

# Il faut croître à long terme

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

---

La seule dictature des marchés pour l'entreprise est celle de la valeur. Et, à partir d'un certain niveau de rentabilité<sup>(1)</sup>, la valeur ne dépend que d'un élément : la croissance à long terme.

Comment croître à dix ou vingt ans, de façon régulière et forte (8 à 15% par an), nettement au-delà de la croissance moyenne de l'économie (environ 5% par an), sans dilution de la rentabilité ?

Défini en ces termes, un tel objectif peut apparaître comme un graal hors d'atteinte. Pourtant de nombreuses entreprises réalisent de telles performances (cf. tableau 1). Et en terme de simples mathématiques financières, il est tout bonnement impossible de « créer de la valeur » si l'on ne les réalise pas<sup>(2)</sup>.

L'amélioration de la rentabilité à deux ou trois ans augmente en effet transitoirement la valeur mais sans perspective à plus long terme ; on ne peut en effet faire croître le taux de rentabilité à l'infini. La croissance forte pendant cinq ans améliore également la valeur, mais avec des chutes brutales du cours de bourse à l'issue de la période si cette croissance s'avère sans suite.

Croître de façon significative et rentable à long terme est bien le seul objectif qui vaille pour le management d'un groupe vis-à-vis de ses actionnaires ; actionnaires de "départ" bien sûr, mais également actionnaires montant à tout moment dans le train de croissance (cf. tableau 2). Les quatre recettes pour ce faire sont bien connues mais difficiles à mettre en œuvre dans la durée.

## 1. La croissance du modèle d'activité à long terme

Cette croissance repose sur :

- La croissance du marché sous-jacent : pour combien de temps encore ? Est-on au début ou à la fin de cette croissance ?
- La focalisation sur les segments de clientèle, régions géographiques, produits, ... qui croissent les plus vite au sein du marché ciblé ?
- La force de pénétration du modèle d'activité vis-à-vis des clients cibles et contre les concurrents proches en termes d'offre : sur quels leviers repose cette force (innovation de rupture, coûts et prix, taux d'innovation ou de renouvellement des gammes, qualité, image, technologie ou know how spécifique, ...) ? Risquent-ils de s'éroder ou de se modifier profondément au cours du temps ?
- L'investissement significatif, répété, et focalisé de l'entreprise sur ces quelques leviers de façon à être la référence absolue sur ceux-ci (encore faut-il les connaître) : quelle part des investissements de l'entreprise (CAPEX et coûts cash) sont-ils effectivement focalisés sur ces leviers différenciateurs de croissance ? Rares sont les entreprises qui consacrent plus de 20 à 30% de leurs CAPEX et de leurs coûts discrétionnaires à des investissements de croissance, par opposition à de simples investissements de maintien en l'état dans l'activité ;

