

Ampleur et Vitesse

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

De façon structurelle, le coût du capital moyen n'est rien d'autre que la croissance économique mondiale à long terme plus les dividendes.

Dans un monde où la croissance économique diminue (hors inflation) (population vieillissante, productivité en baisse), le coût réel du capital va également continuer à décroître. Au-delà d'ajustements significatifs sur 2022 et 2023, les multiples de valorisation vont donc continuer à augmenter pour les sociétés en croissances longues, significativement supérieures à la moyenne de l'économie.

Pour une entreprise, le maintien de stratégies de croissance fortes (même taux de croissance en termes réels ; accentués en nominal compte tenu d'une légère inflation) et longues, dans un environnement en croissance moindre, accroît son différentiel de croissance par rapport à la moyenne de l'économie, et augmente par conséquent sa valeur.

Créer ce surplus de croissance peut être considéré comme difficile, voire impossible, pour des grands groupes européens adossés à des marchés mûrs et dont les chiffres d'affaires dépassent déjà quelques milliards d'euros. Pourtant, parmi les 100 premières capitalisations européennes dépassant 4 milliards d'euros de chiffre d'affaires, 32% croissent à plus de 10% par an depuis dix ans. Quel est leur secret ?

La stratégie

Le choix des activités et géographies sur lesquels on se bat est évidemment critique (certains grands leaders européens dans le luxe, les systèmes, les fintechs, les équipements pour semi-conducteurs, la logistique internationale, la santé, l'énergie, ou l'investissement ont été particulièrement bien valorisés dans les dix dernières années, avec un nombre significatif d'entre eux dans des secteurs non « technologiques »). Mais la stratégie ne se résume pas à une seule dimension : *la direction* (où faut-il investir ?). C'est un triptyque dont les deux autres dimensions sont également déterminantes : *l'ampleur et la vitesse*.

L'ampleur

Certains grands groupes européens réalisent tous les ans des dizaines d'acquisitions pour consolider leur industrie et améliorer leur compétitivité, écrèment leurs portefeuilles d'activités pour mieux se focaliser sur des axes de croissance stratégiques... et ce pour atteindre - au mieux - des croissances annuelles de 3 à 5 % par an, avec une valeur boursière qui stagne.

Acquérir des cibles de quelques dizaines de millions de chiffre d'affaires a en effet peu d'impact pour un groupe de plus de dix milliards d'euros de chiffre d'affaires, sauf à le faire systématiquement en grand nombre, de façon répétée, tous les ans. L'ampleur de chaque mouvement stratégique, ou de chaque acquisition, doit être en rapport avec la taille d'un groupe. Un groupe de dix milliards d'euros qui croît régulièrement à 3% par an en organique au rythme de ses marchés doit trouver environ 700 millions de chiffre d'affaires supplémentaire par an s'il veut croître à 10%. Pas 70.

Une évidence ? Non, si l'on analyse l'évolution stratégique des principaux groupes européens. Combien d'entre eux savent-ils mener une stratégie similaire à celle d'AB InBev dans la bière

entre 1980 et 2015 permettant une croissance de 23% par an dans un marché mondial croissant à 3% ?

Durant cette période, AB InBev a acquis régulièrement des cibles qui étaient à la mesure de sa taille (croissante) : petites lorsqu'il était petit, moyennes lorsqu'il était de taille moyenne, grandes lorsque son chiffre d'affaires était devenu important.

En 1987, Piedboeuf et Artois fusionnent (chiffres d'affaires combiné de 1,3 milliards d'euros¹) pour former Interbrew ; en 1995, Interbrew, avec 1,6 milliards d'euros de chiffre d'affaires, acquiert Labatt (chiffre d'affaires de 1,8 milliards d'euros) ; en 2004, avec 11 milliards de chiffre d'affaires, il fusionne avec AmBev (7 milliards d'euros de chiffre d'affaires) ; en 2008, avec 24 milliards de chiffre d'affaires, il fusionne avec Anheuser Busch (17 milliards d'euros de chiffre d'affaires) ; en 2015, avec 47 milliards de chiffre d'affaires, il acquiert SABMiller² (23 milliards d'euros de chiffre d'affaires).

