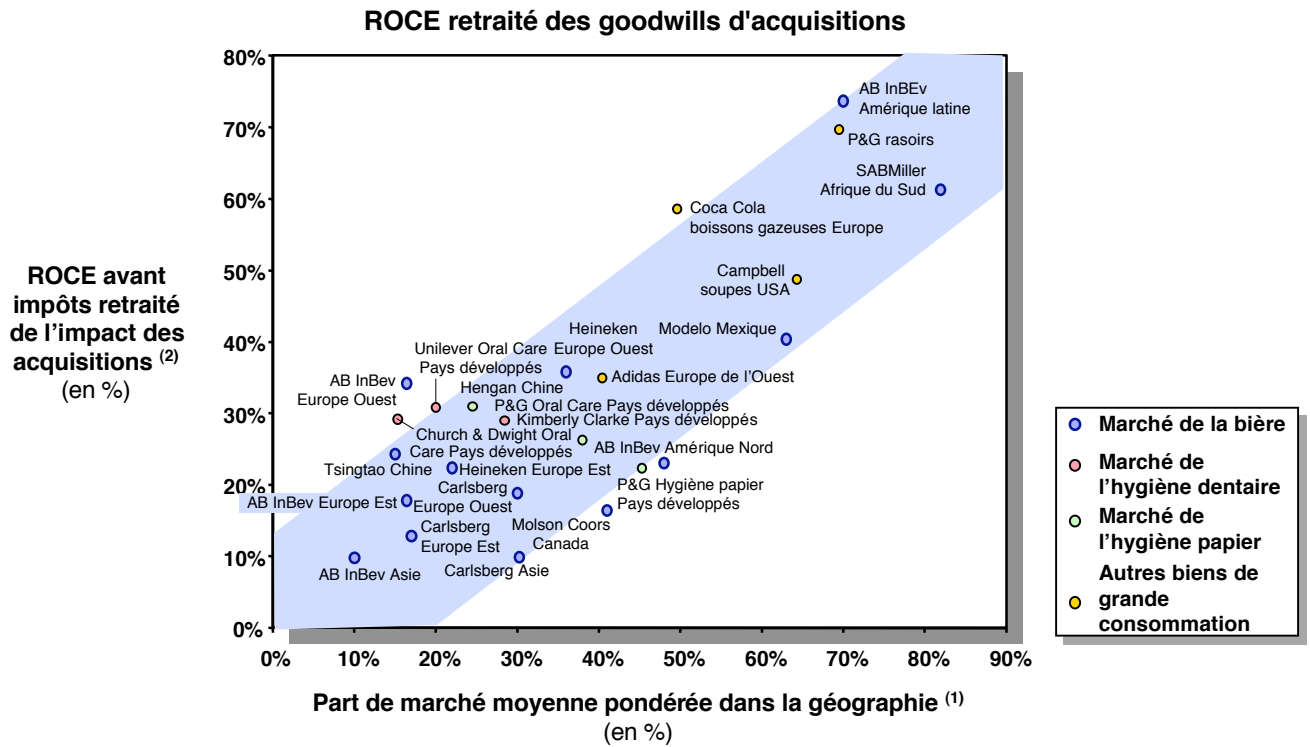
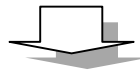
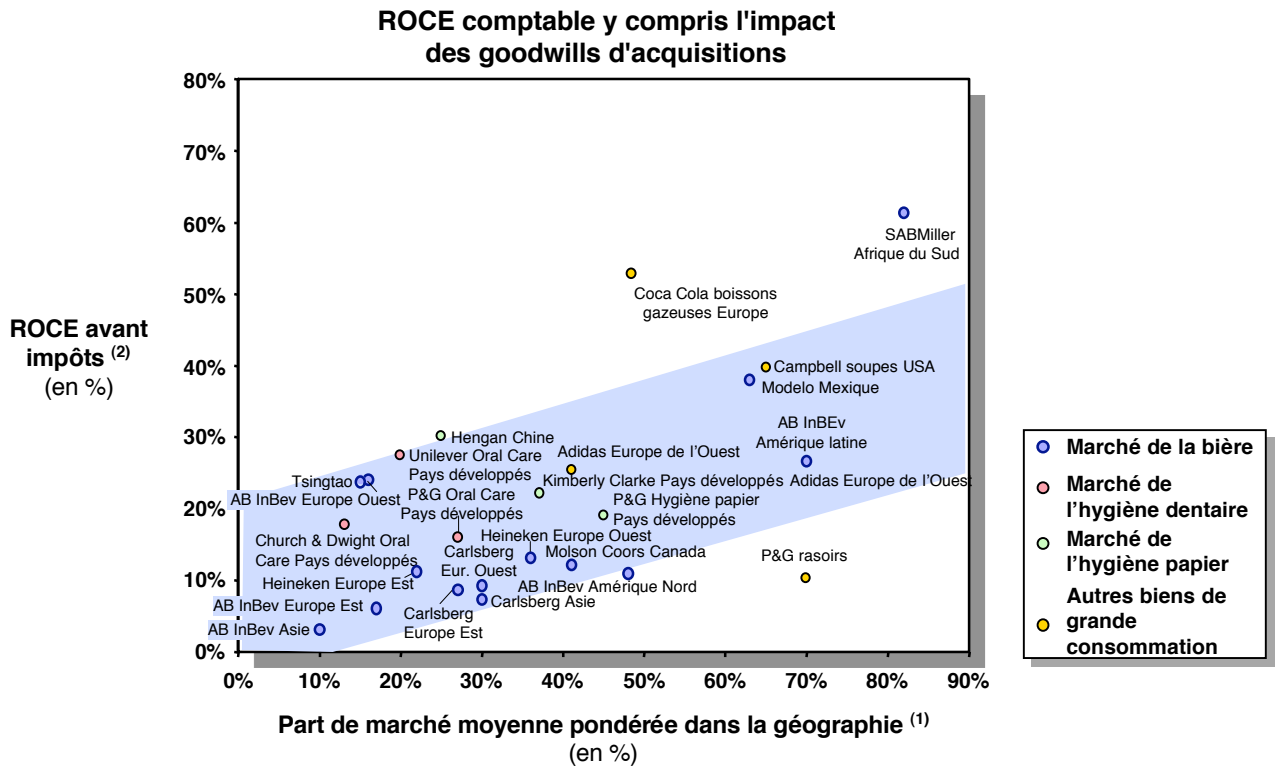
La simple comparaison des rentabilités apparentes des concurrents au sein d'une industrie qui se consolide par acquisitions est donc trompeuse. Elle néglige le fait que ces rentabilités sont liées à des taux de croissance différents. Celles des leaders sont liées à des taux de croissance supérieurs à la moyenne de l'industrie, alors que celles des suiveurs sont souvent liées à une absence de croissance et à des pertes de parts de marché. *Elles n'ont donc pas la même valeur ni la même pérennité.*

