

Pourquoi il faut continuer à exiger des rentabilités de 15%

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Dans un monde où la croissance des pays occidentaux risque d'être faible à moyen et long terme (1 à 2 % par an), *et donc* où les rentabilités des entreprises seront réduites, la tentation est grande d'abaisser les exigences concernant les rentabilités minimales attendues d'une entreprise ou d'un investissement. Le coût du capital sera plus faible ; les chances d'obtenir des rentabilités élevées réduites ; des objectifs trop ambitieux décourageront des investissements de long terme et peuvent obérer l'avenir d'une entreprise.

C'est oublier que la croissance mondiale, tirée par les pays émergents, va rester forte (5 à 6% par an) et que les capitaux voyagent. Le coût du capital ne baissera pas à long terme. Les entreprises occidentales qui se contenteront de rentabilités et de croissances réduites disparaîtront simplement à long terme au profit de concurrents occidentaux ou de pays émergents plus ambitieux.

Les questions récurrentes sur la nécessité et la possibilité d'obtenir des rentabilités de 15% ou plus de façon soutenable dans une activité relèvent en fait d'un débat plus profond : joue-t-on pour gagner ou simplement pour participer ? S'accommode-t-on du déclin européen ou veut-ê être un acteur de la croissance mondiale ?

Ce n'est pas une question financière de couverture ou non du coût du capital. C'est une question stratégique.

Les leaders ont toujours des rentabilités supérieures à 15%

Dans une activité classique, avec des effets d'échelle d'environ 10 à 20%¹, et à des stades de concentration normaux, les leaders peuvent théoriquement avoir des EBIT² de 20 à 35% du chiffre d'affaires, alors que les n°2 ont environ 10 à 20% et les n°3 sont proches du breakeven.

On constate rarement de tels écarts dans la réalité car les leaders utilisent cet avantage pour réinvestir et concentrer l'industrie. Une partie de la sur-marge potentielle est en fait absorbée par des coûts plus élevés (meilleure qualité du produit, plus grande innovation technologique, meilleur service au client, investissements publicitaires plus élevés, ...) ou des prix plus bas, qui permettent au leader d'avoir un modèle d'activité plus compétitif, de gagner des parts de marché sur ses concurrents et de concentrer l'industrie. L'EBIT résultant pour le leader s'établit plus souvent à 10 ou 20%, et le ROCE³ (avec une hypothèse de CA/CE⁴ = 2x) à 20 voire 40%.

Dans nombre d'industries bien structurées (fortes barrières à l'entrée, effets d'échelle significatifs, pas de capture trop grande de la valeur par les clients ou les fournisseurs, ...), on peut observer que le ROCE est d'ailleurs souvent proche de la part de marché : 20% de part de marché implique 20% de ROCE ; 30% de part de marché implique 30% de ROCE (cf. tableau 1).

¹ Baisse des coûts de 10 à 20% pour chaque doublement de taille

² EBIT : earnings before interests and taxes

³ ROCE : EBIT/capitaux engagés

⁴ CA/CE : chiffre d'affaires /capitaux engagés

Demander des rentabilités supérieures à 15% ne revient pas seulement à vouloir couvrir le coût du capital, qui est d'ailleurs aujourd'hui le plus souvent très inférieur. *C'est demander des rentabilités de leader ou de co-leader.*

Il faut même demander beaucoup plus des activités sans croissance où l'entreprise a des positions de 30 à 40 % de part de marché.

A l'inverse, la logique voudrait que l'on n'exige pas de telles rentabilités pour les activités où l'entreprise a de faibles parts de marché ou bien pour celles où le métier est mal structuré (peu ou pas d'effets d'échelle, pas de barrières à l'entrée, capture de la valeur par les grands clients ...).

Il faut pourtant le faire. Il est clair que l'on ne pourra pas les obtenir. Mais les exiger revient à mettre une pression très forte sur ces activités, à les gérer au détriment du long terme et donc à en sortir à terme, ou à forcer le management à les redéfinir, voire à les céder. Stratégiquement, c'est une saine pression. Elle conduit à des allocations de ressources pertinentes. Réduire cette exigence revient à accepter de rester dans des activités sans intérêt stratégique ou financier à long terme pour l'entreprise.

Hors logiques *transitoires* de lancements de produits, de démarrage d'activités, ou de gains majeurs de parts de marché dans de nouveaux marchés ou de nouvelles géographies, il y a peu d'exceptions. Même et surtout dans les activités en forte croissance, les leaders ont des rentabilités fortes, permettant de financer la croissance.

En cas de crise, on peut accepter des rentabilités réduites pendant un ou deux ans. Rarement plus.

