

Quelle ambition ?

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Un des rôles critiques des conseils d'administration et des présidents de grands groupes est de fixer le niveau d'ambition pour l'entreprise et ses actionnaires en termes de croissance et de TSR¹.

Si l'ambition est trop forte, les risques encourus pour la réaliser peuvent mener à la perte d'indépendance ; si elle est trop faible, les marges de manœuvre financières résultantes à moyen terme rendront l'entreprise vulnérable aux attaques de ses concurrents.

Sans ce calage, il est difficile de fixer une stratégie pertinente.

L'approche classique par le portefeuille d'activités est une étape nécessaire mais insuffisante ; l'optimisation du portefeuille et l'exploitation des sources de croissance existantes conduisent à une allocation de ressources rationnelle, un meilleur arbitrage rentabilité vs. croissance et un TSR amélioré. Mais pour les grands groupes occidentaux dans des marchés mûrs, cette optimisation permet rarement de produire des croissances futures et des TSR supérieurs à 8-10% par an. Faut-il aller plus loin ? Pourquoi ? Jusqu'où faut-il rechercher des nouveaux métiers et étendre le terrain de jeu ? Avec quelle ampleur à court et à moyen terme ?

Peu d'entreprises remettent en cause cette boîte dans laquelle elles évoluent et qui ne n'est que la résultante des décisions des années passées. La dynamique des industries et l'intérêt des actionnaires demande pourtant une remise en cause beaucoup plus profonde que cette optimisation.

L'ambition des actionnaires pour leur entreprise doit s'appuyer sur cinq perspectives :

La dérivée produite par une optimisation forte du portefeuille d'activité : comme indiqué ci-dessus, ce n'est qu'un des éléments de l'équation, souvent insuffisant.

La valeur boursière et le TSR historique : une entreprise qui croît régulièrement à 13% par an et offre un TSR de 15% par an à ses actionnaires subira un de-rating significatif si sa nouvelle stratégie doit produire une croissance de 8% par an, toutes choses égales par ailleurs. Un des principaux enjeux des groupes qui réussissent est de parvenir à maintenir leur trajectoire stratégique et financière à moyen et long terme au même rythme, alors que leur taille augmente régulièrement. La différence entre la croissance résultant de l'optimisation des métiers existants et celle nécessaire pour poursuivre au même rythme fixe l'ampleur des extensions de périmètre et des nouveaux métiers à développer.

Des groupes comme Ecolab, Assa Abloy, Thermo Fisher, Medtronic, EssilorLuxottica... ont cru à plus de 10% par an sur longue période en étendant régulièrement leur terrain de jeu. Leur chiffre d'affaires aujourd'hui est un multiple significatif de la taille actuelle du marché sur lesquels ils opéraient étroitement il y a 20 ans.

La croissance stratégique et financière des concurrents directs et indirects : l'entreprise doit croître au minimum au rythme qui lui permet de concentrer à son profit les métiers dans lesquels elle décide d'investir. Sa croissance doit donc être supérieure à celle de ses principaux concurrents directs².

¹ TSR = Total Shareholder Return : rentabilité pour l'actionnaire sur son investissement (augmentation de la valeur du titre, distribution de dividendes, distribution d'actions gratuites...).

² Les leaders qui concentrent une industrie croissent typiquement deux fois plus vite que celle-ci ; par exemple, dans une industrie qui croît à 5% par an, les leaders doivent croître typiquement à 10% par an minimum.

Mais ce n'est pas suffisant. Certains de ses concurrents mieux positionnés peuvent opérer dans des marchés plus petits mais en très forte croissance. Leurs TSR peuvent donc être deux à trois fois supérieurs à ceux de l'entreprise et leur valeur boursière dépasser rapidement celle de l'entreprise alors que leur taille reste faible. Cette situation n'est pas soutenable à long terme. L'entreprise doit croître au rythme qui lui permet de rester dans le peloton de tête de son industrie en termes de valeur boursière ou elle perdra ses marges de manœuvre et son indépendance à moyen terme³.

La croissance financièrement soutenable : celle-ci constitue la quatrième perspective critique. La rentabilité de l'entreprise, augmentée du levier de l'endettement et après distribution de dividendes, fixe la croissance soutenable. Aux taux actuels, un ROCE de 15 % avec un levier d'endettement de $D/E = 1$ et une distribution de dividendes de 30% des profits permet de financer une croissance de 14% par an, toutes choses égales par ailleurs⁴.

Si cette croissance est significativement inférieure à l'une des bornes précédentes, la question de l'endettement soutenable, de la structure du capital, ou de la fusion avec un autre acteur critique de l'industrie devient un enjeu stratégique. AB InBev a réussi à croître pendant 25 ans à plus de 15% par an et à concentrer l'industrie de la bière par acquisitions successives mais également par fusions.