Une fois les capitaux engagés retraités des goodwills d'acquisition, les rentabilités "organiques" sont significativement plus élevées pour les leaders. Elles reflètent les vrais

¹ Pour un leader, il vaut mieux en effet dégrader légèrement la rentabilité pour augmenter fortement la croissance, si cette rentabilité reste élevée, supérieure au coût du capital, et suffisante pour financer la croissance.

- Tableau 1 -

Rentabilité et parts de marché de leaders de la grand consommation avant et après goodwills d'acquisitions



Note : (1) Part de marché moyenne dans les pays dans lesquels l'acteur considéré a des produits distribués ; (2) ROCE = EBIT / Capitaux Engagés
Sources : Rapports annuels, présentations aux analystes, Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

effets d'échelle de l'industrie et expliquent la concentration inéluctable de ces industries (cf. tableau 1).

Le coût d'un modèle d'activité attractif

Dans une activité classique à forts effets d'échelle (par exemple 20% de baisse de coûts pour chaque doublement de la part de marché) et bien structurée (le leader est deux fois plus grand que le suivant immédiat, lui-même deux fois plus grand que le numéro trois), l'EBIT du leader devrait être de 30% à 40%.

Dans la réalité, on observe rarement de tels chiffres. Le leader a toujours intérêt à concentrer l'industrie pour augmenter son avantage concurrentiel. Il utilise donc une part de sa "sur rentabilité" pour investir dans la qualité ou l'innovation de ses produits, l'image de ceux-ci, le service aux clients ou les prix, et pour croître plus fortement que ses suiveurs.

