

# Le Surplus de Croissance

Par

Jean Estin

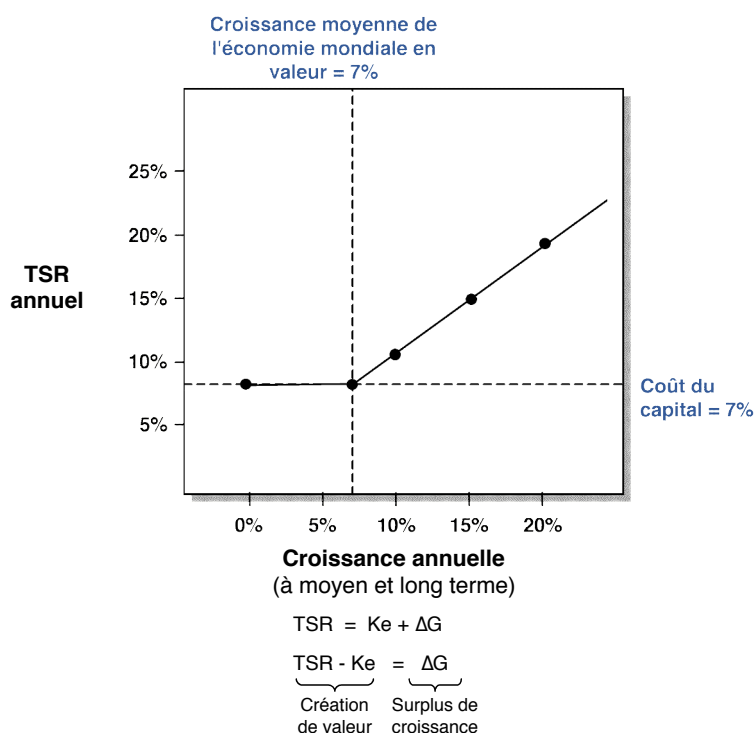
Président, Estin & Co

Revenons aux fondamentaux. La création de valeur n'est pas liée à la rentabilité. Elle est liée à la *croissance* rentable. Les analyses sur toutes les bourses montrent la corrélation entre TSR et croissance (à rentabilité donnée). Un développement de la formule de Gordon Shapiro montre de façon plus précise les composantes du TSR<sup>(1)</sup>. Celui-ci est égal au coût du capital, plus la croissance *additionnelle* de l'entreprise à moyen et long terme par rapport à la croissance moyenne de l'économie (à rentabilité inchangée et supérieure au coût du capital).  $TSR = Ke + \Delta G$ <sup>(2)</sup>.

La création de valeur ( $TSR - Ke$ ) est donc égale au *surplus de croissance* généré par l'entreprise par rapport à la croissance moyenne de l'économie ( $\Delta G$ ). Cette relation peut être vérifiée sur tous horizons de temps (supérieurs à 5 ans) pour toutes les entreprises et sur toutes les grandes places boursières. (cf. tableau 1).

- Tableau 1 -

**La création de valeur est liée à la croissance, au-delà de la croissance moyenne de l'économie**



D'où provient ce surplus de croissance ? Bien évidemment de deux sources : la croissance du marché à moyen et long terme et les gains de parts de marché de l'entreprise. Pour l'une comme pour l'autre, la nature et la dynamique des marchés dans lesquels l'entreprise évolue sont critiques.

<sup>(1)</sup> TSR = Total Shareholder Return : rentabilité annuelle pour l'actionnaire sur son investissement (plus-value boursière, dividendes, distribution d'actions gratuites, ...).

<sup>(2)</sup> Où  $Ke$  est le coût du capital et  $\Delta G$  la différence entre la croissance à moyen et long terme de l'entreprise et la croissance moyenne de l'économie à rentabilité constante.

En ce qui concerne la croissance des marchés, les dynamiques structurelles sont très contraignantes. On peut rechercher (et il faut le faire) des sources continues de redynamisation des marchés mûrs. Mais lorsque l'on est présent en fin de cycle long du développement d'une grande industrie au sein d'un pays développé, dans des marchés fortement concentrés, et où la valeur migre de plus en plus à l'aval, il est difficile de recréer des dynamiques de croissance *fortement supérieures à la moyenne de l'économie*. C'est la raison pour laquelle les grands groupes développent à marche forcée une part de plus en plus grande de leur chiffre d'affaires dans les pays émergents ou dans de nouveaux métiers en forte croissance structurelle.

En ce qui concerne les potentiels de gains de parts de marché, tous les métiers ne se valent pas. Les métiers à forte valeur de la part de marché (forts effets d'échelle ou d'expérience, valeur à la taille des séries, ...) finissent toujours par se concentrer et offrent une prime de rentabilité au leader. La croissance par gains de parts de marché (organique ou par acquisitions) est nécessaire et a de la valeur. Les investissements effectués sont relatifs s'ils permettent de développer des positions de clair leadership.

A l'inverse, les métiers où il n'y a pas ou peu de valeur à la part de marché (effets d'échelle faibles ou s'arrêtant très rapidement à un seuil critique très inférieur à la taille du marché) ont peu d'intérêt de ce point de vue. Il y a peu de valeur à les concentrer. Y gagner des parts de marché fait baisser les prix sans faire baisser les coûts.

La combinaison de ces deux sources éclaire l'attractivité respective des différents types de métiers du point de vue de la croissance potentielle et donc de la création de valeur (cf. tableau 2). La génération de surplus de croissance est potentiellement la plus forte dans les métiers en forte croissance longue *et* où la nature économique de l'activité donne une prime structurelle au leader. Les deux sources de croissance rentable y coexistent : celle du marché et celle de la concentration du marché. Un groupe qui veut réellement créer de la valeur pour ses actionnaires devrait y concentrer l'essentiel de ces ressources (et devenir leader dans chacune des activités ciblées).

