

Les pure players ont-ils encore un avenir ?

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Aucun métier ne peut croître à plus de 8-12% par an sur le long terme. Tous les produits, les technologies, les modèles d'activités, les usages, etc... suivent un cycle de vie plus ou moins long, parfois sur plusieurs dizaines d'années. Après avoir crû de façon forte, ils se stabilisent puis décroissent voire disparaissent au profit d'autres produits, technologies, modèles d'activités ou usages (cf. tableau 1).

Les hypermarchés et supermarchés aux Etats-Unis ont connu une phase de développement de 35 ans, de 1960 à 1995 (au rythme de 30% de croissance annuelle entre 1980 et 1995). Ce n'est plus aujourd'hui un métier en croissance aux Etats-Unis et dans l'ensemble des pays occidentaux. L'automobile a crû fortement de 1930 à 1973 aux Etats-Unis (au rythme de 8% par an entre 1960 et 1973). Depuis, le marché américain décroît à -1% par an. Le nombre de voitures neuves vendues par an a été divisé par deux en 40 ans. Le secteur des services financiers a crû de l'ordre de 9% par an de 1950 à 2000 aux Etats-Unis, et ne croit plus qu'à 3% par an depuis (comme la moyenne de l'économie en valeur). Le secteur des ordinateurs personnels (hardware) aux Etats-Unis a cru de plus de 20% par an entre la fin des années 70 et 2010. Depuis, il décroît de 2% par an (substitué par les tablettes et les smartphones).

Dans un monde occidental mûr, où la croissance moyenne de l'économie réelle ne dépasse plus 1% par an¹ et où beaucoup d'industries n'offrent plus de potentiels significatifs de concentration, quel est l'avenir des pure players, tant appréciés en théorie par les marchés financiers, mais qui ne parviennent à offrir que des TSR² de 4 à 6% à leurs actionnaires, faute de croissance significative ?

Décliner les métiers globalement

La première réponse est bien évidemment la déclinaison géographique des métiers, en particulier dans les pays émergents. Si les hypermarchés ne croissent plus en France ou aux Etats-Unis, ils sont au début de leur cycle de vie en Chine, là où ils étaient en occident dans les années 80. De même pour l'automobile ou les produits d'assurance. Les pays émergents restent une source de croissance très forte pour les grands groupes occidentaux compétitifs. La part du chiffre d'affaires de ces grands groupes réalisée dans les pays émergents³ est d'ailleurs passée en dix ans de 20% à 29% en 2014 pour les sociétés du Dow Jones et de 16% à 23% en 2014 pour celles du CAC 40.