Par exemple, le leader de la distribution d'optique dans le segment discount en Allemagne devrait avoir des marges structurelles très élevées (jusqu'à 50% d'EBIT) compte tenu de ses effets d'échelle à l'achat et sur ses points de vente. Mais un réinvestissement de 30 points en baisses des prix par rapport à ceux des distributeurs indépendants, et de 9 points en publicité lui permet de croître à 7% par an, dans un marché qui croît en moyenne à 2% par an. Sa marge, nette des coûts de la croissance, n'est "que" de 17% (EBIT) et sa rentabilité de 50% (ROCE) (cf. tableau 2).

La croissance est toujours le résultat d'une forte compétitivité dont les avantages sont partiellement retransférés aux clients.

Le coût de l'innovation

Dans la plupart des cas, l'innovation sert simplement à maintenir le niveau de consommation, les parts de marché et les niveaux de prix au sein des marchés mûrs. Elle n'entraîne pas de surcoût ni de croissance additionnelle particulière (hors celui d'une mauvaise gestion éventuelle de la complexité). C'est un coût inévitable pour simplement rester sur place.

Les vraies innovations de croissance sont celles qui créent des ruptures et des nouveaux courants de consommation au sein des marchés mûrs. Elles peuvent entraîner des coûts significatifs et non rentabilisés pendant quelques années avant de produire leurs effets. Entre 1999 et 2011, Apple a dépensé 11 milliards USD en recherche et développement pour développer trois innovations majeures, l'Ipod, l'iPhone et l'Ipod. Ses dépenses de R&D ont augmenté de 19% par an. Au pic de l'investissement, elles ont représenté 8% du chiffre d'affaires total (cf. tableau 4).

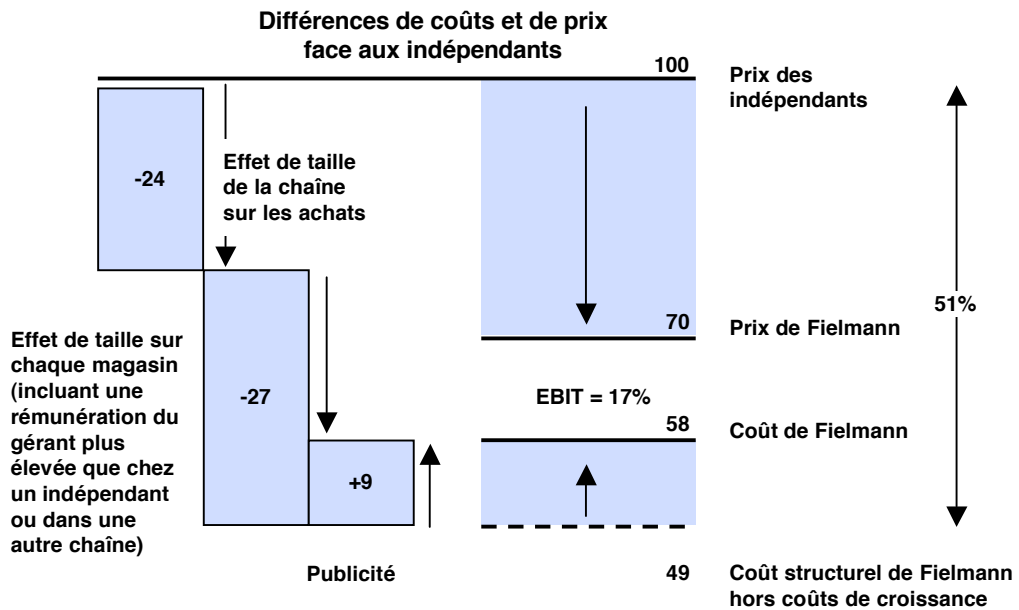
Ce sont également celles qui permettent de suivre la croissance à travers différentes gammes de produits de plus en plus sophistiquées, dans les marchés à forte évolution technologique, et où l'intensité des coûts de développement augmente à chaque nouvelle vague (par exemple les coûts de développement d'un jeu vidéo sont passés d'un million de USD en 1995 à 5 millions en 2000, 10 millions en 2005, et 15 à 50 millions en 2010 avec des extrêmes à 150 millions pour un blockbuster multijoueurs en ligne). Les coûts de la vague future étant portés par les marges de la vague en cours, les rentabilités tendent à se dégrader, sauf pour les leaders bénéficiant de forts effets d'échelle et concentrant l'industrie.

