

Micro vs. macro stratégies

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Les micro stratégies permettent de concentrer une activité. Les macros stratégies permettent de concentrer une industrie entière. Les deux sont complémentaires et doivent être déployées sur des horizons de temps différents. Sans les premières, il n'y a pas de rentabilité. Sans les dernières, il n'y a pas de croissance à long terme.

Segmentation dynamique

Les « *micro stratégies* » visent à établir des positions fortes et génératrices de cash flows récurrents : focalisation de ressources sur des segments bien définis ; gains de parts de marché et mise en œuvre des effets d'échelle ; croissance relative grâce au développement des avantages concurrentiels ; concentration du marché et établissement d'un clair leadership dans les segments sélectionnés. Elles permettent ainsi de croître sans dilution.

Mais elles ont des limites. Dans les marchés mûrs, il est difficile de concentrer les marchés à l'infini. Il faut donc trouver régulièrement des nouvelles sources de croissance.

Par ailleurs, les segmentations qui sous-tendent les stratégies ne sont pas éternelles. Elles changent rapidement sous l'effet des évolutions de la demande, des technologies, ou des modèles d'activités. Elles disparaissent aussi sous l'effet des stratégies des concurrents qui pour croître, sortent de leurs segments traditionnels et consolident horizontalement ou verticalement des activités jusque-là distinctes et ce faisant les transforment.

Ainsi, des métiers jusque-là nationaux s'internationalisent (biens de grande consommation, ingrédients alimentaires, ...), les producteurs s'intègrent en distribution ou réciproquement (mode, luxe, ...), les gammes de produits ou de services offerts s'étendent en nature ou en niveaux de gammes (composants ferroviaires, équipements industriels, ...), des pans entiers d'une chaîne de valeur disparaissent sous l'effet de nouvelles technologies (musique, édition, TV online...), et des métiers jusque-là distincts fusionnent en transformant entièrement des industries (smartphones, optique, ...).

Dans l'industrie automobile, les leaders spécialisés dans les composants vendant directement aux constructeurs ont été progressivement relégués à un rang 2 ou ont disparu au profit des intégrateurs de modules. En rachetant ces concurrents spécialisés et en ajoutant de la valeur, ceux-ci ont changé la segmentation de l'industrie. Par exemple, l'équipementier allemand Mahle, qui était historiquement spécialisé dans les pistons pour moteurs, a progressivement élargi son champ d'activité à des systèmes complets par acquisition d'autres fabricants de composants spécialisés : systèmes de motorisation, systèmes de filtration et gestion thermique. Il a ainsi crû à plus de 10% par an en augmentant son chiffre d'affaires de 4,3 milliards en 2006 à 12,7 milliards d'euros en 2016.

A quoi cela sert-il d'établir des positions fortes dans certains segments si les définitions de ceux-ci changent rapidement au cours du temps et si le périmètre d'activités dans lequel on se bat est multiplié par dix en cinq ans ?