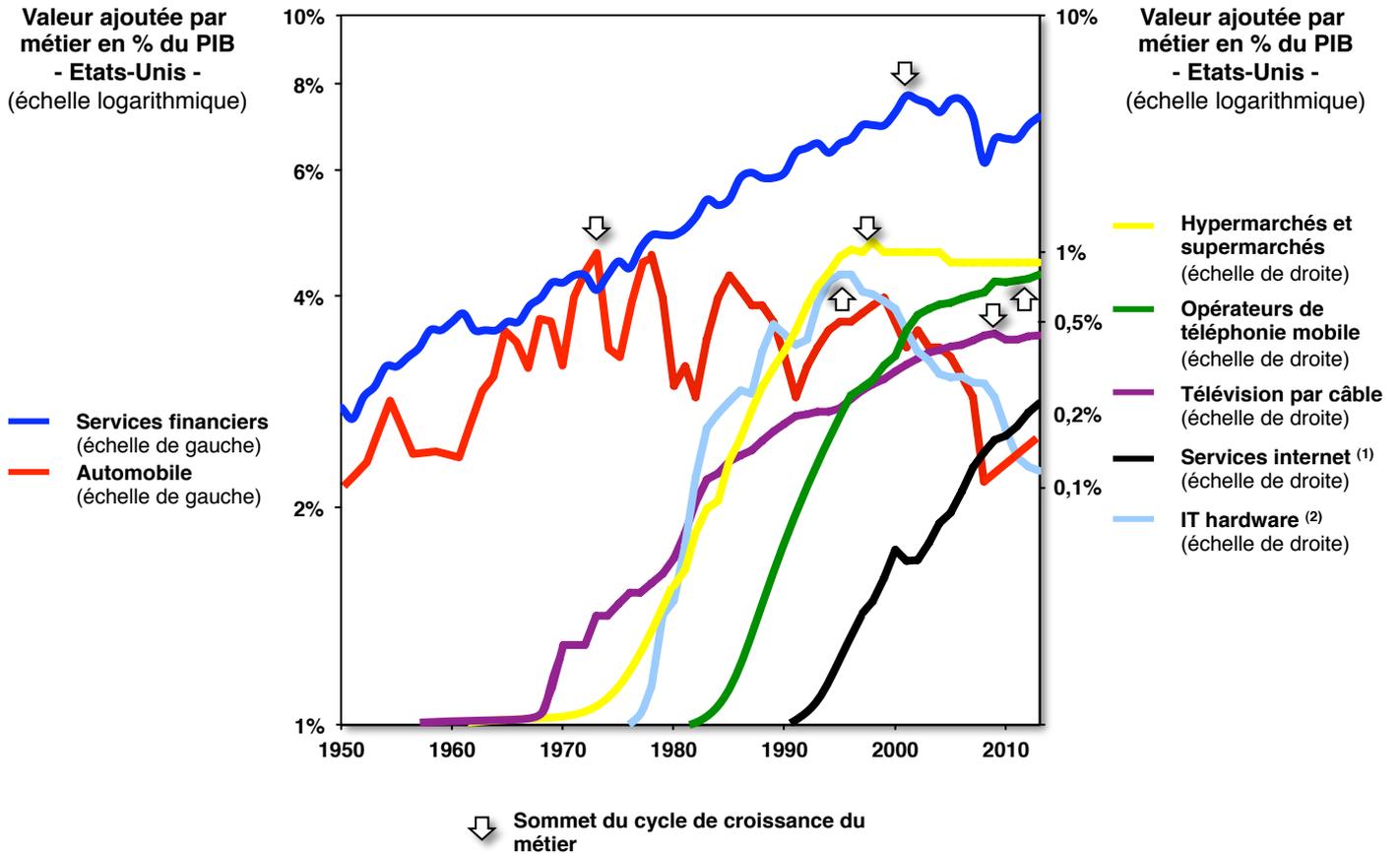
Mais les modèles d'activités dans les pays émergents ne sont pas toujours les mêmes qu'en occident. Les niveaux de prix et de valeur sont différents à court terme. Les rentabilités nécessaires pour pénétrer de nouveaux marchés très concurrentiels sont plus faibles que celles réalisées en occident dans les marchés très concentrés. Les croissances des groupes occidentaux dans ces pays sont moins fortes que celles des concurrents locaux. Et les chiffres

¹ La croissance moyenne du PIB des membres de l'OCDE en dollars courant (valeur nominale) est de -0,2% en 2012, 1,2% en 2013 et 1,4% en 2013.

² TSR = Total Shareholder Return annuel : rentabilité pour l'actionnaire sur son investissement en termes de dividendes, distribution d'actions gratuites, valorisation de ses actions, ...

³ Sont inclus dans les pays émergents : Afrique, Asie, hors Japon, Amérique du Sud. Chiffres 2004 à périmètre identique à 2014 en terme de panel d'entreprises.

- Tableau 1 -
Croissance de différents métiers au cours du temps
 Etats-Unis - 1950-2014



Note : Echelles différentes à gauche et à droite

(1) Excluant l'e-commerce

(2) Fabrication d'ordinateurs, de périphériques de stockage et terminaux informatiques (croissance jusqu'en 2011, celle-ci étant inférieure à la moyenne de l'économie entre 1996 et 2011)

Source : BEA, Census Bureau, analyses et estimations Estin & Co

d'affaires réalisés ne sont pas toujours significatifs pour changer la croissance totale du groupe à court et moyen terme.