Seules certaines activités à investissement non capitalisable (dépenses publicitaires et marketing très importantes, comme dans certains biens de grande consommation ou dans les parfums, dépenses de R&D comme dans la pharmacie, les semi-conducteurs, ... ou développement de logiciels comme dans les services internet, les jeux vidéos, ...) peuvent justifier d'une approche moins brutale. Il faut alors retraiter les rentabilités de l'impact de ces investissements non capitalisés ou fixer des exigences adaptées de rentabilité.

Les leaders en croissance ont toujours des TSR⁵ supérieurs à 15%

Un ROCE de 15% se traduit généralement par des ROE⁶ de 15 à 20% qui permettent de financer des croissances au minimum de 10% par an tout en distribuant des dividendes. Encore faut-il trouver les métiers et les stratégies qui permettent de maintenir ce rythme.

10% n'est pas la croissance d'un acteur de pays émergent (les grands leaders chinois croissent de 25 à 35% par an). C'est la *croissance normale* d'un acteur occidental dans des marchés en croissance modérée (5 à 6% par an en valeur) et concentrant ces marchés (croissance de l'entreprise de 10% par an).

Une croissance de 10% avec des ROE stables de 15 à 20% par an procure généralement des TSR de 15% par an.

Une telle croissance devient hors de portée dans des marchés trop mûrs (1 à 3% de croissance en valeur) et déjà fortement concentrés (où le leader a par exemple 40% de part de marché).

Mais c'est une croissance normale pour un acteur ayant un mix d'activités qui croît comme la moyenne de l'économie mondiale et qui concentre les marchés dans lesquels il est présent.

Exiger un TSR de 15% revient à inciter l'entreprise à faire évoluer son mix d'activités en permanence pour éviter les marchés trop mûrs ou déjà trop concentrés, et à rechercher continuellement de la croissance, par le choix de ses métiers et géographies et par ses stratégies de leadership. La encore, ce n'est pas simplement vouloir couvrir le coût du capital et la rentabilité moyenne des marchés des actions (bien inférieurs). *C'est demander un TSR de leader en croissance.*

⁵ TSR : Total Shareholder Return : retour total pour l'actionnaire sur son investissement de départ (dividendes, distribution d'actions gratuites, plus-value sur titres, ...) avec hypothèse de dividendes réinvestis

⁶ ROE : Bénéfice net après impôts et frais financiers/fonds propres

Les leaders qui ne croissent plus, ou trop faiblement par rapport à la moyenne de l'économie mondiale, disparaissent ou se font racheter à long terme (cf. tableau 2). Même s'ils sont très rentables, leur valeur boursière ne croît plus, leurs marges de manoeuvre se réduisent (il devient difficile de faire des acquisitions), et leurs actionnaires se lassent.

Un objectif stratégique

Un objectif de 15% de ROCE, ou de ROE, ou de TSR, n'est pas un simple objectif financier. C'est un choix stratégique pour le dirigeant d'un grand groupe qui veut distancer ses concurrents par des stratégies de leadership dans chaque métier, et par le choix de métiers et de géographies plus attractifs.

Contrairement aux idées reçues, c'est l'objectif le plus soutenable à long terme car reposant in fine sur des mix de métiers et de géographies attractifs, des positions concurrentielles et des stratégies fortes.