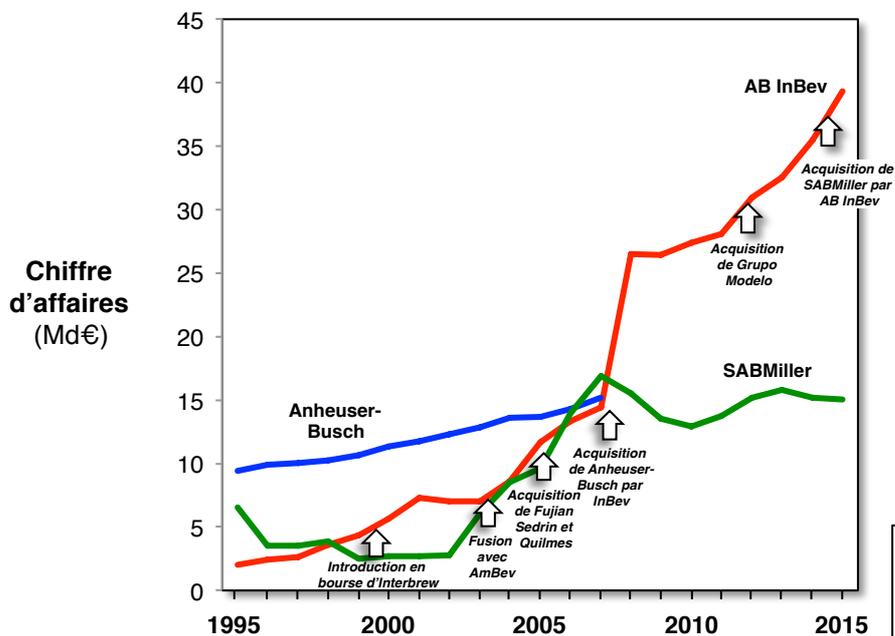
Valeur vs. compétitivité

Les « *macro stratégies* » prennent le relais des « *micro stratégies* » classiques avec une perspective à plus long terme et sous deux angles différents :

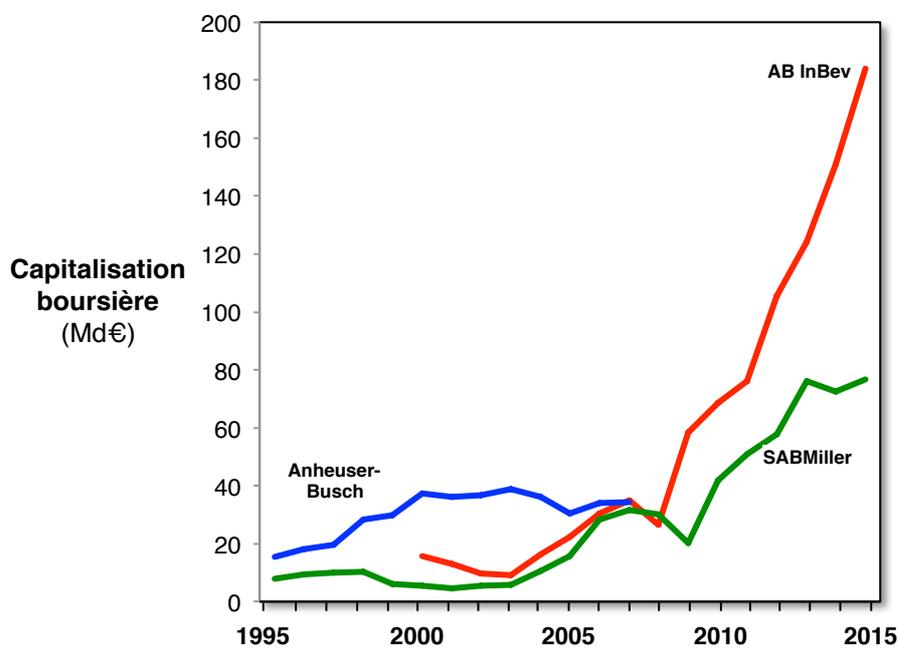
- Elles s'appuient sur une anticipation de ce que peuvent devenir la segmentation et la structure concurrentielle de l'industrie dans cinq ans à dix ans ; et de comment peut évoluer le terrain de jeu pertinent.

- Tableau 1 -

InBev a concentré le marché mondial de la bière en acquérant ses concurrents majeurs américains et internationaux



	Croissances annuelles du chiffre d'affaires	
	00-07	07-15
Interbrew/ InBev/AB InBev	14%	13%
SABMiller	30%	-1%
Anheuser-Busch	4%	-



Le TSR pour un actionnaire d'origine (en 2000 lors de l'IPO) d'Interbrew (devenu InBev puis AB InBev) a été de 14% par an

Sources : Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

- Elles cherchent à optimiser la valeur – et donc la croissance – et pas seulement la compétitivité ; parce que dans un environnement qui évolue rapidement, la valeur est une arme stratégique aussi puissante que la compétitivité pour survivre et concentrer l'industrie.

