

La magie des croissances longues

par

Jean Estin

Président, Estin & Co

La théorie stratégique a toujours différencié les activités en fonction de l'importance de leur croissance sous-jacente, forte ou faible. C'est une vision utile, surtout pour anticiper les besoins d'investissement et la fluidité concurrentielle. Mais en réalité, la vision la plus discriminante sur le plan de la création de valeur n'est pas l'ampleur de la croissance, *c'est sa durée*.

Croissances courtes vs. croissances longues

Les croissances de moyennes durées (plus de 8% à 10% par an pendant cinq à dix ans) reposent sur des stratégies d'exploitation d'un avantage concurrentiel déterminant à l'intérieur d'une activité bien définie et sur un marché sous-jacent en croissance : avantage de coûts, nouveau produit ou service, nouveau modèle d'activité, nouvelle technologie transitoirement disruptive, sous-traitance des productions dans des pays à bas coûts de facteurs, marque ombrelle à fort pouvoir d'attraction pour certains segments de clients, ...

Elles sont fondées sur des investissements massifs et focalisés, au-delà de ce que requiert la croissance normale du marché : gains de parts de marché ; nouvelles capacités de production ; investissements commerciaux et marketing pour déployer rapidement les nouveaux produits ou services ; pénétration de nouvelles géographies ; acquisition de concurrents, ...

Une fois reconnues et valorisées par les investisseurs, elles entraînent une hausse des cours de bourse sur deux à trois ans, rarement plus. Le marché intègre en effet rapidement et fortement la valeur créée par la nouvelle stratégie sur l'ensemble de la période probable de son déploiement avant même que les profits correspondants soient pleinement matérialisés.

Quelques années plus tard, alors que la stratégie continue à se développer et produit tous ses effets, la valeur de l'entreprise progresse peu car l'ensemble de ces effets a été anticipé et est déjà inclus dans les cours. L'entreprise génère des cash flows significatifs mais ne crée plus de valeur.

Les croissances longues (plus de 8% à 10% par an et plus sur 15 à 30 ans) ont un tout autre impact sur la trajectoire financière de l'entreprise. *Les marchés financiers ne les prennent jamais totalement en compte dans leur pleine durée* - de toute façon difficile à anticiper - (on ne peut blâmer les investisseurs de ne pas valoriser les croissances fortes à l'infini, même en les actualisant !). Chaque année, l'entreprise ayant crû, et offrant les mêmes perspectives de croissance, ils réévaluent à la hausse sa valeur.