---

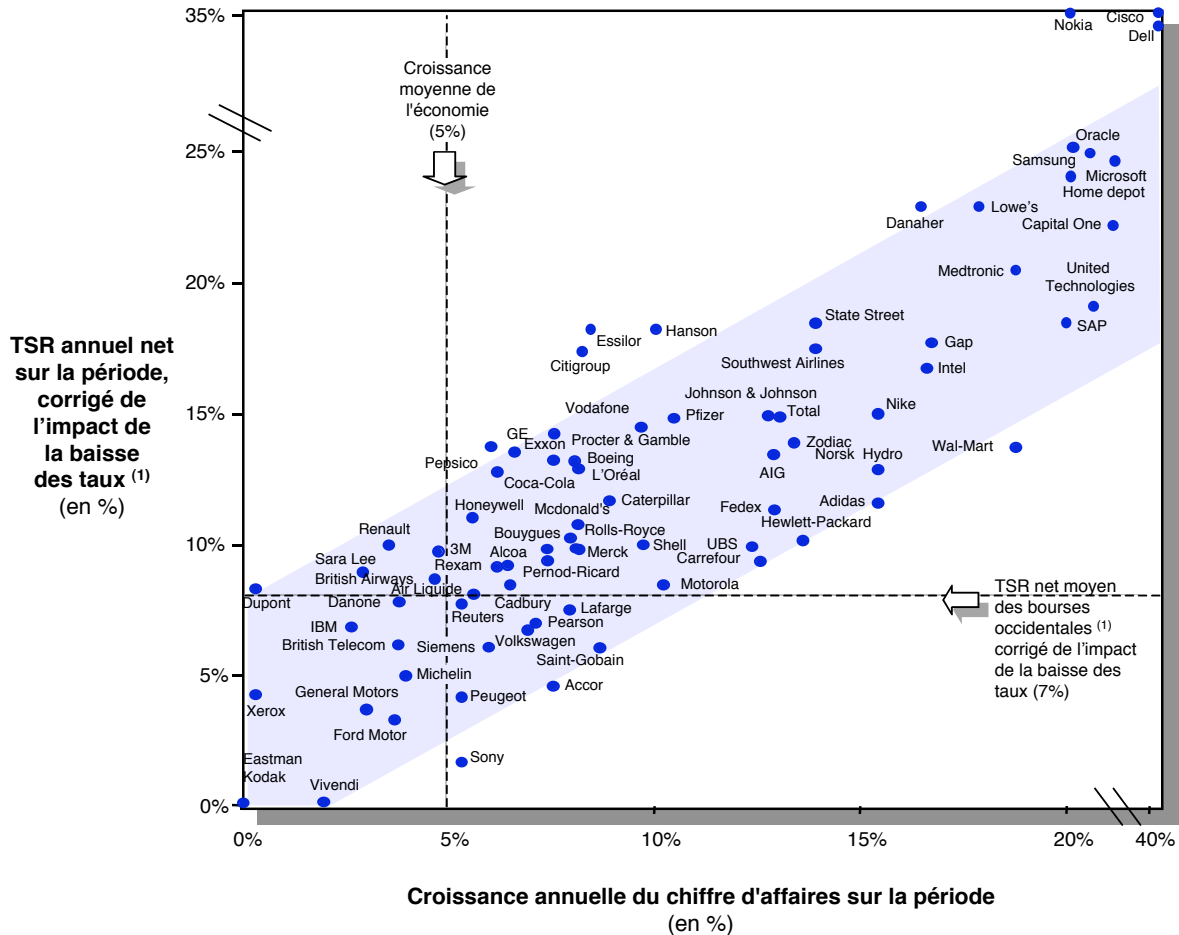
<sup>(1)</sup> Lorsque celle-ci est supérieure au coût du capital.

<sup>(2)</sup> Le TSR (Total Shareholder Return) ne peut être supérieur au coût du capital que si la croissance à moyen/long terme est nettement supérieure à la croissance moyenne de l'économie.

- La concentration potentielle restant à effectuer dans le marché peut-on encore gagner des parts de marché et continuer à croître de façon significative alors que le marché mûrit ou est-on déjà au taux de concentration maximale

- Tableau 1 -

TSR annuel net <sup>(1)</sup> composé et croissance à long terme  
1988-2006



- Pour « créer de la valeur » (avoir un TSR supérieur au coût du capital), il faut croître à long terme (de façon rentable) au-delà de la croissance moyenne de l'économie

(1) TSR annuel net : Total Shareholder Return annuel composé réalisé par un actionnaire ayant investi en début de période (dividendes, plus-values en capital, distribution d'actions gratuites, ...) moins le TSR naturel provenant de la baisse structurelle des taux d'intérêt sur la période (entre 2 et 4 points de TSR annuel suivant les marchés financiers des différents pays sur la période considérée) ; période considérée : 1er janvier 1988 au 31 décembre 2006 soit 19 ans

Note : State Street, Citigroup depuis 1995 ; Adidas, SAP et Renault depuis 1994 ; Bombardier, Sony depuis 1990 ; Hanson sur 1980 à 1996  
Source : Bloomberg ; analyses et estimations Estin & Co

Les grands leaders croissent en moyenne 30 à 50% plus vite que la croissance moyenne de leur marché sur longue période pendant la période de concentration de l'industrie. Une fois le train lancé, il n'y a plus que deux questions