Dans nombre de métiers, le terrain de jeu pertinent peut être en effet multiplié par dix en cinq ans alors même que la croissance du marché dans l'ensemble des activités ne dépasse pas 3% par an. Les enjeux de croissance, d'investissements et d'acquisitions changent de nature.

Dans ce cas, les entreprises qui finissent par concentrer tout un secteur ne sont pas nécessairement les premières en taille de chiffre d'affaires, ni celles qui ont des positions compétitives dans quelques segments de ce secteur. *Ce sont celles qui croissent le plus rapidement et qui développent les plus fortes capitalisations.*

En 2002, Mittal avait un chiffre d'affaires et un EBITDA cinq fois plus faibles que ceux d'Arcelor mais il croissait à 30% par an. En 2006, son chiffre d'affaires et son EBITDA étaient encore 60% plus faibles que ceux du leader européen de l'acier. Mais son multiple de valorisation était 3 fois plus élevé et sa valeur 1,9 fois plus élevée que celle d'Arcelor compte tenu de sa croissance, ce qui lui a permis d'acquérir celui-ci.

De la même manière, le brasseur belge Interbrew a concentré le marché de la bière au cours des 20 dernières années en rattrapant et en rachetant ses grands concurrents (cf. tableau 1). En 1995, c'était encore un petit acteur local, principalement positionné sur le marché européen avec deux marques majeures, Stella Artois et Jupiler (Pied Bœuf). Il était quatre fois plus petit que le leader mondial Anheuser-Busch qui dominait le plus grand marché, l'Amérique du Nord.

Pendant 15 ans, il a effectué régulièrement des acquisitions - de taille croissante - lui permettant de croître à plus de 20% par an, alors qu'Anheuser-Busch ne croissait qu'à 4% par an compte tenu de la maturité du marché américain. En 2008, il rachète Anheuser-Busch grâce aux moyens financiers que lui procure sa valeur et continue sa croissance par acquisitions au même rythme. En 2016, il acquiert le numéro deux mondial, SABMiller qui avait crû à 30% par an entre 2000 et 2007 en se développant dans les pays émergents mais n'avait pas su poursuivre cette croissance au-delà.

Au final, le petit acteur belge (devenu AB InBev) a concentré à son profit le marché mondial de la bière en menant une stratégie systématique d'acquisitions, de développement de synergies, et d'extension de son périmètre géographique face aux grands leaders historiques. Rien ne pouvait préjuger 20 ans plus tôt d'un tel résultat.