A l'opposé, rester dans des activités où il n'y a pas de croissance et pas de valeur à la part de marché est une absurdité économique pour un grand groupe. De même, demeurer dans des activités où il n'y a plus de croissance du marché ni de potentiel de concentration de ce marché est peut-être rentable et générateur de cash flows si l'on a des positions de leadership. Mais ces positions ne créent pas de valeur.

Belle découverte ? Ceci est évident ou devrait l'être. Mais dans ce cas, pourquoi courir dans le sens inverse de la marche sur des tapis roulants ? La part des activités en forte croissance longue et où il y a une valeur forte au leadership dans les portefeuilles des grands groupes occidentaux est faible (en moyenne moins de 20% du chiffre d'affaires). La plupart de ces groupes ne peuvent donc prétendre à créer de la valeur pour leurs actionnaires, compte tenu de leurs portefeuilles d'activités actuels (et n'y parviennent d'ailleurs plus).

La recherche des surplus de croissance nécessite une remise en cause et une *gestion active* des portefeuilles d'activités en termes de métiers et de pays.

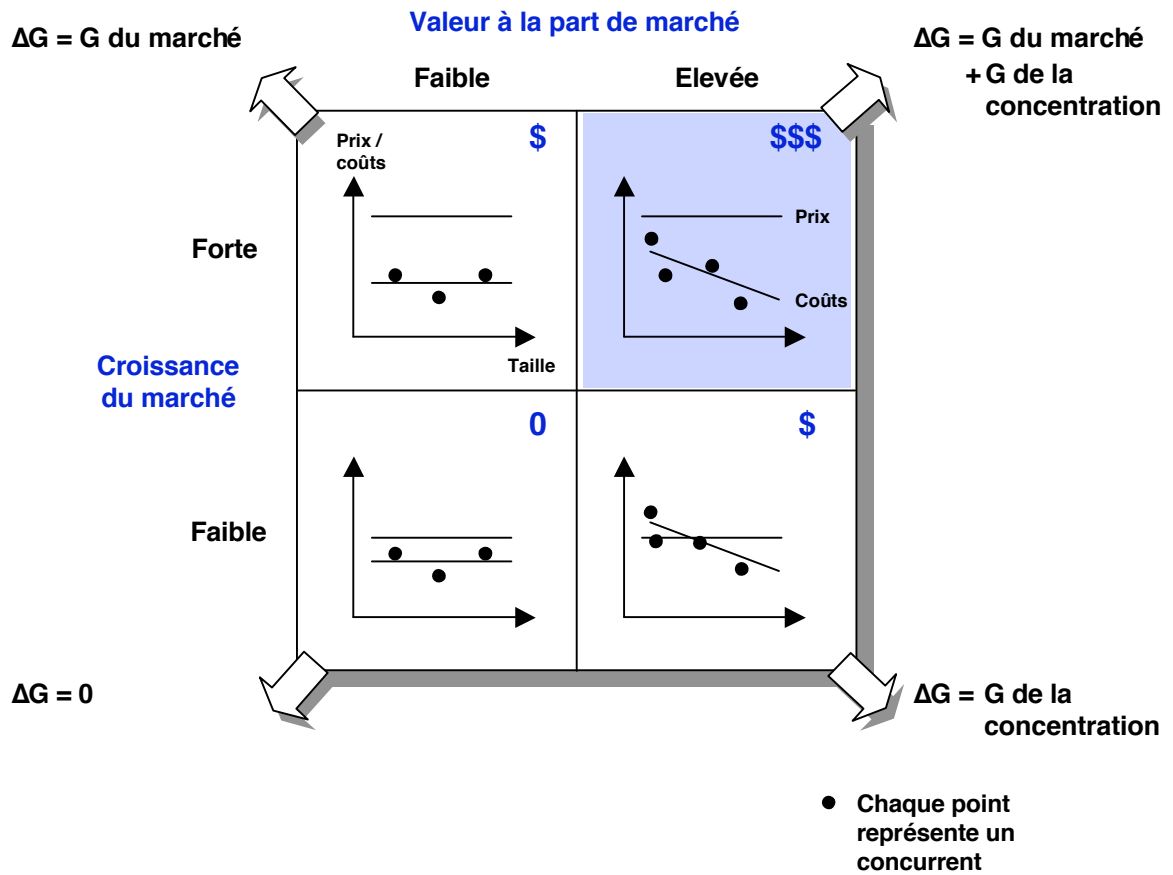
Améliorer les performances voire les stratégies au sein des activités existantes est un enjeu de tous les jours pour simplement rester dans la course. C'est l'enjeu des managements et des directions générales. Dans la mesure où un grand nombre de grandes industries sont en fin de cycle dans les pays développés, celui des présidents et des actionnaires est de migrer vers des champs de bataille plus attractifs. L'inertie des organisations et la culture des grands groupes s'y oppose naturellement. Mais on ne crée pas un surplus de valeur au-delà du coût du capital, c'est-à-dire un *surplus de croissance*, sans se détacher fortement de la moyenne de l'économie.

Il ne faut pas se tromper. La dynamique actuelle de l'économie mondiale conduit à une guerre de mouvement et non plus de tranchées.

*Décembre 2010*

*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.*

- Tableau 2 -  
**Les différents métiers ont des attractivités structurellement différentes du point de vue de la croissance potentielle et donc de la création de valeur**



**ΔG = Différence entre la croissance de l'entreprise à moyen et long terme et la croissance moyenne de l'économie**