Ce sont enfin celles qui permettent d'adapter fortement des produits ou des services à une nouvelle géographie en forte croissance (par exemple Renault avec la Logan dans les pays émergents, Unilever avec ses produits à 5 roupies en Inde, Nokia avec ses téléphones low cost en Inde,...). Le coût de la croissance est essentiellement lié aux déséconomies d'échelle causées par cette adaptation (R&D spécifique, séries de production plus courtes, outils de production différents, stocks spécifiques, ...).

A nouveau, ces surcoûts sont des investissements et des barrières favorisant les leaders compte tenu des effets d'échelle significatifs qui existent sur les coûts de R&D. Avec la croissance induite de ses revenus, les dépenses de R&D d'Apple sont passées de 5 à 8% du chiffre d'affaires entre 1999 et 2001 (le surcoût de croissance) pour tomber à 2% en 2011 (cf. tableau 4).

- Tableau 2 -

Le modèle d'activité de Fielmann (chaîne discount d'optique en Allemagne) lui permet de croître de manière rentable tout en étant 30% moins cher que les opticiens indépendants
Fielmann 2010



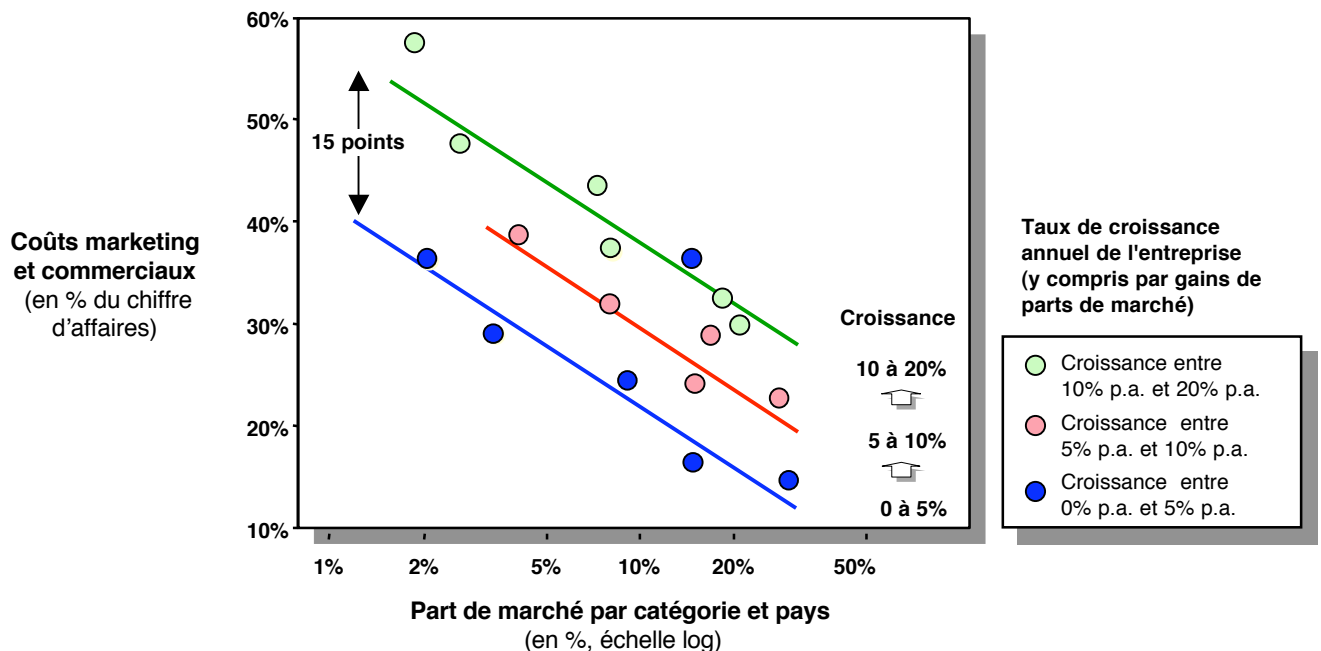
- Croissance annuelle de 15% à 20% entre 2000 et 2010 dans un marché en croissance moyenne de 2% par an
- EBIT de 17% et ROCE de 35%

