

Caler l'ambition de croissance

Par

Jean Berg

Executive Vice President, Estin & Co

Une entreprise ne peut créer de valeur à long terme sans croître régulièrement. Cette croissance est nécessaire pour maintenir une compétitivité forte, motiver les équipes, attirer les talents et rémunérer les actionnaires.

Souvent, les ambitions de croissance ne sont pas cohérentes par rapport aux ambitions de création de valeur : les plans stratégiques sont la somme des plans stratégiques des activités ou des géographies. Comment donc caler l'ambition de croissance ?

Le choix de la croissance : le choix du Président

La croissance est un choix, le choix de croître. Elle n'arrive pas par hasard. C'est le choix du Président. S'il ne fait pas ce choix et n'est pas moteur, elle n'aura pas lieu.

Elle doit passer par :

- *La définition des ambitions de croissance.* On ne peut croître que si on a décidé de croître et si on a fixé une ambition explicite.
- *La définition des options de croissance* et le choix des priorités de croissance. La plupart des grands groupes européens ne croissent pas parce qu'ils ne sont pas positionnés dans des métiers ou des géographies en croissance.

Le portefeuille de métiers et de géographies est une contrainte à court terme. Mais c'est un choix à moyen et long terme. Il suppose d'abandonner certaines activités, de redéployer les ressources, de choisir des axes de croissance et donc de renoncer.

- *Une allocation des ressources humaines et financières aux domaines à forte croissance.* On ne peut croître si l'on ne consacre pas au moins 50% de ses investissements aux domaines en croissance. Cette allocation est financière mais concerne également la ressource la plus rare du management : son temps.
- *Une culture de la croissance.* Le Top Management doit développer cette culture par son comportement, les leviers de motivation et le mode de management de l'entreprise.

Le premier point est critique. Il est le point de départ et l'aboutissement de la stratégie. Sans ce cadre, sans cet horizon, l'entreprise perd une partie importante de sa vision.

Définir l'ambition de croissance

L'ambition de croissance doit être définie à partir de trois perspectives. Aucune n'est suffisante. Seule l'intégration de ces trois perspectives permet de caler l'ambition de croissance.

La dynamique des marchés et la dynamique concurrentielle

La création de valeur pour une entreprise et ses actionnaires dépend de sa compétitivité et de sa croissance.

La compétitivité est fondée sur des positions fortes, durables, permettant de créer des barrières de prix, de coût, de marques... vis-à-vis des concurrents.

La croissance permet d'accroître cet avantage concurrentiel, de générer des ressources supplémentaires et de faire croître les résultats et les cash flows.

Le choix d'une stratégie devient par conséquent le choix d'une vitesse. Une bonne stratégie est non seulement le choix de la bonne direction mais également (surtout, et de plus en plus) le

choix de la bonne ampleur et de la bonne vitesse. La vitesse dans un métier dépend de la croissance du métier et de la nécessité à le concentrer. Ceci ne doit pas être une conséquence de la capacité des équipes à aller plus ou moins vite dans l'exécution de la stratégie.

Ce doit être le résultat d'une analyse stratégique. Si les marchés croissent de 5% par an, l'ambition doit être supérieure à cette croissance. Si le coût de cette croissance est trop élevé, il faut alors changer de métier.

L'objectif de création de valeur

La création de valeur n'est pas liée à la rentabilité. Elle est liée à la croissance. Les analyses sur toutes les bourses, quelles que soient les périodes, montrent la corrélation entre TSR¹ et croissance (à rentabilité donnée).

Cette relation entre les deux indicateurs est extrêmement forte : un point de croissance sur longue durée génère plus de 1 point de TSR.

Pour un actionnaire, ceci signifie que, sur 10 ans, son investissement aura rapporté 2,5x sa mise pour un TSR à 10% alors qu'il aura rapporté 4,0x sa mise pour un TSR à 15%. Les 5 points de croissance de différence lui auront permis de doubler son gain (déduit de l'investissement). Les enjeux sont donc significatifs.

C'est ce qu'arrivent à réaliser des groupes comme Inditex (Zara), H&M, Home Depot, Assa Abloy, Nike, Hermès, Essilor, Safran depuis plus de 20 ans.

Dans ce contexte, seule une croissance (rentable) supérieure à 8% par an permettra de créer de la valeur à long terme.

Le financement de la croissance

La croissance a un coût, au-delà des investissements en actifs et besoins en fond de roulement.

