

Changer le portefeuille d'activités : entre le risque d'inertie et le risque d'erreur stratégique

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Les grands groupes englués dans les marchés mûrs occidentaux et dans les métiers traditionnels peuvent difficilement croître au-delà de 4 à 6 % par an. Quelles que soient leurs réorganisations régulières et réductions transitoires de frais généraux, ils ne créent donc pas de valeur.

La vraie réponse stratégique et financière pour ces groupes passe par une modification profonde de leurs portefeuilles d'activités et de géographies pour se repositionner sur des marchés en forte croissance, et réallouer leurs ressources au sein de ces marchés pour y établir des positions de leadership.

Mais pour des groupes de grande taille, l'exercice n'est pas simple. D'une part, les nouveaux marchés ou géographies ciblés peuvent être trop petits au regard des métiers historiques et n'avoir qu'un impact faible sur la dérivée financière de l'ensemble du groupe. D'autre part, les vrais changements de métiers à grande échelle sont risqués.

Beaucoup de groupes renoncent devant la difficulté et les risques d'une telle stratégie. Peu enclenchent des modifications profondes et les mènent avec succès. Pourquoi ?

Les grandes réussites

Passons en revue quelques réussites emblématiques.

General Electric 1980-2000

Tout a été dit sur le succès de Jack Welch à la tête du groupe sur la période. En réalité, General Electric a effectué deux modifications majeures de son portefeuille d'activité pendant ces vingt ans :

- Une internationalisation accélérée de ses grands métiers dans lesquels il avait de fortes positions concurrentielles (système médicaux, équipements de production d'énergie, moteurs d'avion...) ; la part du chiffre d'affaires à l'international dans ses métiers est passée de 35% en 1980 à 60% en 2000 ;
- Une croissance massive dans le domaine des services financiers. Ceux-ci ont crû de 10% en 1980 jusqu'à 50% du chiffre d'affaires du groupe en 2000 et ont représenté 65% de la croissance de sa capitalisation boursière sur la période.

En vingt ans, GE est devenu une des premières institutions financières mondiales, dans une industrie qui est passée de 4,5 à 8% du PIB américain et a connu une croissance exceptionnelle sur le plan mondial. Investissement massif dans une industrie en forte croissance, développement d'un modèle d'activité différencié face aux acteurs classiques (les banques), position de leader ou co - leader dans plusieurs segments de cette industrie. Tous les ingrédients du succès ont été mis en œuvre. La taille du groupe (25 Mds de dollars de chiffre d'affaires en 1980) n'a pas empêché son agilité stratégique et son succès. Aux expertises industrielles se sont ajoutées les compétences dans la finance. Les choix effectués concernant le secteur de diversification, le timing d'entrée, ainsi que la stratégie et les modalités d'organisation dans ce secteur ont été les bons. *Son TSR⁽¹⁾ a été de 25% par an.*

(1) TSR : Total Shareholder Return : rentabilité totale pour l'actionnaire sur son investissement (distribution de dividendes et d'actions gratuites, appréciation de la valeur de ses actions).

PPR/Kering 1990-2018

PPR, aujourd'hui Kering, a cru sur la période au travers de deux vagues majeures de diversification : le désengagement des activités bois et l'investissement dans la distribution dans les années 90 (croissant de 0% en 1985 à 73% du chiffre d'affaires en 2001) ; le désengagement de ces activités et l'investissement dans le luxe (croissant de 0% à 71% du chiffre d'affaires en 2017) avec en particulier l'acquisition de Gucci dans les années 2000.

La première vague a eu un impact limité (TSR de 9% par an sur la période 1985-1995) ; l'investissement dans les activités de distribution s'est fait en effet tardivement, alors que nombre d'entre elles étaient déjà proches de leur maturité. La deuxième vague a eu un impact significatif (TSR de 15% par an sur la période 1995-2018) ; le groupe a investi alors que la vague de croissance du luxe dans les pays occidentaux et dans les pays émergents était (et est toujours) forte et longue.

En matière de gestion de portefeuille, le timing (des investissements et des désinvestissements) est un élément critique.

Danaher 1988-2018

La gestion du portefeuille d'activités peut être régulière et ne pas se limiter à un exercice majeur tous les dix ou vingt ans.