La question des synergies liées aux acquisitions est également critique. Ce sont elles qui permettent de compenser les goodwill d'acquisitions (d'autant plus élevés que l'on acquiert des cibles en forte croissance) et de maintenir la rentabilité et la croissance financièrement soutenable.

Les marchés : ceux-ci fixent les comparables pour l'actionnaire. La rentabilité moyenne (TSR) des bourses mondiales est de 10% par an pour un actionnaire (2010-2018). La rentabilité moyenne des fonds de private equity à l'échelle mondiale est de 17%. Pour un actionnaire investi à hauteur d'un bloc significatif dans une entreprise (par opposition à une diversification de ses actifs), il est normal d'exiger des TSR égaux ou supérieurs à 15%. La référence aux seules bourses européennes de plus en plus déconnectées des grands courants de croissance mondiaux est bien sûr une erreur majeure de perspective⁵.

Ces cinq perspectives sont rarement alignées et mettent par conséquent en évidence les grands enjeux stratégiques et financiers. Elles fixent les éléments de l'arbitrage à effectuer par les conseils d'administration en ce qui concerne *l'objectif de TSR, le risque acceptable et sa nature, et l'indépendance de l'entreprise*.

L'organisation et les compétences sont une variable à ajuster compte tenu de ces perspectives. Si elles constituent une contrainte, l'entreprise n'a plus de marges de manœuvre pour évoluer au rythme nécessaire au sein de son industrie.

Dans des groupes occidentaux engagés dans des métiers mûrs, la prise en compte de ces cinq perspectives avec des niveaux d'ambition différents produit souvent *trois options* fortement différenciées :

- Un fil de l'eau amélioré avec un TSR aux environs de 4 à 6% par an (compte tenu de la faible croissance des marchés sous-jacents et malgré tous les plans opérationnellement ambitieux du management) ; c'est bien sûr un objectif insuffisant sur le moyen et long terme.

³ Une entreprise qui croît à 5% par an avec un ROCE de 15% (EBIT / Capitaux engagés) aura un Price Earnings Ratio (PER) de 9x, alors qu'une entreprise qui croît à 20% par an avec la même rentabilité aura un PER de 17x. Ainsi, un acteur en forte croissance, même de petite taille, peut développer des marges de manœuvre supplémentaires pour concentrer l'industrie. Par exemple, dans les paiements électroniques, Adyen, nouvel acteur du full service pour le e-commerce, a crû à 80% par an entre 2014 et 2018 de 0,2 Mrd€ à 1,7 Mrd€ ; son PER pour 2019 est de 65x et sa capitalisation boursière de 18 Mrd€. VeriFone, l'un des leaders historiques des terminaux de paiement, a généré un chiffre d'affaires de 1,6 Mrd€ en 2018 et croît à 2% par an ; son PER pour 2019 est de 13x et sa capitalisation boursière de 2 Mrd€.

⁴ Sous hypothèse d'un taux d'imposition de 25% et d'un coût de la dette à 3%.

⁵ Le TSR moyen des bourses européennes sur 2010-2018 (dividendes réinvestis) a ainsi été de 6% par an alors que celui des bourses mondiales a été de 10% par an (sur la base indices MSCI Europe vs. MSCI World).

- Une modification forte du portefeuille d'activités avec extension éventuelle du terrain de jeu (s'appuyant souvent sur des acquisitions et des cessions), avec un TSR de 8 à 10% par an ;
- Une stratégie de concentration ou de transformation fortes de l'industrie avec acquisition ou fusion majeure et modification de la structure du capital (avec les enjeux de gouvernance correspondants) permettant un TSR de 12% à 15% par an.

La mise en évidence de ces options et le choix explicite de l'une d'entre elles sont critiques. C'est le niveau de décision légitime et pertinent pour l'actionnaire. C'est le niveau de cadrage nécessaire pour la direction de l'entreprise qui peut ainsi travailler utilement sur une stratégie en évitant aussi bien l'autocensure que l'irréalisme dans son ambition.

Certains groupes organisent de façon régulière (tous les trois à quatre ans) ce dialogue entre la direction de l'entreprise et son conseil d'administration de façon à permettre à l'actionnaire de faire son arbitrage en toute transparence et en temps voulu.

Sans un objectif clair et *clairement débattu* concernant l'ambition, il est difficile d'avoir un dialogue pertinent entre l'actionnaire et le management de l'entreprise ou entre différents blocs d'actionnaires. Il est difficile de dépasser le cadre étroit du portefeuille d'activités, d'intégrer les dynamiques de l'industrie au sens large et de définir une stratégie gagnante à la fois à moyen et à long terme.

Les entreprises qui réussissent à croître à long terme de façon régulière à 12%, 15% ou plus par an (avec les TSR résultants) à travers différentes dynamiques de marchés et d'industries, des évolutions de leurs portefeuilles d'activités, par développement organique ou à travers des acquisitions majeures, ont un élément fort en commun : *elles l'ont choisi*.

Août 2019

ESTIN & CO

4

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