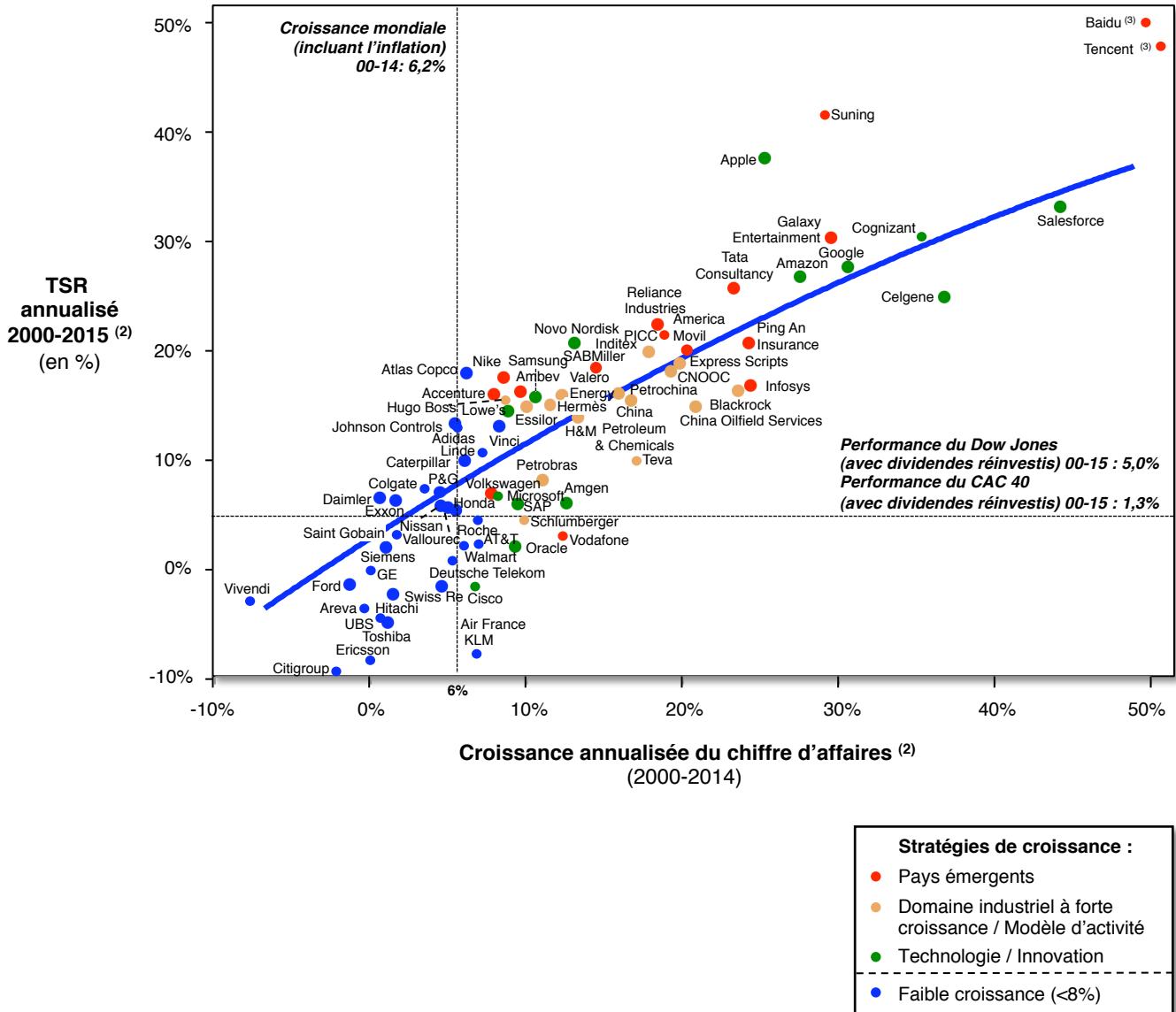
Des dizaines d'entreprises voient ainsi leur cours de bourse augmenter chaque année comme la croissance de leurs profits, et rapportent à leurs actionnaires bien plus que le coût du capital. Leur trajectoire financière évolue ainsi en contradiction avec la vision traditionnelle du fonctionnement d'un marché financier pur et parfait, ayant intégré toutes les informations (cf. tableau 1).

La création de valeur à long terme

Les croissances longues sont magiques. Un investisseur peut prendre leur train à tout moment et obtenir à peu près le même TSR quel que soit son timing d'entrée (indépendamment bien sûr des fluctuations de court terme) et à condition de ne pas investir trop tard, lorsque la croissance va s'arrêter.

- Tableau 1 -

Seule la croissance permet de créer de la valeur à long terme
 TSR et croissance du chiffre d'affaires – 2000-2015 ⁽¹⁾ – En monnaie locale



Note : Extrait d'un échantillon des 150 plus grands groupes cotés par capitalisation boursière, complété par les principaux leaders par domaine industriel

TSR : Total Shareholder Return : rentabilité pour l'actionnaire sur son investissement (dividendes, distribution d'actions gratuites, plus-values boursières, ...), avec hypothèse de réinvestissement des dividendes

(1) Date de début : 31/12/2000 ou date de cotation. Date de fin : 30/09/15 ; (2) En monnaie locale ; (3) Baidu x = 76%, y = 49% ; Tencent x = 55%, y = 60%

Sources : Banque Mondiale, Bloomberg, Rapports annuels, FMI, analyses et estimations Estin & Co

Ainsi, pendant toute la période de croissance de General Electric entre 1980 et 2000, un investisseur qui aurait acheté une action en 1980 et l'aurait conservée jusqu'en 2000 aurait eu un TSR annuel de 23%. S'il était entré en 1985 et resté jusqu'en 2000 son TSR aurait été le même. Entre 1990 et 2000, il aurait été de 28%.