Plus généralement, et au-delà des seuls pays émergents, la croissance géographique nécessite une adaptation des modèles d'activités, une priorisation et une focalisation des ressources. Rien n'est pire que d'investir fortement pendant dix ans dans une nouvelle géographie pour n'y obtenir qu'une position de concurrent marginal et non rentable à moyen terme. Renault a échoué aux Etats-Unis à deux reprises dans les années 1960 et 1980. En revanche, LVMH, Hermès, Inditex, Nike, ... ont bâti leur croissance longue à 10-15% par an en moyenne sur une déclinaison géographique systématique et réussie de leur métier.

Elargir la boîte

L'élargissement de la définition des métiers au sein desquels le groupe opère est une deuxième réponse qui permet souvent d'allonger de quelques dizaines d'années la période de croissance forte.

Cet élargissement de la boîte peut se faire par migration le long de la chaîne de valeur ajoutée. Elle peut se faire également par couverture progressive de différents niveaux de gamme, développement de nouvelles catégories de produits ou de services, développement dans de nouvelles catégories de clients, marchés et usages adjacents.

Ecolab, aujourd'hui leader mondial des solutions de nettoyage professionnel (14 milliards USD de chiffre d'affaires), a cru à 11% par an pendant 25 ans, entre 1990 et 2014, avec un TSR de 18% par an (cf. tableaux 2 et 3). Cette croissance s'est appuyée sur des élargissements successifs du périmètre initial. L'entreprise est passée d'une position de niche sur la production de désinfectants pour l'hôtellerie et la restauration au leadership mondial des solutions de propreté pour de multiples marchés en développant successivement différentes catégories de produits et de solutions, différents types de marchés et d'usages, différentes géographies et différents positionnements dans la chaîne de valeur ajoutée. Elle a ainsi effectué un élargissement majeur de son périmètre d'activités tous les 5 à 10 ans.

De même, Apple a augmenté son chiffre d'affaires de 8 à 183 milliards USD entre 2000 et 2014 (25% de croissance par an) grâce à des élargissements successifs de son activité. Il est passé des ordinateurs fixes et portables (~85% du chiffre d'affaires en 2001) à l'iPod en 2001, à la musique en ligne en 2003, à l'iPhone en 2007, à l'iPad en 2010 et s'est progressivement intégré en distribution (30% du chiffre d'affaires en 2014). Cinq élargissements de l'activité ont eu lieu en 15 ans, soit un tous les 3 ans en moyenne. En 2014, les ordinateurs représentent moins de 15% du chiffre d'affaires d'Apple.

On voit ainsi nombre de grands groupes maintenir des taux de croissance supérieurs à 8 à 12% par an sur des dizaines d'années en modifiant tous les cinq à dix ans la définition de leur champ d'activité dans une évolution logique par rapport à leurs compétences, leur base de clientèle, leur réputation, etc. ...

