

La cuvette stratégique

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

Les grands leaders occidentaux font face à un paradoxe. Leur stratégie est probablement la bonne, directionnellement, mais elle ne produit pas ses fruits assez rapidement : leur croissance reste faible et leur valeur croît peu.

Dans la plupart des cas, ils ont concentré leurs marchés européens ou nord-américains et détiennent des parts de marché leur permettant de dégager des cash flows importants. Ils ont investi dans les pays émergents et y ont déjà bâti des positions fortes, ou en voie de renforcement. Le problème est que ces positions ne représentent encore qu'un faible pourcentage de leur portefeuille d'activité global. La taille des marchés émergents est encore souvent faible en volume, et a fortiori en valeur.

Dans de nombreux cas, il faudra plusieurs années avant que ces positions constituent une part importante du portefeuille d'activité, compte tenu de la croissance des marchés émergents, de la montée en gamme des cœurs de marché et des prix correspondants, de la revalorisation des monnaies locales et de l'obtention de parts de marché équivalentes dans ces pays à celles obtenues dans les pays mûrs.

En attendant, la croissance globale induite par ces stratégies reste faible et les groupes internationaux sont dans une cuvette stratégique dont peu sortiront avant 5 à 10 ans (cf. tableau 1).

Le paradoxe est que cette cuvette est d'autant plus profonde que les groupes ont bien réussi leurs stratégies de concentration dans les marchés mûrs et y détiennent de fortes parts de marché.

A l'opposé, des concurrents marginaux dans les pays mûrs et se « rattrapant » en investissant dans les pays émergents ont des taux de croissance bien supérieurs avec les valorisations correspondantes. Et les leaders des pays émergents, même de taille réduite, ont des valeurs croissant de façon explosive et commençant à dépasser dans certains cas celles de leurs concurrents occidentaux.

Que faire ?

Face à ce paradoxe, six stratégies sont possibles :

1. *Ne rien faire et attendre que la stratégie de croissance dans les pays émergents porte ses fruits. Le rééquilibrage du portefeuille se fera automatiquement à cinq - huit ans et la croissance globale du groupe, ainsi que sa valeur, augmenteront mécaniquement.*

On peut toujours penser que les financiers ont tort et raisonnent à trop court terme. Mais les risques d'une telle stratégie d'attente sont évidents : pression des actionnaires et risques d'OPA compte tenu de la faible valorisation du titre; difficultés à croître par acquisitions dans les pays émergents, compte tenu de la différence croissante de valorisations. Les opérations du type Mittal-Arcelor vont se multiplier dans les prochaines années.

2. *Accélérer les investissements et les gains de parts de marché dans les pays émergents pour rééquilibrer plus vite et plus fortement le portefeuille d'activités.*

Cette stratégie est évidemment la bonne, sur le papier, d'autant plus si elle conduit à acheter des concurrents locaux avant que ceux-ci ne deviennent trop puissants.

Elle se heurte à plusieurs problèmes : la disponibilité des cibles d'acquisition « acceptables » et disponibles ; le niveau de rentabilité insuffisant de certains marchés non encore structurés dans les pays émergents et la durée anticipée du processus de structuration ; l'importance des marchés d'entrée de gamme dans ces pays par rapport aux cœurs de marché encore peu développés ; les niveaux de qualité et de technologie souvent différents de ceux habituellement maîtrisés par le groupe ; la nécessité éventuelle de changer fondamentalement de modèle d'activité et de « dégrader » le produit pour pénétrer et croître sur ces marchés ; l'arbitrage entre répartition des risques et focalisation par pays pour être plus rapidement compétitif ; et enfin l'existence et la capacité d'équipes suffisantes en nombre et en expertises pour développer ces nouveaux marchés.

En la matière, la clarté et la focalisation stratégique, l'adaptation des modèles d'activité, et la capacité d'exécution opérationnelle font la différence.

3. *Redéfinir les activités dans les grands pays mûrs pour retrouver des sources de croissance dans ces pays, au-delà de la croissance moyenne de l'économie*

C'est souvent une stratégie incontournable, sachant que 3% de plus de croissance sur 80% de l'activité valent autant que 10% de croissance supplémentaires sur 20% de l'activité.

Encore faut-il trouver ces 3%. Les innovations technologiques, la micro segmentation, le changement des leviers de compétitivité sont des éléments de redéfinition classique. Il faut reconsidérer complètement l'ensemble des *prismes* par lesquels l'entreprise voit ses clients, ses marchés, sa légitimité technologique, concurrentielle, ou économique et a fondé l'ensemble de ses activités.

Mais toutes les entreprises ne peuvent faire comme Apple (croissance de 33% par an depuis 2002 grâce aux iPod, à la musique en ligne et au rebond des ordinateurs portables). L'enjeu est de passer du fantasme à la réalité et de distinguer soigneusement les activités qui justifient d'une nouvelle approche, *avec les investissements correspondants*, de celles qui doivent continuer à être gérées comme des vaches à lait.

Le risque, dans le cas contraire, est de surinvestir dans des activités dont la croissance ne changera pas, quoi que l'on fasse, d'en complexifier le fonctionnement et d'en augmenter les coûts, au lieu d'en maximiser la génération de cash flows.