De même, un investisseur qui aurait investi dans l'Oréal en 1977 aurait eu un TSR de 24% par an jusqu'en 1999, de 25% par an entre 1985 et 1999 et de 33% par an entre 1990 et 1999.

Les entreprises qui réussissent à croître à 15% par an pendant 30 ans valent douze fois plus à l'issue de la période que celles qui croissent au rythme de l'économie mondiale (6% par an). Elles changent le monde par la force, l'ampleur et la durée du produit et du service qu'elles ont développés et la valeur qu'elles apportent à leurs clients. Elles assurent les retraites de leurs actionnaires. Elles offrent des carrières longues et riches d'accomplissements à leurs équipes et à leurs dirigeants. Elles déterminent les modes de management.

Ces croissances longues ne sont pas l'apanage de quelques entreprises exceptionnelles. Sur les 500 premières capitalisations boursières américaines en 2015, un tiers a eu des croissances significatives (plus de 10% par an) sur plus de 15 ans pendant la période 1980-2015 (cf. tableau 2 ; quelques exemples emblématiques). Comment ont-elles fait ?

Les leviers

Les croissances longues partagent toutes certaines des caractéristiques ci-dessous :

- Un marché sous-jacent en croissance au-delà de la moyenne de l'économie (1,4%¹ en occident, 6,2%¹ dans les pays émergents sur les dix dernières années) correspondant au développement majeur d'un nouveau produit ou service à large diffusion (automobile dans les années 1950-1980, distribution moderne dans les années 1960-1990, logiciels dans les années 1980-2000, smartphone dans les années 2005-2015, ...)
- Ou une innovation (technologie, modèle d'activité, positionnement, ...) permettant une rupture avec le marché existant ; une qualité ou une économie supérieure du produit ou du service résultant, vis-à-vis d'un large cœur de marché ou d'une niche suffisamment profonde ;
- Une grande résilience dans le temps et dans l'espace du produit ou du service, même s'il subit des mutations et des évolutions technologiques régulières ;
- Une déclinaison progressive et systématique de celui-ci à travers différentes géographies, segments de clientèle, ... ;
- Une activité bien structurée avec des barrières d'entrée et une valeur claire au leadership qui permet des stratégies de croissance et d'acquisition relatives ; la mise en œuvre de ces stratégies avec des investissements supérieurs à ce que requiert la croissance du marché pour concentrer celui-ci et générer des rentabilités supérieures aux concurrents, permettant de financer la croissance ;
- Un marché potentiel suffisamment vaste et profond pour que sa concentration nécessite une longue période de temps et procure une croissance par gains de parts de marché (organiques ou acquisitions) aux leaders bien au-delà de la croissance du marché sous-jacent ;
- Une redéfinition et une extension régulière de leurs périmètres d'activité par les leaders de façon à s'évader des niches de départ trop étroitement définies, en pénétrant de nouvelles géographies, en étendant la gamme des produits et services, et en s'intégrant sur des nouvelles étapes adjacentes de valeur ajoutée ;
- Ou enfin une diversification régulière des activités et une gestion active du portefeuille pour renouveler régulièrement les sources de croissance et s'évader des métiers qui n'offrent plus de perspectives de développement.