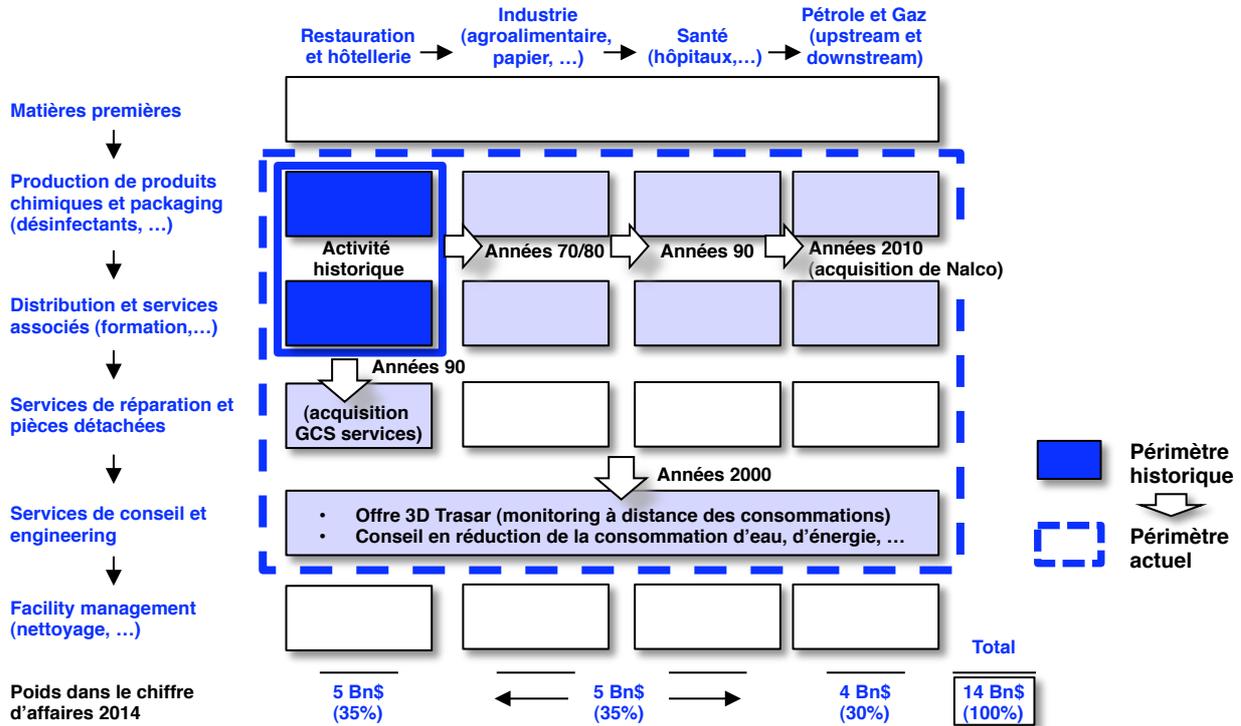
Toute industrie se segmente historiquement en fonction de barrières technologiques, industrielles, commerciales, géographiques, ... et en fonction des stratégies et moyens financiers des acteurs. Ces segmentations ne sont pas éternelles car les barrières économiques ou industrielles entre segments évoluent. Les ambitions et les moyens des acteurs changent. La re-segmentation de l'industrie est une source de croissance.

Une question essentielle est celle du rationnel d'élargissement à des segments adjacents : croissance sous jacente supérieure ; potentiel de consolidation et valeur de cette consolidation plus grands (effets d'échelles, etc...) ; partages de coûts et de revenus entre segments.

Au-delà de la simple analyse, *le changement de prisme est essentiel* : solutions plutôt que produits ; clients plutôt que marchés ; positions dans la chaîne de valeur ajoutée à l'amont ou à l'aval ; ... Ces modifications sont celles qui non seulement permettent de continuer à croître, mais de trouver les poches de valeur les plus significatives.