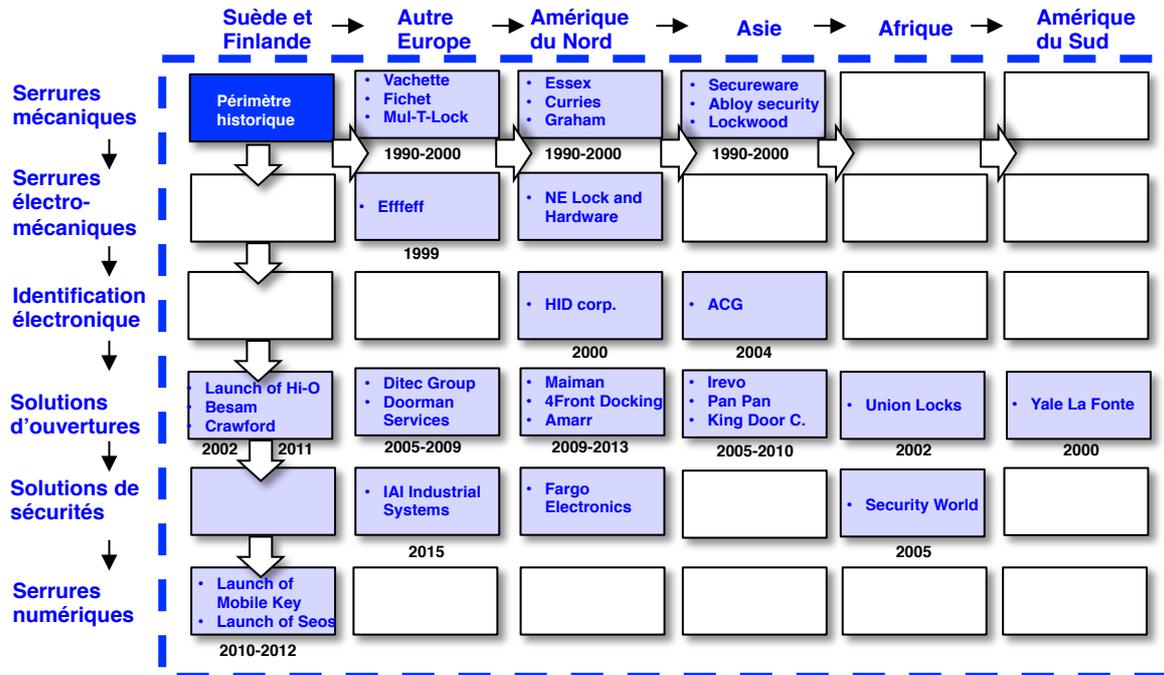
Terrain de jeu pertinent

Pour une entreprise, la redéfinition régulière de son terrain de jeu pertinent pour les cinq à dix ans qui viennent – en ampleur et en structure – est critique. Trop petit et elle l'aura trop vite saturé sans opportunités de croissance suffisantes. Elle aura également laissé de côté des pans d'activités, des géographies, et des cibles d'acquisitions critiques pour une consolidation à long terme de l'industrie. Trop grand, et ses investissements risquent d'être dilutifs (pas de positions concurrentielles suffisantes, et/ou pas de synergies avec les positions existantes).

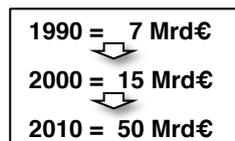
Assa Abloy, le leader mondial en solutions d'ouvertures a continuellement redéfini son terrain de jeu entre 2000 et 2016, qui est passé de 7 milliards à 50 milliards d'euros sur la période (en valeurs 2016). A l'origine positionné sur les serrures mécaniques en Europe, il a élargi son périmètre géographique en Amérique du Nord, en Amérique latine et en Asie émergente. Il s'est également développé sur des nouveaux métiers des fermetures et au-delà : serrures mécaniques, serrures électro-mécaniques, identification électronique, portes coulissantes, solutions de sécurité, ... (cf. tableau 2). Il a ainsi multiplié son chiffre d'affaires par plus de 5,5 fois (de 1,4 milliard à près de 8 milliards d'euros) et son EBITDA par plus de 7 fois entre 2000 et 2016.

- Tableau 2 -

Assa Abloy a multiplié son terrain de jeu par 7 au cours des 20 dernières années (de 7 à 50 milliards d'euros en valeurs 2016)



- Evolution du terrain de jeu (en valeurs 2016) -



Sources : Assa Abloy ; analyses Estin & Co

Jusqu'où faut-il redéfinir les limites de son terrain de jeu pour continuer à croître tout en évitant la dilution des ressources ?

Trois perspectives sont nécessaires :

- La première est de cadrer les ambitions en déterminant la croissance financièrement soutenable par l'entreprise à moyen terme (cf. tableau 3) ; et de s'assurer que celle-ci ne se dégrade pas au cours du temps.
- La deuxième est de déterminer les domaines connexes aux métiers actuels où l'entreprise peut réaliser des synergies de revenus et de coûts et établir des positions de leadership.
- La troisième est de prendre en compte non pas seulement les évolutions des parts de marché des concurrents par segments, mais leur croissance d'ensemble et leur dynamique de création de valeur. Celui qui va le plus vite (tout en restant rentable) développe les moyens de racheter ses concurrents.

Croissance soutenable

Dans des métiers évolutifs où les terrains de jeu changent, une entreprise devrait toujours essayer de croître au niveau maximum permis par son taux de croissance soutenable (cf. tableau 3). Si elle ne le fait pas, elle sous-optimise sa valeur et devient vulnérable dans le cadre d'une concentration de son secteur.