- L'une, opérationnelle s'assurer que l'ensemble de l'organisation travaille et investit autour des quelques leviers clés de la croissance, qu'il n'y a pas de dispersion des efforts sur d'autres pistes dilutives, et que ces leviers se perpétuent année après année avec la même force et si ces leviers évoluent, comment s'y adapter ;
- L'autre, stratégique anticiper, suffisamment à l'avance, tous les éléments de marché, d'économie, de concurrence, de technologies qui peuvent briser cette dynamique à

court, moyen, ou long terme. A-t-on encore deux, cinq ou dix ans de croissance forte devant soi ? A-t-on des leviers pour modifier cet horizon ? Dans le cas contraire, a-t-on un autre train de croissance prêt à démarrer dans la gare ?

- Tableau 2 -

**TSR net<sup>(3)</sup> annuel réalisé par l'actionnaire en fonction de la date de son investissement**

|  | Croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires 1980-2006 | - TSR net suivant la période d'entrée <sup>(1) (3)</sup> - |                    |              |              |              |
|--|---|--|--------------------|--------------|--------------|--------------|
|  |   | 1980<br>2006   | 1985<br>2006       | 1990<br>2006 | 1995<br>2006 | 2000<br>2006 |
| <b>Microsoft</b>                                 | 29%   | -  | 31% <sup>(4)</sup> | 23%          | 17%          | 7%           |
| <b>Home Depot</b>                                | 29%   | 33%  | 27%                | 17%          | 13%          | -2%          |
| <b>Gap</b>                                       | 19%   | 25%  | 18%                | 13%          | 11%          | -5%          |
| <b>L'Oréal</b>                                   | 9%  | 18%  | 15%                | 16%          | 13%          | -4%          |
| <b>Essilor</b>                                   | 9%  | 17%  | 11%                | 17%          | 16%          | 15%          |
| <b>Procter &amp; Gamble</b>                      | 9%  | 15%  | 14%                | 12%          | 12%          | 10%          |
| <b>Mc Donald</b>                                 | 8%  | 14%  | 11%                | 11%          | 7%           | 5%           |
| <b>General Electric</b>                          | 7%  | 16%  | 14%                | 15%          | 13%          | -3%          |
| <b>Coca-Cola</b>                                 | 6%  | 15%  | 13%                | 9%           | 3%           | -3%          |
| <b>3M</b>  | 5%  | 11%  | 11%                | 10%          | 10%          | 5%           |
| <b>General Motors</b>                            | 3%  | 5%   | 3%                 | 3%           | 0%           | -4%          |
| <b>Goodyear</b>                                  | 3%  | 5%   | 2%                 | 5%           | -6%          | -1%          |
| <b>Eastman Kodak</b>                             | 1%  | 2%   | 1%                 | 0%           | -6%          | -5%          |
| <b>Croissance annuelle moyenne de l'économie</b> | 5%  |  |                    |              |              |              |
| <b>TSR moyen net des bourses occidentales</b>    |   | 8%   | 7%                 | 7%           | 7%           | 0%           |



• **La croissance forte de longue durée, au-delà de la croissance moyenne de l'économie, crée de la valeur pour tout actionnaire, y compris pour ceux qui montent dans le train en marche**

(1) TSR annuel pour un actionnaire entre la date d'entrée (période indiquée) et le 31/12/2006

(2) Exemple : un actionnaire ayant investi dans Home Depot au 1er janvier 1980 a réalisé un TSR net annuel composé de 33% entre la date de son investissement et le 31/12/2006 ; son TSR est de 27%, s'il a investi au 1er janvier 1985 et de 17% s'il a investi au 1er janvier 1990

(3) Les TSR sont nets. On retire des TSR bruts, l'impact naturel provenant de la baisse des taux d'intérêt sur la période (entre 2 et 5% de TSR suivant les pays et la période considérée dans ce tableau)

(4) Depuis mars 1986

Source : Bloomberg ; analyses et estimations Estin & Co

## 2. La réplication du modèle d'activité à d'autres territoires

Tout marché finit par mûrir, tout modèle d'activité finit par s'éroder sur un territoire donné, à plus ou moins long terme. Il peut en revanche être décliné à l'identique ou de façon proche dans d'autres territoires en forte croissance (produits, géographies, segments de clientèle, ...).