Croître au-delà de la croissance des marchés sous-jacents nécessite de faire des mouvements stratégiques d'une ampleur proportionnelle à la taille du groupe. Et croître de façon significative et régulière à long terme nécessite de changer d'ordres de grandeurs dans ses investissements tous les quatre à cinq ans (nouveaux marchés, acquisitions...).

Cela nécessite bien sûr de savoir descendre une courbe d'expérience forte concernant la gestion des processus d'acquisition résultants et des modes d'intégration de ces acquisitions, tout en optimisant de façon ferme les rentabilités opérationnelles.

Cela nécessite également de modifier au cours du temps les leviers de croissance utilisés pour qu'ils s'adaptent à l'ampleur des impacts nécessaires : innovation, gains de parts de marché, développements géographiques, build up de petites acquisitions, acquisitions majeures, extensions de terrains de jeu... La stratégie doit évoluer, ainsi que ses moyens de déploiement. Il n'y a pas de croissance *longue* au sein d'un champ clos et avec des armes inchangées.

La vitesse

La vitesse est un troisième élément critique de la stratégie et pas seulement un atout dans la capacité d'exécution opérationnelle d'un groupe. Opérer le même mouvement stratégique aujourd'hui et non en trois ans change le taux de croissance et par conséquent les valeurs absolue et relative de l'entreprise par rapport à ses concurrents. Il change ses capacités de financement. Il permet de passer d'un statut de cible dans une concentration de l'industrie à une position d'acteur principal de cette concentration.

De nombreux petits acteurs ont dépassé stratégiquement et financièrement ou même racheté des grands leaders de leur industrie car croissant plus vite : Mittal vs. Arcelor, Adyen vs. Ingenico, Wabtec vs Faiveley...

Dans les paiements électroniques, Adyen s'est développé dès 2006 sur les segments en forte croissance du « global online » et du « omnicanal » pour des besoins complexes. Compte tenu de sa croissance, sa capitalisation boursière dépasse aujourd'hui les 40 milliards d'euros³. Dans le même temps, Ingenico, leader historique en faible croissance des terminaux de paiement ayant tardé à se développer dans les services aux marchands, a été racheté en 2020 par Wordline.

La croissance (rentable) génère la valeur, qui elle-même accroît les marges de manœuvre pour croître et changer la structure de l'industrie.

Aller vite ne nécessite pas forcément d'avoir des plans stratégiques détaillés à long terme. Ceux-ci ont peu d'intérêt car ils restent prisonniers de la vision d'aujourd'hui. Or cette vision est susceptible de changer après chaque grand mouvement stratégique.

¹ 55 milliards de francs belges.

² Transaction finalisée en 2016.

³ Après ajustement négatif en 2022 ; avant impact possible d'un nouvel ajustement en 2023.

Les trois clés pour aller vite sont la ligne directrice, la capacité d'exécution et la focalisation.

Il faut une compréhension claire à long terme de l'ensemble du terrain de jeu et de ses dynamiques possibles. A court terme, tout est une question d'opportunité. Les sociétés qui croissent vite ont rarement des plans détaillés au-delà de trois ans.

La capacité à intégrer de nouvelles équipes de tailles importantes est clé, ainsi que celle de modifier ses modes de fonctionnement régulièrement en fonction de la taille acquise, ou le fait d'avoir à tout moment une équipe de direction légèrement surdimensionnée par rapport aux besoins de l'organisation existante.

Enfin, la focalisation des actions est essentielle. Il vaut mieux atteindre la taille critique et la rentabilité en trois ans dans une nouvelle activité que de déployer en même temps une dizaine de chantiers avec des rentabilités insuffisantes pendant de nombreuses années faute d'établir des priorités claires.

Le différentiel de croissance

La croissance ralentit sur le plan mondial. *Pour une entreprise, elle n'en a que plus de valeur.* Mais cette création de valeur nécessite des mouvements de plus en plus forts - ou plus rapides. C'est un problème d'ambition et pas seulement d'organisation.

Quel mouvement majeur peut-on effectuer aujourd'hui qui change la trajectoire de croissance de l'entreprise en deux ou trois ans (sans détériorer sa rentabilité) ?

Février 2023

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 - LONDRES - ZURICH - NEW YORK - SHANGHAI

32, AVENUE KLEBER - 75116 PARIS

TEL. : +33 1 56 59 87 87 - FAX : +33 1 56 59 87 88 - <https://estin.com>