Si le taux de croissance financièrement soutenable permet tout juste de consolider les positions dans les métiers existants, il n'y a pas de développement voire de diversification attractifs au-delà de ces métiers.

Si le taux de croissance soutenable permet de développer des positions compétitives bien au-delà des métiers actuels, organiquement ou par acquisition, il faut investir, en identifiant les activités les plus proches ou les plus attractives par rapport aux métiers actuels.

L'importance et la vitesse de mise en œuvre des synergies (de coûts ou de revenus) sont critiques. Ce sont elles qui compensent ou non les primes d'acquisition payées et permettent de maintenir les rentabilités et donc le taux de croissance soutenable.

Ampleur et vitesse

Le passage de « *micro stratégies* » à des « *macro stratégies* » ne se fait pas dans la continuité.

Ces dernières nécessitent l'addition de *trois taux de croissance* pour l'entreprise avec les investissements correspondants ; celui des marchés sous jacents ; celui additionnel pour étendre son terrain de jeu ; et celui nécessaire pour gagner des parts de marché dans les métiers actuels et nouveaux. Cela explique que des entreprises croissent à 15% par an sur longue période dans des marchés sous-jacents qui croissent à 3%, par extension régulière de leur périmètre de jeu et par acquisitions. Ces stratégies sont difficilement compatibles avec une gestion classique de l'entreprise.

Les macro stratégies s'inscrivent dans une vision dynamique de l'industrie. Chaque acquisition majeure réussie modifie la valeur de l'entreprise, son potentiel de croissance et son périmètre du jeu. Elles ont donc un effet « boule de neige ». L'ambition, la capacité à gérer le mouvement et les changements réguliers, à intégrer de nouvelles organisations, équipes et compétences, et à aller vite tout en maîtrisant les risques et les résultats sont clé.

A court et moyen terme, ce sont bien les plus compétitifs qui concentrent leur marché dans un segment donné. Mais à long terme, dans une industrie qui change de segmentation et de dimension, ce sont les plus rapides et les plus ambitieux qui créent de la valeur et qui concentrent finalement un secteur industriel entier, avec ses multiples segments.

Avril 2017

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich, New York 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 3 -
Croissance soutenable**

	Années			
	n	n+1	n+1 avec levier	
Chiffre d'affaires	100	116	167,2	
EBIT	10%	10%	10%	
Capitaux engagés	50	58	83,6	← Avec un ratio chiffre d'affaires / capitaux engagés de 2x
ROCE	20%	20%	20%	
Dette / capitaux propres	0,25	0,25	0,80	
Capitaux propres	40	46,4	46,4	← Avec un taux de distribution de dividendes de 20% des résultats nets
Résultat net	8	9,3	13,3	
RCP	20%	20%	29%	
Croissance soutenable (par an, sur 5 ans)	16%	16%	23%	
	<i>Taille et valeur multipliées par 2x en 5 ans</i>		<i>Taille multipliée par 3x et valeur par 4x en 5 ans</i>	

La croissance soutenable est celle que l'entreprise peut soutenir financièrement à long terme compte tenu de sa rentabilité, d'un taux d'endettement maximisé (dans les limites de risque acceptable) ⁽¹⁾, du taux de distribution des dividendes exigé par les actionnaires, et de la structure capitalistique acceptable ⁽²⁾.

Elle est propre à chaque entreprise.

Par exemple, une entreprise qui a en moyenne un ROCE de 20% (avant impôt), un endettement aujourd'hui de 25% des fonds propres, une distribution de dividendes de 20% des résultats nets, peut croître à 16% par an sans besoin de capitaux extérieurs (cf. ci-dessus).

Avec une augmentation raisonnable de son levier financier, elle peut croître à plus de 20% par an.

(1) Donc très différent suivant que l'on est dans des activités fortement cycliques ou non.

(2) Les actionnaires acceptent-ils de se diluer ou non ?



ESTIN & CO

PARIS - LONDON - ZURICH - NEW YORK - SHANGHAI

3, rue du Docteur Lancereaux 75008 Paris

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