A quel moment les investissements de croissance au sein d'un territoire deviennent-ils dilutifs car le marché ne les valorise plus ? A quel moment doivent-ils être réalloués sur un autre territoire avec les évolutions organisationnelles et managériales correspondantes ?

L'exemple classique de cette déclinaison est celle des grands groupes internationaux de grande consommation, de grande distribution, de restauration rapide, d'hôtellerie, du luxe, etc... investissant et développant un concept dans un pays, puis le déclinant mondialement pays par pays au fur et à mesure de la montée en puissance des nouveaux marchés.

Cette déclinaison repose sur :

- La séquence optimale de développement, territoire après territoire, en fonction de leur stade de développement vis-à-vis du produit ou du service considéré. Ni trop tôt ni trop tard ; ni trop grand, ni trop petit ; un ou deux à la fois et sûrement pas trop en même temps ; tels sont les principes concernant la sélection et la séquence des nouveaux territoires que l'on cherche à développer ;
- L'équilibre des cash flows et des risques entre les territoires existants et mûrissants et les nouveaux territoires en croissance ;
- L'ajustement éventuel des leviers du modèle d'activité aux nouveaux territoires ou l'évitement explicite de certains territoires inadaptés au modèle.

Comment s'assurer que le modèle d'activité fonctionnera à l'identique (sans dilution de rentabilité) au sein d'un nouveau territoire ? Quelles doivent être les relations entre chaque type d'investissement (R&D, taux d'innovation, qualité produit, commercial, image, prix, niveau de service, équipement industriel ou logistique, know how, ...), son intensité, le timing nécessaire à la réalisation de son plein impact (typiquement entre six mois et trois ans) et l'ampleur de cet impact ? Comment anticiper ou tester ces relations ?

## 3. La gestion de portefeuille d'activités à long terme

Aucune activité, aucun métier ne croissent à l'infini. Les grands groupes qui croissent fortement à long terme sont donc souvent diversifiés, le cash généré par certains métiers mûrs finançant le développement de nouvelles activités, et l'ensemble contribuant à assurer une croissance significative.

A travers les différentes activités de l'entreprise, quelles sont celles qui assurent une forte croissance à 5 ans, à 10 ans, à 15 ans ? L'ensemble produit-il une croissance significative supérieure à la moyenne de l'économie à *long terme* ?

L'enjeu est de nature différente que dans le cas précédent. Il ne s'agit plus de décliner un modèle d'activité bien connu sur de nouveaux territoires, mais de faire coexister différents métiers et modèles d'activités, certains mûrs ou déclinants et d'autres en forte croissance.

Entre les différents métiers et modèles d'activités, les compétences, approches, réflexes, cultures, leviers différenciants, structures de coûts et intensités capitalistiques, ... peuvent être très différents. Comment les faire coexister ?

Où placer le curseur entre une organisation très décentralisée de type holding, sans grandes synergies entre métiers mais avec un fort respect des cultures de chacun d'entre eux, et un groupe très intégré avec de forts partages industriels ou managériaux entre métiers, quitte à « taboter » la dynamique de chacun d'entre eux ?

Comment identifier et faire démarrer suffisamment tôt certains trains de croissance pour qu'ils prennent le relais, à *temps*, et avec suffisamment d'ampleur, d'activités dont le potentiel de développement est épuisé ?

#### 4. Les acquisitions

Dans le contexte d'une stratégie de croissance, les acquisitions s'inscrivent dans chacune des trois stratégies résumées ci-dessus. Mais les logiques, valorisations et enjeux d'intégration post acquisition sont différents suivant la stratégie suivie.

Les acquisitions servent à poursuivre efficacement la concentration d'industrie dans le cadre de la stratégie 1. L'enjeu de l'intégration est celui de la mise en œuvre des synergies potentielles. Le risque est souvent dans les marchés mûrs, où la valeur tend à migrer vers le client final, que ces acquisitions rapportent plus au vendeur qu'à l'acheteur.