- Tableau 2 -

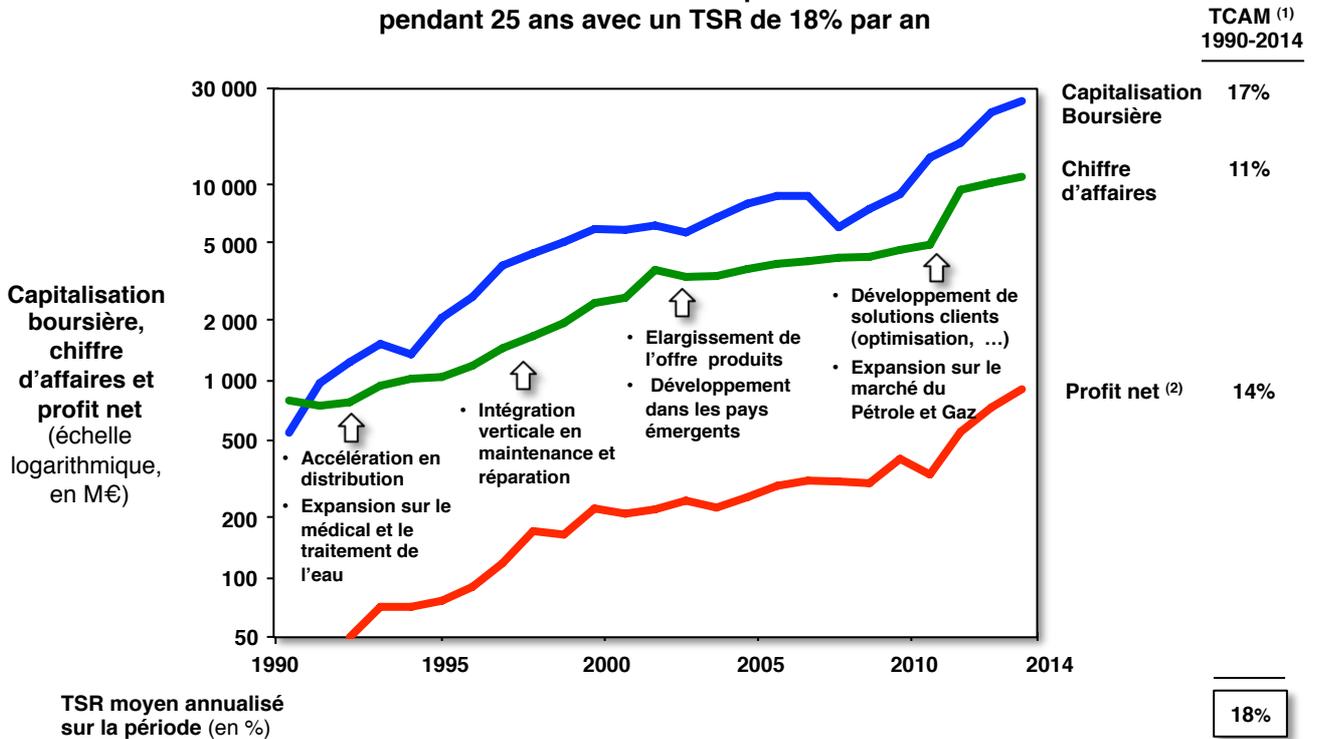
Ecolab 1970-2015
D'un producteur américain de désinfectants pour la restauration au leader mondial des solutions de propreté pour tous marchés



Sources : Rapports annuels, analyses Estin & Co

- Tableau 3 -

Ecolab a cru de 11% par an pendant 25 ans avec un TSR de 18% par an



(1) Taux de croissance annuel moyen ; (2) Profit net inférieur à 50M€ avant 1993
 Sources : Bloomberg, analyses Estin & Co

Diversifier et surfer sur les vagues de croissance

La troisième option est de tirer les conséquences de l'observation en introduction de cet article : il n'y a pas de création de valeur sans croissance rentable et pas de croissance à long terme si l'on reste à long terme dans le même métier, sans le redéfinir.

L'avenir à long terme d'une entreprise passe donc soit par une évolution voire une mue régulière de ses métiers, soit par des diversifications. Ces diversifications finissent par entraîner une coexistence de plusieurs métiers à différentes étapes de leur cycle de vie au sein d'un même groupe, les métiers mûrs générant du cash pour financer les nouveaux métiers porteurs d'avenir. Le partage de grandes technologies, savoir-faire, cultures, ... est préférable entre ces métiers lorsque c'est possible. Mais il n'est pas déterminant. Il faut préférer la recherche de vraies nouvelles sources de croissance longues et rentables plutôt que de fausses synergies n'apportant pas de croissance.

La diversification a mauvaise presse. Elle n'est pourtant pas une erreur si les facteurs de compétitivité et les modes de création de valeur dans chaque métier sont explicités et maîtrisés. Un nombre important de grands groupes diversifiés voire de conglomérats font mieux sur longue période que des pure players avec des TSR supérieurs à 15% par an sur quinze ans (Hyundai, Keppel, Danaher, Jardine Matheson, ...). Ils ne se définissent plus par la maîtrise d'un champs d'activité – même élargi – mais par celle d'un mode de création de valeur (croissance longue et compétitive ; rotation régulière du portefeuille ; turnarounds ; build up ; LBOs ; ...).