Danaher, grand conglomérat technologique américain présent dans une dizaine d'activités (18 Mds de dollars de chiffre d'affaires en 2017) a crû à 12% par an entre 1988 et 2018 avec un TSR de 20% par an en faisant évoluer régulièrement et fortement son portefeuille de métiers à travers des cessions et des acquisitions (quatre cents acquisitions sur trente ans). Les technologies industrielles et les activités de test et de mesure ont diminué par exemple de 70% des revenus en 2000 à 30% en 2015. Les activités de life science et de diagnostic ainsi que l'environnement ont augmenté de 15 à 50% des revenus sur la même période.

Recherche régulière de nouvelles sources de croissance ; acquisitions et investissements significatifs pour établir des positions de leadership dans ces nouvelles activités ; gestion régulière du portefeuille et arbitrages dans des activités plus mûres ou s'avérant moins attractives ; expertise poussée dans les acquisitions et leur intégration, et dans les cessions. La gestion du portefeuille a été un facteur de création de valeur aussi important que les stratégies menées dans chacune des activités.

Les grands échecs

A l'inverse quelques exemples d'échecs montrent les risques encourus lors d'un changement majeur du portefeuille.

General Electric 2000-2018

Depuis 2000, General Electric a mené une stratégie de croissance et de consolidation dans plusieurs secteurs d'équipements industriels liés à l'énergie (éoliennes, équipements parapétroliers, turbines pour la production d'énergie avec l'acquisition d'Alstom en 2014, ...) et au transport.

Ce mouvement a été limité par trois facteurs : cyclicité des métiers (impactés par les crises de 2001 et 2008), croissance effective inférieure aux anticipations, concurrence croissante de groupes chinois (Goldwind par exemple pour la construction éolienne).

Le Groupe a par ailleurs vendu une large part de ses activités de services financiers entre 2015 et 2017 (divisions Commercial Lending & Leasing, Real Estate, Rail Services, ...), dans une période conjoncturellement défavorable (les années 2014 ou 2018 auraient été plus favorables).

Mauvais choix, mauvais timing : General Electric ne croît plus (-2% p.a. de chiffre d'affaires en moyenne) et n'a pas créé de valeur (TSR annuel moyen de -7%) depuis 2000.

Vivendi 1990 – 2000

Il est facile de juger a posteriori. Sur le papier, le désengagement à la fin des années 90 des métiers de concession d'eau, mûrs et à faibles marges, et l'investissement dans les « activités du futur » (réseaux de télécommunication, internet, studios de cinéma, jeux vidéo, édition

musicale, ...) avec une convergence des contenus et des contenants, était brillante. Mais exécutée au plus haut des marchés, avant l'éclatement de la bulle internet, en payant cash plutôt qu'en actions les acquisitions, sa mise en œuvre s'est avérée inadaptée par rapport au cycle financier.

De plus, si les directions étaient correctes, plusieurs investissements ont eu lieu dans des domaines où la forte croissance était passée plutôt que future (télécommunications), ou dans des acquisitions qui n'avaient ni le bon positionnement ni les modèles d'activité de l'avenir (Canal+, Universal Music Group, Universal Studios).

Vivendi a fait quasiment faillite en 2002 et a mis 5 années à restaurer ses équilibres financiers. Son TSR annuel a été négatif (-3% p.a.) sur la période 2000-2018.

Les évolutions insuffisantes et l'inertie

Depuis quinze à vingt ans, cette stratégie est la plus représentative de la situation des grands groupes diversifiés occidentaux. A l'absence de choix forts et de risques pris correspond donc naturellement la faiblesse de la création de valeur pour les actionnaires.

Walmart 1960-2018

Pendant trente ans, Walmart a cru à 28% par an et a généré un TSR annuel de 30% grâce à la vague de développement aux USA, puis en Europe, puis dans le monde, de la distribution moderne et en particulier des hypermarchés. En 1995, c'était le premier distributeur mondial avec un chiffre d'affaire de 82 Mds de dollars.

Le groupe a parfaitement réagi au ralentissement de la pénétration de ses concepts dans les pays mûrs à partir du milieu des années 90 ; développement international, en particulier en Chine dès 1996 ; développement dans la distribution online dès 2000. Mais la croissance dans ces nouveaux domaines et géographies avec un chiffre d'affaire additionnel de 30 Mds de dollars en vingt ans, a été insuffisante pour maintenir la croissance du groupe au niveau historique. Celle-ci s'est ralentie à 8% par an et le TSR annuel sur 1995-2017 a été de 12%.