Elles servent également de plateforme de départ dans de nouveaux territoires dans le cadre de la stratégie 2, lorsque le développement initial s'avèrerait trop difficile ou trop lent s'il s'effectuait de façon organique. L'enjeu est alors de s'assurer que l'organisation acquise pourra importer le modèle d'activité standard de l'entreprise et lui servira réellement de tremplin. Dans cette situation, les vrais cash flows à modéliser ne sont pas ceux de l'acquisition. Ce sont ceux des développements ultérieurs facilités par cette acquisition.

Elles servent également de véhicules de migration ou de diversification vers de nouveaux métiers dans le cadre de la stratégie 3. Dans la mesure où les synergies sont alors faibles, le prix ne peut être justifié que si la croissance future du nouveau métier est élevée sur longue période, et que l'on a les moyens financiers de la soutenir, voire de l'accélérer.

Lorsqu'un modèle d'activité s'épuise au sein d'un territoire donné ou qu'un métier mûrit, l'organisation est toujours un frein à la poursuite de la croissance par redéploiements sur d'autres territoires ou métiers. La culture et le management d'un groupe doivent donc pouvoir anticiper et gérer ces freins potentiels.

A long terme, le vrai frein à la croissance pour les grands groupes n'est pas opérationnel (la déclinaison d'un modèle d'activité à long terme), ou stratégique (la réallocation permanente des ressources entre territoires, ou entre métiers, pour assurer la croissance). Il est souvent culturel («C'est un nouveau métier que l'on ne connaît pas», «C'est une nouvelle géographie trop risquée», «C'est un nouveau canal de distribution non rentable», «C'est un nouveau modèle d'activité trop éloigné de notre modèle actuel» ...) : c'est le saut de la barrière à franchir pour capturer la nouvelle source de croissance ; et c'est la reconnaissance du fait que l'on commence à surinvestir dans l'ancienne et qu'il faut modifier ou redéployer profondément les investissements.

Il est également souvent analytique : c'est la difficulté à dépasser un débat qualitatif et politique, où les vrais enjeux, investissements, et risques ne sont pas réellement quantifiés.

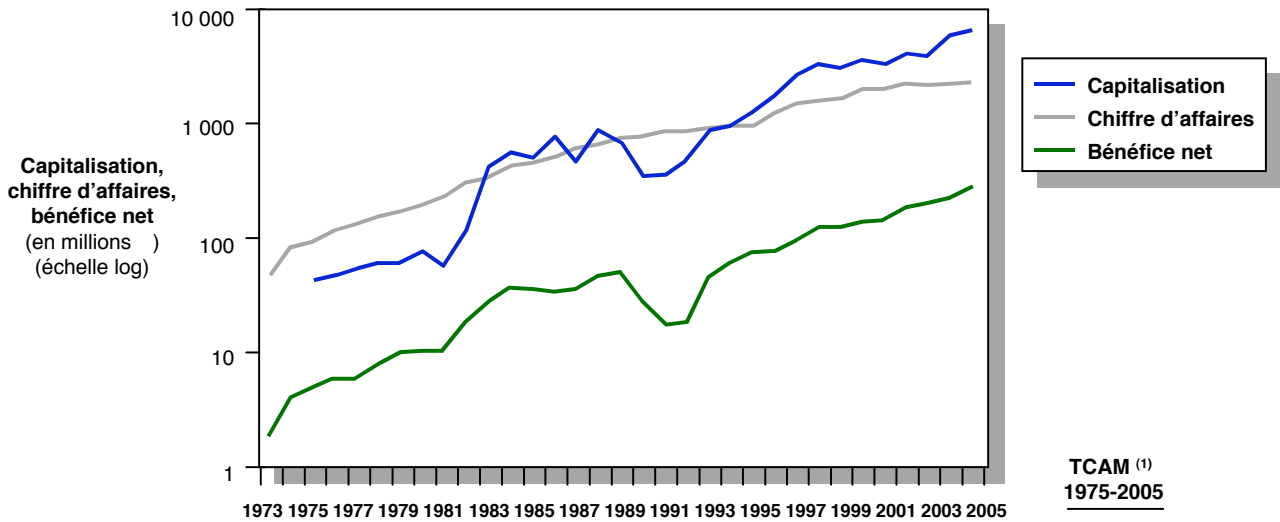
Les vraies sources de croissance existent en permanence à la portée des groupes. Il faut vouloir les saisir et vouloir s'adapter, avec toutes les conséquences, aux nouveaux leviers qu'elles exigent.