La croissance de General Electric sous Jack Welch (9% par an entre 1980 et 2000) s'est faite essentiellement par le développement dans les services financiers (en forte croissance à l'époque aux Etats-Unis) plus que par le développement des activités industrielles d'origine. Entre 1980 et 2000, la part des services financiers dans le chiffre d'affaires total du groupe est passée de 12% à 50% et General Electric est devenu la 10^{ème} entreprise de services financiers des Etats-Unis en 2014 (en terme de revenus). Sur cette période, les services financiers ont représenté plus de 60% de la création de valeur totale de General Electric.

Ce n'est pas un hasard si General Electric veut aujourd'hui sortir des services financiers, désormais sans perspectives de croissance.

Roche a également généré un TSR de 13% par an pendant 25 ans grâce à un repositionnement de son mix d'activités dans des domaines en croissance et une gestion active de son portefeuille d'activités. Il a réalisé plusieurs acquisitions pour devenir le leader mondial dans les biotechnologies à usage médical qui représentent aujourd'hui 50% de son chiffre d'affaires (dans des marchés en croissance de 10% par an). Dans le même temps, son activité historique dans la pharmacie traditionnelle est passée de 50% à 23% de son chiffre d'affaires entre 1998 et 2014, et ses divisions Arômes et Parfums ainsi que Vitamines et Chimie fine ont été cédées.

A l'inverse, les groupes diversifiés qui ne comportent pas de sources de croissance majeures dans leur portefeuille n'ont pas compris à quoi servait une diversification.

Changer de paradigme

Le monde du management des 30 dernières années était dominé par deux paradigmes liés : la recherche du leadership par métier – par le management des grands groupes – et l'appréciation des pure players – par les marchés financiers. Ces deux paradigmes avaient leur intérêt dans un monde en croissance⁴ et y garantissaient une croissance relative. Dans un tel monde, il faut en effet rechercher le leadership et la focalisation des ressources si l'on veut être compétitif, rentable, et croître plus vite que ses concurrents.

Mais dans le monde occidental d'aujourd'hui sans croissance, il faut d'abord et avant tout rechercher les nouvelles sources de croissance et de valeur. La focalisation univoque sur le leadership est contreproductive. Elle jette un sortilège sur les managements des grands

⁴ Le PIB des USA a crû de 3,3% par an (hors inflation) entre 1970 et 2000 (7,8% avec inflation). Celui de la France a crû de 2,8% (hors inflation) sur la même période (8,5% avec inflation).

groupes et les rend prisonniers de leur boîte étroite. Que vaut en effet une position de leadership sans croissance ? Lorsque le marché ne croît plus et que la concentration de l'industrie est faite, il n'y a plus de source de création de valeur pour un leader rentable s'il ne veut pas changer de métier ou modifier le périmètre de celui-ci.

La CGE (Alcatel/Alsthom) était il y a 20 ans le premier groupe industriel français sur la base d'une grande diversification de ses métiers. Alcatel est aujourd'hui un pure player sans croissance et contraint de se vendre à Nokia. Sa refocalisation totale sur les télécommunications en 1998 était déjà probablement à courte vue à l'époque, dans la mesure où cette industrie - alors en croissance - était proche de son pic dans les pays occidentaux. Elle s'est également avérée une contrainte majeure dans la mesure où des relais de croissance n'ont pas été développés.

Lorsque la boîte dans laquelle on est ne permet plus de croître, il faut la redéfinir ou en sortir. La redéfinition des périmètres d'activité est aujourd'hui un enjeu majeur.

En conclusion

Il n'y a pas d'avenir à long terme (c'est-à-dire pas de croissance et de création de valeur possibles) pour les pure players occidentaux qui restent dans leur boîte.

La croissance longue demande une redéfinition régulière des périmètres d'activités, aux bornes des métiers historiques, ou loin de ceux-ci. C'est une prise de risque. Mais la création de valeur ne peut exister sans cette contrepartie.

Jean Estin

Avril 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