Sources : Fielmann, entretiens, Association des Opticiens Allemands, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 3 -

Les coûts commerciaux et marketing dépendent de la part de marché et de la croissance

Exemple d'un acteur dans les biens de grande consommation (chaque point est une catégorie de produits dans un pays)



Source : Analyses et estimations Estin & Co

Les coûts commerciaux et marketing

L'investissement marketing et commercial pour croître dépend de l'ampleur de la croissance et de la structure du marché (cf. tableau 3).

Dans un marché en forte croissance et encore peu concentré, les parts de marché se gagnent sur les nouveaux marchés, sans vider les usines des concurrents. C'est donc fondamentalement le surcoût lié aux recrutements commerciaux, investissements publicitaires ou supports techniques effectués en *avance* par rapport à la réalisation du chiffre d'affaires supplémentaire souhaité. Cette avance peut être de six mois, un an, ou 18 mois suivant les métiers. Plus on souhaite croître fortement dans un laps de temps donné et plus ces surcoûts sont importants (mais baissent très vite ensuite avec les effets d'échelle). Plus le temps de formation, d'adaptation et de pleine montée en puissance de ces nouvelles équipes est long, et plus le surcoût est également important.

A l'inverse, dans un marché mûr, sans croissance et fortement concentré, le gain de part de marché revient à attaquer directement le fond de commerce des concurrents. Le coût de ce gain de part de marché (en organique) finit souvent par être égal ou supérieur à ce que serait le prix d'acquisition d'un concurrent correspondant à une part de marché équivalente.

L'analyse confirme l'expérience : dans des marchés en forte croissance, il est préférable d'investir de façon organique si l'on a le bon modèle d'activité et des plateformes de départ compétitives². Dans les marchés mûrs et concentrés, il vaut mieux acquérir un concurrent si l'on veut gagner de la part de marché.

Pour les concurrents suiveurs à faible part de marché face aux leaders, il est toujours très difficile et coûteux de croître de façon organique et il peut être préférable de faire des acquisitions. Il n'y a pas d'effet d'échelle sur un goodwill d'acquisition (la seule barrière est celle des moyens disponibles), alors que les effets d'échelle jouent à plein sur tous les surcoûts organiques de croissance.

Le coût de l'augmentation des moyens de production

Au-delà des investissements passés au bilan, la croissance a également un coût au niveau de la montée en puissance des outils industriels, des réseaux de distribution ou des équipes délivrant un service. C'est le coût de la moindre productivité industrielle pendant un temps plus ou moins long, du remplissage partiel des capacités pendant le temps de la montée en puissance, du laps de temps nécessaire pour atteindre le plein potentiel d'un point de vente, ou encore du coût d'apprentissage des équipes.

Les enjeux s'analysent donc de la même façon que pour les coûts commerciaux et marketing. Dans tous les cas, c'est le surcoût engagé en année n et réduisant le résultat de cette année n dans le but de produire un chiffre d'affaires supplémentaire en année $n+1$, $n+2$, ... ou $n+5$.

L'allocation de ressources

Tous ces surcoûts s'observent, s'analysent, *se norment*, et il est donc possible de les optimiser et de les allouer comme tout investissement, au mieux de la stratégie suivie et en faisant des choix forts entre les activités et les géographies.