C'est le coût de l'innovation, des investissements marketing et commerciaux nécessaires pour croître, des sous-optimisations transitoires des outils industriels pendant leur montée en puissance, des différents avantages d'un modèle d'activité plus attractif pour les clients, des baisses de prix nécessaires pour gagner des parts de marché ou des goodwills d'acquisitions.

Ce coût doit être financé. Ceci limite par conséquent l'ambition de croissance, toutes choses égales par ailleurs.

De manière simplifiée, le financement de la croissance est égal au retour sur capitaux propres ajusté par le taux de distribution de dividendes². Par exemple, une entreprise qui a un retour sur capitaux propres de 15% et un taux de distribution des dividendes de 50% aura une croissance soutenable de l'ordre de 7,5% par an. Sans changement structurel

Pour aller au-delà, il faut déplacer des contraintes de nature opérationnelle, stratégique, financière ou actionnariale :

- *Amélioration* de la marge et du cash-flow opérationnel pour dégager des ressources supplémentaires pour la croissance ;
- *Modification* du portefeuille d'activités afin de focaliser les ressources sur les investissements les plus générateurs de valeur ;
- *Accroissement* (temporaire) du niveau d'endettement pour accroître les ressources ;
- *Dilution* des actionnaires historiques par appel au marché financier.

¹ Total Shareholder Return : rendement total pour l'actionnaire

² Croissance = RCP x (1-taux de distribution des dividendes)

Qu'en conclure ?

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.

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. Elles ne génèrent forcément que de faibles croissances additionnelles et de faibles TSR.

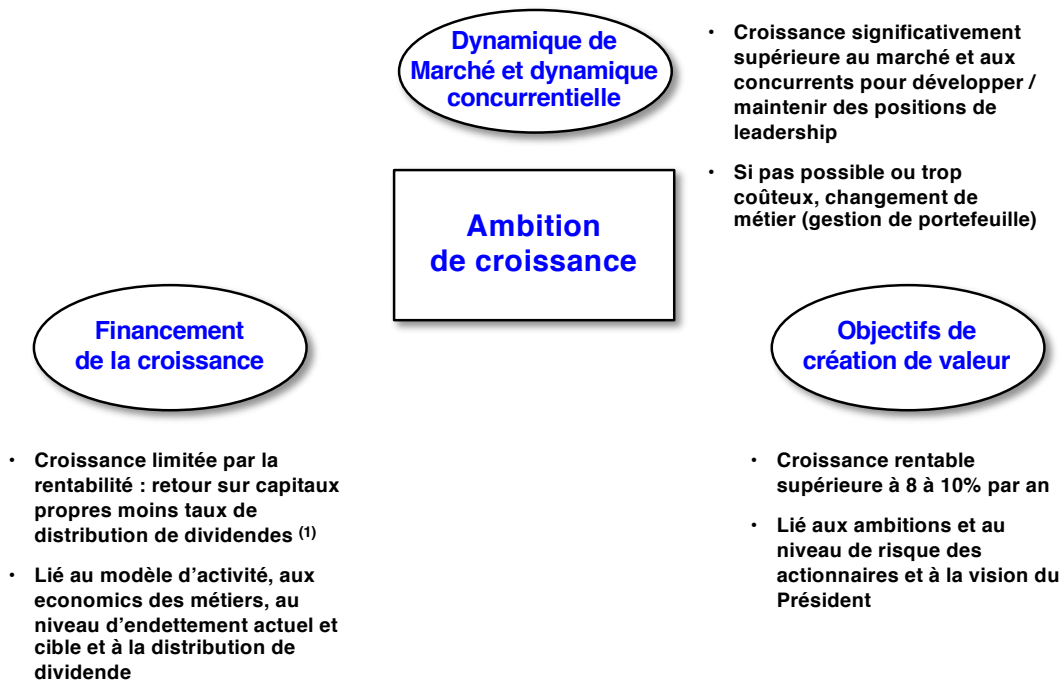
L'approche adéquate est inverse. Il faut plutôt d'abord fixer - et au plus haut niveau de l'entreprise - les niveaux d'ambition suffisants pour maintenir les croissances et les TSR nécessaires au-delà de 5 ans. On peut en déduire ensuite les stratégies (souvent disruptives) qui s'avèrent nécessaires ; en apprécier les risques ; décider ; et se donner les moyens de leur mise œuvre (financiers et humains). La stratégie doit reposer d'abord sur une *ambition* explicite, construite et maîtrisée.

Jean Berg

Avril 2019

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.

Le calage de l'ambition de croissance doit intégrer trois perspectives



(1) : Croissance = Retour sur Capitaux Propres x (1-taux de distribution des dividendes)

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