Une part importante de la "création de valeur" réalisée par les entreprises pour leurs actionnaires au cours des vingt dernières années (entre 20 et 50% suivant les périodes et les marchés financiers) n'est due qu'à la baisse structurelle des taux d'intérêt. On ne peut faire l'hypothèse que ceux-ci continueront à décroître à l'infini, spécialement dans le contexte d'une économie mondiale en croissance. Il va donc falloir revenir aux fondamentaux. *La seule source de création de valeur, c'est la croissance rentable à long terme, nettement au-delà de la croissance moyenne de l'économie.*

C'est l'enjeu permanent de la stratégie des grands groupes : trouver, exploiter et renouveler à *temps* les sources de croissance rentable, tout en optimisant les investissements et les risques correspondants.

- Tableau 3 -

Essilor



Capitalisation (en M )  
Chiffre d'affaires (en M )  
Bénéfice net (en M )

1973 1975 1977 1979 1981 1983 1985 1987 1989 1991 1993 1995 1997 1999 2001 2003 2005

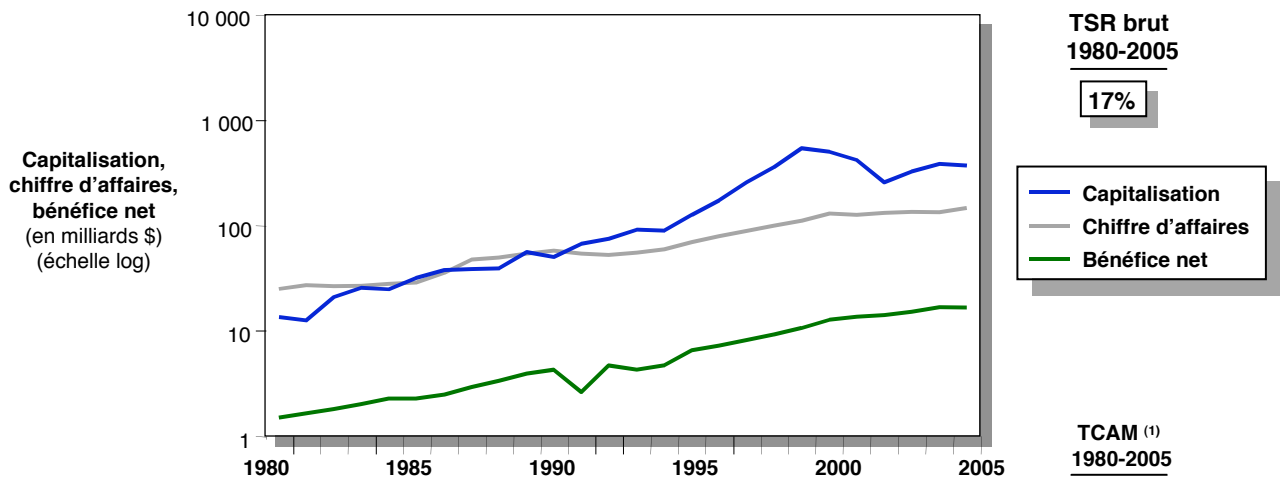
TCAM <sup>(1)</sup>  
1975-2005

18%  
11%  
14%



La capitalisation boursière d'Essilor a plus que centuplé en trente ans

General Electric



Capitalisation (en Md\$)  
Chiffre d'affaires (en Md\$)  
Bénéfice net (en Md\$)

1980 1985 1990 1995 2000 2005

TSR brut  
1980-2005

17%

TCAM <sup>(1)</sup>  
1980-2005

14%  
7%  
10%



La capitalisation boursière de GE a été multipliée par 26 en 25 ans

(1) TCAM = Taux de croissance annuel moyen composé  
Source : Essilor, Bloomberg ; analyses et estimations Estin & Co