Si l'on veut croître fortement, l'enjeu d'allocation ne concerne donc pas seulement les "investissements" (ceux qui passent par le bilan). Il faut également passer à la paille de fer tous les coûts :

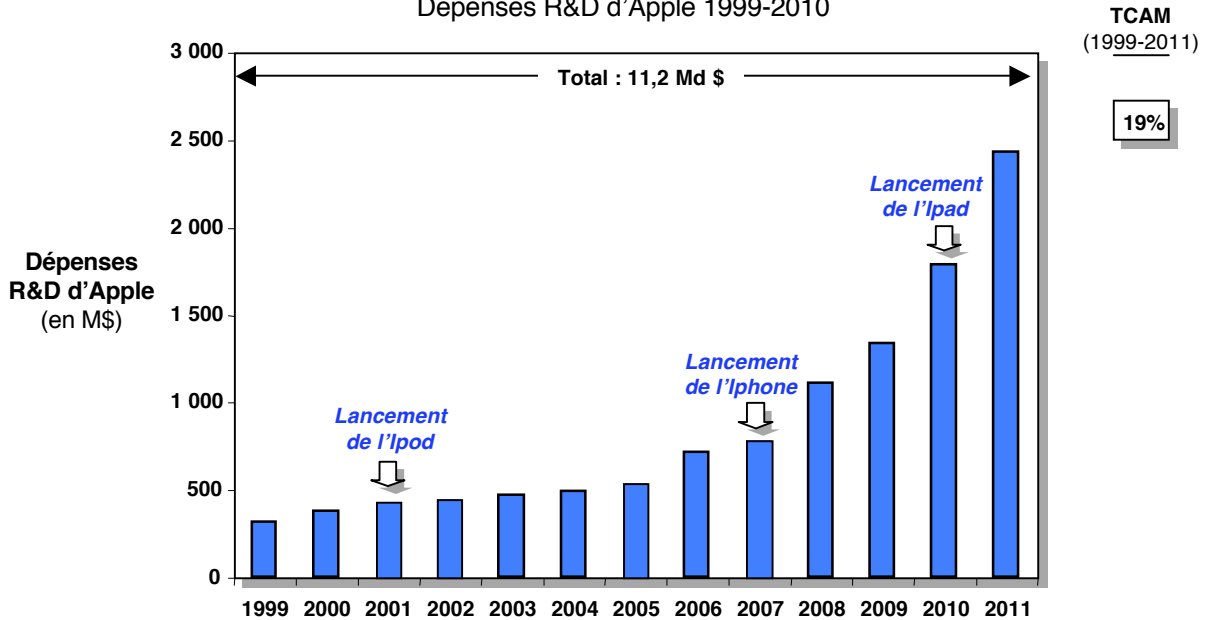
- En éliminant les surcoûts de croissance, qui par inertie demeurent souvent dans des activités mûres où leurs rendements sont décroissants, voire nuls ;
- En choisissant avec soin, au sein des activités et géographies en croissance, celles sur lesquelles il est stratégique et rentable de faire porter les efforts plutôt que de diluer les ressources sur trop d'axes où l'on atteindra pas de positions suffisantes ;

² Mais dans certains cas, il peut être néanmoins nécessaire de faire des acquisitions pour aller plus vite et gagner des parts de marché stratégiques avant que celles-ci ne soient prises.

- Tableau 4 -

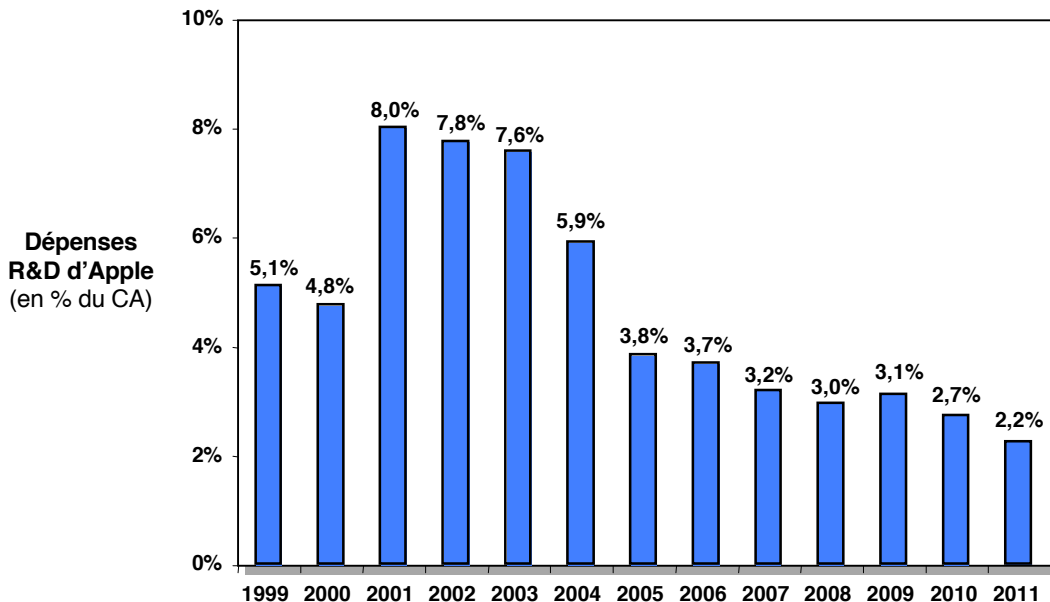
Au total, Apple a dépensé 11 Mds \$ en R&D depuis 1999 pour développer trois innovations majeures