¹ Sur 2004/2014, croissance du PIB en volume (hors inflation)

- Tableau 2 -

Entreprises emblématiques avec croissance de long terme et TSR élevés

	Période de croissance forte	Durée de la croissance	Croissance du chiffre d'affaires		Croissance du résultat net	Commentaires
			TSR p.a	p.a.	p.a.	
Dell	1988 - 2003	15	47%	40%	42%	• Croissance des PC avec un modèle low cost disruptif
Nokia	1992 - 2007	15	40%	20%	34%	• Croissance des téléphones portables avec forte croissance dans les marchés émergents
Intel	1970 - 2000	30	35% ⁽⁴⁾	43%	33% ⁽⁴⁾	• Croissance et consolidation du marché des semiconducteurs
Walmart	1972 - 1999	27	30%	28%	28%	• Croissance et consolidation de la distribution moderne aux Etats-Unis puis développement international
H&M	1989 - 2014	25	28%	15%	26%	• Modèle disruptif Fast Fashion avec consolidation des marchés occidentaux pays par pays
Home Depot	1981 - 2014	33	27%	25%	30%	• Croissance et consolidation du DIY aux Etats-Unis, puis développement international
Oracle	1986 - 2011	25	27%	25%	29%	• Croissance et consolidation des bases de données avec consolidation de l'industrie
Assa Abloy	1994 - 2014	20	26%	15%	28%	• Consolidation du marché pays par pays avec développement des marchés émergents
L'Oreal	1977 - 1999	22	24%	10%	14%	• Croissance et mondialisation du marché des cosmétiques avec consolidation du marché
Nike	1986 - 2014	28	23%	14%	17%	• Croissance du marché des vêtements de sport avec développement dans les marchés émergents
General Electric	1980 - 2000	20	23%	9%	11%	• Croissance des services financiers dans les années 80 et 90
Coca-Cola	1978 - 1998	20	23%	7%	13%	• Forte croissance et consolidation du marché aux Etats-Unis puis déploiement international
Hermes	1984 - 2014	30	20% ⁽⁵⁾	12%	17% ⁽⁵⁾	• Croissance et mondialisation du marché du luxe
TSMC	1994 - 2014	20	19%	20%	19%	• Croissance et consolidation du marché des semiconducteurs
Essilor	1975 - 2014	39	18%	11%	13%	• Croissance avec mondialisation et concentration du marché de l'optique et extensions régulières du périmètre d'activité
Vodafone	1985 - 2004	19	18%	34%	34%	• Croissance du marché des télécommunications avec consolidation pays par pays
Volkswagen	1996 - 2014	18	17%	8%	21%	• Forte croissance en Chine et dans le segment premium
Ecolab	1987 - 2014	27	16%	11%	14%	• Croissance, mondialisation et redéfinitions régulières du périmètre d'activité
SAP	1994 - 2014	20	15%	16%	17%	• Croissance des bases de données avec consolidation de l'industrie
Reckitt Benckiser	1988 - 2014	26	14%	8%	15%	• Croissance, consolidation du marché et fort développement dans les pays émergents

Notes (1) Chaque entreprise est considérée uniquement sur sa période de croissance forte et longue, avec la durée de cette période, ainsi que le TSR annuel et les taux de croissance annuels du chiffre d'affaires et des profits sur cette période. Les périodes immédiatement antérieures et postérieures sont caractérisées par des croissances et des TSR significativement plus faibles (sauf quelques exceptions dans les cas où les chiffres ne sont pas disponibles pour certaines périodes antérieures) ; (2) Données en monnaie locale ; (3) La différence entre les TSR et le taux de croissance des revenus et des profits sur la période 1980-2000 s'explique par un rerating important dû à la forte baisse des taux d'intérêt ; (4) 1986/2000 pour le TSR et 1987/2000 pour le résultat net ; (5) 1993-2014 pour le TSR et le résultat net

Sources : Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

Elles s'appuient souvent au départ sur une innovation et/ou un marché sous-jacent en croissance mais dépassent rapidement celui-ci en ampleur et en durée grâce à des stratégies de concentration de l'industrie, de dynamisation de la demande (en volume et en valeur) et d'extension du périmètre du métier.