Compte tenu de sa taille, les mouvements effectués par Walmart ont été insuffisants. Pour maintenir une croissance d'au moins 10% par an depuis 1995, il aurait fallu qu'il bâtisse une part de marché supérieure à 50% en Chine (elle est de 5% aujourd'hui) et en Asie émergente, ou consolide l'Europe au travers de plusieurs grandes acquisitions, ou bâtisse une activité online équivalente à celle d'Amazon aujourd'hui (il en représente moins de 10%).

On voit là clairement la nature des enjeux pour un leader ayant déjà atteint une taille importante.

Saint-Gobain 2000-2018

Depuis 2000, la croissance du chiffre d'affaires de Saint-Gobain est faible (2% p.a. en moyenne). Il en est de même pour le TSR (1% p.a. en moyenne).

Entre 2000 et 2007, la croissance a été modérée (6% p.a.), principalement tirée par une première étape de développement dans les pays émergents (de 7 à 16% du chiffre d'affaires entre 2000 et 2007).

Depuis 2007, le groupe n'a pas crû et a eu un TSR annuel négatif (-5%). Les positions dans les pays émergents ont peu évolué (de 16% du chiffre d'affaires en 2007 à 21% en 2017). Il n'y a pas eu de diversification majeure du portefeuille d'activités ou de développement de technologies de rupture susceptibles d'améliorer fortement ses positions dans ses marchés historiques.

L'attention régulière portée à l'amélioration de la rentabilité n'a pas compensé l'absence de mouvements majeurs et de croissance.

Siemens 2000-2018

Sur les vingt dernières années, Siemens a connu une première étape de développement en Asie émergente entre 1998 et 2008 (de 10% en 1998 à 21% du chiffre d'affaires en 2008), avec un TSR annuel de 11%. Mais cette évolution ne s'est pas poursuivie entre 2008 et 2018 (seulement +1 point supplémentaire de chiffre d'affaires en Asie émergente).

En termes de portefeuille de métiers, le groupe s'est - tardivement - désengagé de ses activités dans les télécommunications (fusion des activités de réseaux fixes et mobiles pour particuliers avec Nokia en 2007 ; fusion des activités de télécommunications et réseaux d'entreprises avec Gores Group en 2008) ainsi que dans l'éclairage (Cession d'Osram en 2012). Le groupe a par ailleurs conservé ses autres métiers sans évolution ou rupture majeure sur la période. Les évolutions naturelles de ces métiers et leurs nouvelles dénominations (par exemple, activités de systèmes industriels automatisés rebaptisées en « Digital Factory ») n'ont pas changé fondamentalement la structure du portefeuille.

Sur les vingt dernières années, la croissance est restée faible (2% p.a. depuis 1998), ainsi que le TSR (7% par an).

Pour ces trois exemples, en l'absence d'évolutions significatives, la faible progression du TSR a été assurée par des restructurations et réorganisations régulières et des améliorations de rentabilité, ainsi que par la baisse des taux d'intérêt. *Ce seul exercice ne peut être décliné à l'infini. Il mène à une impasse.*

Que faire ?

Il n'y a pas de création de valeur sans ambition, prise de risques et choix forts. *C'est le rôle des CEOs de faire ces choix* et c'est celui de leurs conseils d'administration de les pousser et les aider dans ces choix.

Il n'y a pas de métier attractif pour l'éternité. La création de valeur pour les grands groupes passe donc nécessairement par des modifications régulières et profondes de leurs portefeuilles d'activités.

Plus ces groupes ont réussi dans leurs métiers historiques et plus le développement dans un nouveau métier doit être significatif pour avoir un impact sur l'ensemble du groupe. Les stratégies de portefeuille « à la marge » n'ont pas de valeur. Paradoxalement, les évolutions de portefeuilles d'activités sont donc d'autant plus difficiles pour les grands leaders.

Un grand groupe diversifié doit créer de la valeur au-delà de la seule valeur créée par chacun de ses métiers. Cette valeur repose sur sa capacité à capturer les vagues de croissance et à gérer activement son portefeuille d'actifs en fonction de ces vagues. Dans le cas contraire, il n'a pas d'utilité et finit par se scinder par morceaux et disparaître, volontairement, sous la pression de ses actionnaires, ou « involontairement » sous la pression d'investisseurs extérieurs et de concurrents ayant une vision plus ambitieuse pour leurs propres actionnaires.

La vague d'éclatement en cours des grands conglomérats américains (General Electric, United Technologies, DowDuPont, Honeywell, ...) après vingt ans d'absence de création de valeur ne se limitera pas aux USA. Elle atteindra également l'Europe.

Jean Estin

Décembre 2018

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.

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