Dépenses R&D d'Apple 1999-2010



La forte croissance d'Apple lui a permis de faire passer le poids de sa R&D de 5% à 2% de son chiffre d'affaires (après une pointe à 8%)

Chiffre d'affaires et dépenses R&D d'Apple 1999-2010



Sources : Apple, analyses et estimations Estin & Co



• **Le chiffre d'affaires d'Apple est passé de 6 milliards de USD en 1999 à 108 milliards en 2010**

- En optimisant les niveaux et les mix de dépenses en fonction des objectifs de croissance, de la nature de l'activité, de la vitesse des gains de parts de marché souhaitée, de la dynamique des marchés et de la structure concurrentielle.

C'est la condition pour croître fortement, avec des niveaux de rentabilités différenciés entre activités et géographies, mais restant globalement élevés.

Par exemple, dans une entreprise de biens de grande consommation croissant globalement à 6% par an, mais de façon différenciée entre activités et géographies, le surcoût total de la croissance peut atteindre 3% des coûts totaux³ (et réduit l'EBIT de 30%). Comment l'allouer au mieux pour plus de croissance et de rentabilité ?

Encore faut-il bien évidemment identifier ces surcoûts de croissance et pouvoir les normer, au-delà des coûts des opérations "en statique".

Qu'en conclure

Les coûts ne dépendent pas seulement des effets d'échelle ou des coûts des facteurs. *Ils dépendent également de la croissance.*

La comparaison non corrigée des rentabilités des différents concurrents dans une même industrie est fallacieuse. Chaque rentabilité doit être associée à un taux de croissance, car ce taux de croissance inclut des différences structurelles de coûts et d'investissements, à part de marché donnée.

Le même enjeu existe à l'intérieur d'un groupe, lorsque l'on compare les activités et les géographies. Les mêmes rentabilités à croissances 0%, 5% ou 10% par an ont bien évidemment des valeurs différentes (normalement traduites par des TSR ou des cash-flows futurs actualisés différents).

Dans les activités à forts effets d'échelle, les rentabilités apparentes des leaders en croissance donnent une image fautive de leur vraie compétitivité. Elles incluent des surcoûts liés à la croissance et aux gains de part de marché. En "statique", ces rentabilités seraient souvent supérieures de 5 à 10 points (ROCE).

A l'inverse, dans ces mêmes activités, les rentabilités apparentes des suiveurs et concurrents marginaux qui perdent des parts de marché sont toujours surévaluées car non soutenables à long terme. Elles n'intègrent pas les investissements (prohibitifs) qui permettraient d'assurer leur survie à long terme.

Au sein d'un groupe, il faut mesurer, cribler et optimiser les surcoûts de croissance, de la même façon que l'on analyse et optimise les "investissements". Sinon, la croissance devient très vite dilutive en termes de rentabilité.

Il faut traquer à la fois les surcoûts dilutifs dans les activités mûres, et les sous-investissements conduisant à des impasses stratégiques dans les marchés en forte croissance.

Pour un leader, diminuer légèrement sa rentabilité (tant que celle-ci reste élevée et supérieure au coût du capital) pour augmenter sa croissance est créateur de valeur. Mais pourquoi réduire cette rentabilité alors qu'on peut croître plus vite en redéployant intelligemment les coûts ?

Janvier 2012

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.

³ L'entreprise aurait des coûts totaux inférieurs de 3% si elle croissait seulement à 2 ou 3% par an, comme la moyenne de son marché.