Elles nécessitent une redéfinition régulière de la segmentation stratégique au sein d'une industrie et/ou des changements réguliers du mix d'activités pour un groupe diversifié.

Elles nécessitent par conséquent une remise en cause régulière de l'entreprise, de ses métiers et de son organisation.

La croissance du marché sous-jacent ou de la technologie de départ dans ces croissances longues n'est qu'un levier parmi d'autres. Les entreprises qui arrêtent de croître après 10 ou 15 ans parce que la technologie et/ou le marché sous-jacent d'origine ont mûri sont prisonnières d'une vision étroite.

Croître fortement à long terme nécessite d'actionner successivement au cours du temps de nombreux leviers différents.

L'ambition

Pour les investisseurs, ces croissances longues sont magiques car elles sont les seules à créer de la valeur à long terme.

Pour les dirigeants des entreprises concernées en revanche, il n'y a rien de magique. *La remise en cause permanente et l'anticipation sont les deux moteurs de la croissance.* Elles se heurtent à l'inertie des organisations et aux cadres de pensée consensuels.

Pour la plupart des entreprises, la compétitivité et la croissance des cinq prochaines années reposent en effet en grande partie sur les choix et les investissements déjà effectués (financiers, industriels, marketing, technologiques, humains, ...). La vraie question est de définir ce qui permettra de poursuivre une croissance forte (8 à 10% et plus) au-delà de ces 5 ans. La réponse n'est pas évidente. Croître à 15% par an lorsque l'entreprise fait 5 milliards d'euros de chiffre d'affaires nécessite de générer en moyenne 1 milliard d'euros de chiffre d'affaires supplémentaire tous les ans. Cinq ans plus tard, lorsque l'entreprise fait 10 milliards de chiffre d'affaires, il faut trouver 2 milliards d'euros supplémentaires tous les ans.

Il faut donc développer aujourd'hui des stratégies valables dans 5 ans et au-delà qui généreront des croissances annuelles équivalentes à environ un tiers de la taille actuelle du groupe.

Dans la plupart des cas, on demande aux équipes de générer ces stratégies, aux bornes des périmètres de leurs activités existantes, et en dérivée directe ou en adjacence immédiate par rapport à ces activités. Plus les entreprises sont grandes, ont crû fortement dans le passé, ont bien réussi et sont déjà fortement valorisées, et plus ces approches sont décevantes. Elles ne génèrent forcément que de faibles croissances additionnelles et ne peuvent maintenir des TSR élevés à long terme.

L'approche adéquate est inverse. Il faut plutôt d'abord fixer - et au plus haut niveau de l'entreprise - les niveaux d'ambition suffisants pour maintenir les croissances et les TSR nécessaires au-delà de 5 ans, dans la lignée ou au-delà de ce qui a déjà été fait. On peut en déduire ensuite les stratégies (souvent disruptives) qui s'avèrent nécessaires (des gains de parts de marché organiques ou des grandes acquisitions structurantes ; des extensions marginales aux bornes de l'activité ou le développement de nouveaux domaines) ; en apprécier les risques ; *décider* ; et se donner les moyens de leur mise œuvre (financiers et humains).

Que conclure ?

Les batailles se gagnent ou se perdent d'abord dans les esprits avant de se gagner ou de se perdre sur le terrain². Penser la stratégie dans le contexte de l'entreprise actuelle avec sa taille, son mix d'activités, sa définition des métiers conduit à regarder le monde derrière une vitre. Les croissances longues sont avant tout le résultat de changements réguliers de la vision que l'on a du terrain de bataille naturel du groupe ainsi que d'une prise de risques – calculée et répétée. Elles reposent d'abord sur une *ambition* explicite, construite et maîtrisée.

Décembre 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

² Sun Tzu