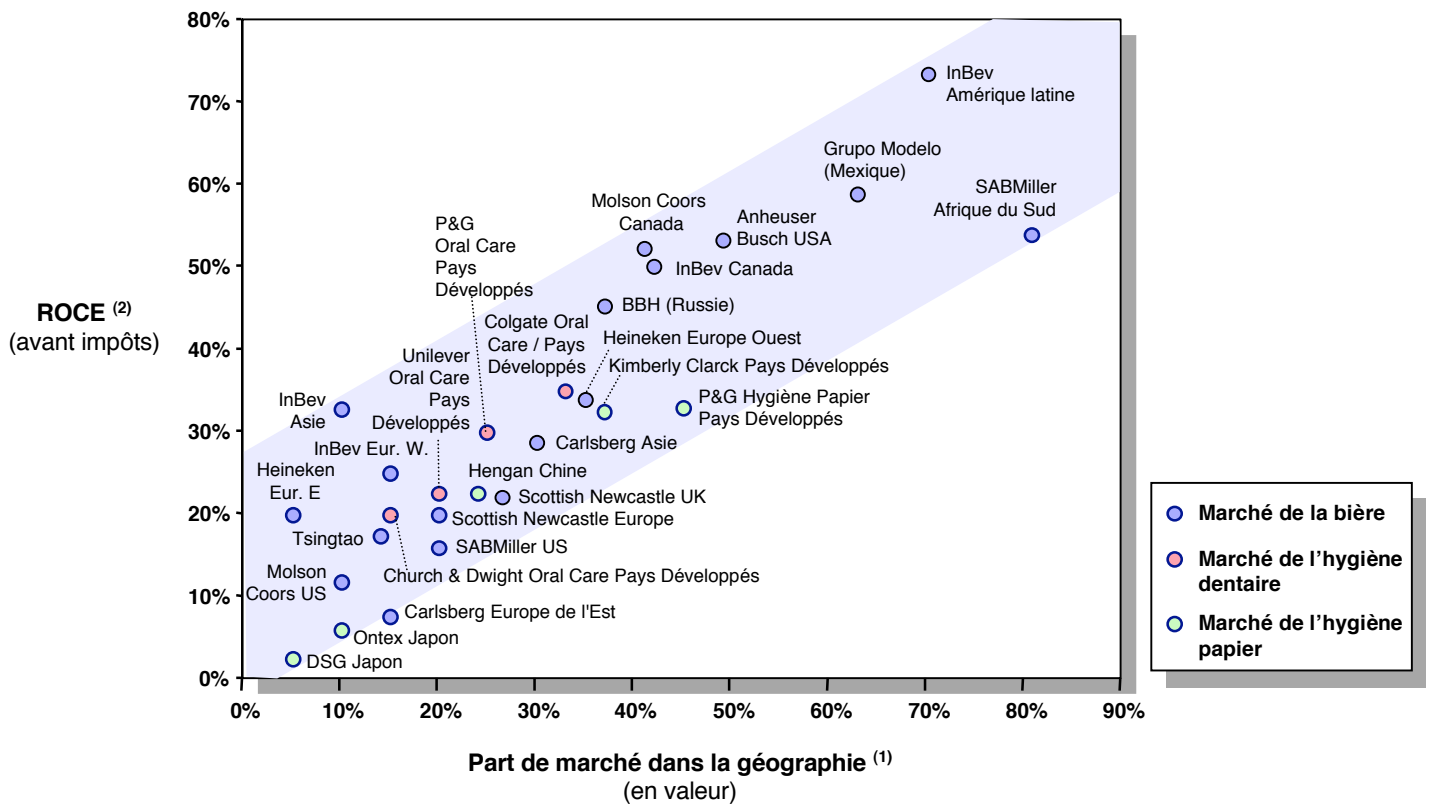
Tout objectif inférieur induit des positions de suiveur, des marges de manoeuvre stratégiques et financières réduites, des capitalisations boursières plafonnées, des capacités de réinvestissement insuffisantes et donc des positions et des résultats non soutenables à long terme.

Qui n'avance pas recule ...et disparaît.

Janvier 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 et nord-américains dans leurs stratégies de croissance, ainsi que les fonds de private equity dans l'analyse et la valorisation de leurs investissements.

**- Tableau 1 -
Rentabilités et parts de marché de leaders de la grande consommation**



(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, Reuters, analyses et estimations Estin & Co

- Tableau 2 -
Grands leaders occidentaux des années 70 et 80
ayant disparu dans les années 90 ou 2000
(exemples)

| <u>Entreprise</u> | <u>Position dans les années 70 ou 80</u> | <u>Année de cession, de split majeur, de faillite ou de disparition</u> |
|-------------------|--|---|
| Wyeth | Coleader américain de la pharmacie | 2009 |
| Cadbury Schweppes | Coleader européen (alimentaire) | 2008/2010 |
| DMC | Leader européen des textiles cotonniers | 2008 |
| Corus | Cinquième sidérurgiste mondial | 2007 |
| Winterthur | Dans le top 5 de l'assurance en Europe | 2006 |
| Steilmann | Leader du prêt-à-porter allemand | 2006 |
| CCF | Dans le top 10 des banques françaises | 2005 |
| Marconi (ex GEC) | Leader des équipements de télécoms au Royaume Uni | 2005 |
| Arcelor | Leader européen de la sidérurgie | 2006 |
| Aventis | Coleader européen de la pharmacie | 2004 |
| Pechiney | Leader européen de l'aluminium | 2003 |
| Moulinex | Coleader français du petit électroménager | 2001 |
| Union Carbide | Coleader dans les pesticides et la pétrochimie | 2001 |
| TWA | Dans le top 5 américain du transport aérien | 2001 |
| LTV | Coleader dans l'aérospatial et la défense | 2000 |
| Rhône Poulenc | Dans le top 5 européen de la chimie et de la pharmacie | 1999 |
| Mobil | N°2 mondial de l'exploration/production pétrolière | 1999 |
| DEC | N°2 de l'informatique aux Etats-Unis | 1998 |
| McDonnell Douglas | N°3 de la construction aéronautique | 1997 |
| UAP | N°1 français de l'assurance | 1996 |
| PanAm | Leader mondial du transport aérien | 1991 |
| Euromarché | Dans le top 5 français de la grande distribution | 1991 |
| Firestone | Coleader américain des pneumatiques | 1988 |