4. *Réduire le poids des activités sans croissance au sein du portefeuille*

Dans le cas où la stratégie précédente est inadéquate, cette stratégie doit être envisagée.

Se retirer des activités sans croissance où le groupe n'est pas compétitif est toujours créateur de valeur. Se retirer d'une partie des activités historiques où le groupe est compétitif, génère d'importants flux de liquidités mais où il n'y a plus de croissance, est plus difficile. L'histoire, la culture du groupe, et la motivation des équipes constituent des freins très forts - légitimes - à une telle stratégie.

C'est pourtant une stratégie à considérer car les vaches à lait constituent des sources de financement importantes et récurrentes, *mais elles ne créent pas de valeur*. Une telle stratégie permet de dégager des ressources importantes pour investir dans des domaines en forte croissance. Elle réduit le poids des activités sans croissance au sein du portefeuille.

Elle nécessite une *vision forte* de l'évolution du groupe et de sa nature à long terme et une capacité à communiquer cette vision.

5. *Trouver des axes de diversification*

Devant l'absence de croissance dans les pays mûrs et le faible impact de la croissance dans les pays émergents sur le portefeuille global, le tabou des vingt dernières années doit disparaître. La plupart des grands groupes occidentaux sont à la *fin d'un cycle de croissance* dans leurs métiers d'origine, au sein des pays mûrs. La croissance est dans ces mêmes métiers dans les pays émergents ou dans de nouveaux métiers en Europe ou aux Etats-Unis.

La diversification doit aujourd'hui être systématiquement envisagée. Elle est toujours risquée. Plus les axes envisagés sont éloignés des métiers actuels du groupe et plus l'analyse stratégique doit challenger l'intuition et l'appétit des dirigeants, les sollicitations incessantes des banquiers d'affaires, et les courants d'investissement à la mode suivis par un trop grand nombre d'acteurs en même temps.

6. *Continuer à consolider les marchés mûrs*

Compte tenu de la difficulté à croître dans de nouveaux marchés et avec de nouveaux modèles d'activité, la tentation est grande de continuer à consolider les marchés mûrs en augmentant les parts de marché ou en rachetant les concurrents marginaux et en faisant jouer les synergies.

Cette stratégie est bien évidemment une impasse à moyen terme. Au-delà de la création de valeur instantanée liée aux synergies (à condition de mettre en œuvre celles-ci), on ne fait que renforcer le poids des métiers et des géographies sans croissance.

A court terme, elle n'est pas non plus évidente. A partir d'une certaine part de marché, les acquisitions ou les gains organiques n'ont le plus souvent qu'un impact marginal sur les coûts. Par ailleurs, lorsque les marchés ne croissent plus et que les clients sont eux-mêmes concentrés, les gains liés aux baisses de coûts se transfèrent souvent en grande partie à ceux-ci.

Six stratégies pour pallier un même problème : l'insuffisance de la croissance compte tenu de la structure du portefeuille d'activités et de géographies ; six natures de risques associées à ces six stratégies :

- Le risque de perte de marges de manœuvre et d'indépendance dans le premier cas ;
- Le risque financier et opérationnel dans le deuxième ;
- Le risque de dilution des ressources et de sous optimisation des cash-flows dans le troisième ;
- Le risque concernant la transition d'identité « industrielle » dans le quatrième ;
- Le risque stratégique, financier et opérationnel dans le cinquième ;
- Et enfin le risque de dilution de ressources dans le sixième.

L'analyse stratégique permet d'arbitrer entre ces risques, pour chaque entreprise, dans son contexte, avec ses expertises, ses moyens et sa dérivée spécifiques, et de définir la stratégie de croissance adéquate. Il y a autant de réponses que d'entreprises, *le choix fondamental étant d'abord celui de la croissance*. Car face à ces risques, il n'y a qu'une certitude. Si l'on ne croît pas, on ne créera plus de valeur.

Anticiper

Nous sommes aujourd'hui bien loin de simples stratégies d'amélioration de compétitivité dans des métiers et des géographies bien maîtrisés. Des transitions importantes, voire des ruptures, sont nécessaires et vont rebattre les cartes.

Mais au-delà, la question plus fondamentale est celle de la gestion active et anticipée du portefeuille d'activités. Depuis vingt ans, les entreprises ont géré leur portefeuille avec une priorité, la compétitivité, en faisant passer au second plan l'autre, déterminante pour la valeur : la croissance.

Un portefeuille d'activités mal structuré, offrant peu de croissance sous-jacente, peut difficilement être modifié en moins de cinq ans. Un grand nombre de groupes occidentaux auront du mal à sortir de l'impasse stratégique décrite ci-dessus avant quelques années. Ils resteront vulnérables pendant cette période et auront des marges de manœuvre réduites compte tenu de leurs faibles valorisations (cf. tableau 2).

Un portefeuille bien structuré, permettant de soutenir des croissances rentables élevées et à long terme, se construit *par anticipation*, en investissant *régulièrement* dans de nouveaux domaines en forte croissance qui porteront leurs fruits cinq à dix ans plus tard.

La question n'est pas seulement comment sortir de la cuvette stratégique. C'est également d'éviter d'y entrer.

Novembre 2009

Estin & Co est un cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Genève et Shanghai. Le cabinet assiste les directions générales de grands groupes européens et nord-américains 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 - GENEVE - SHANGHAI

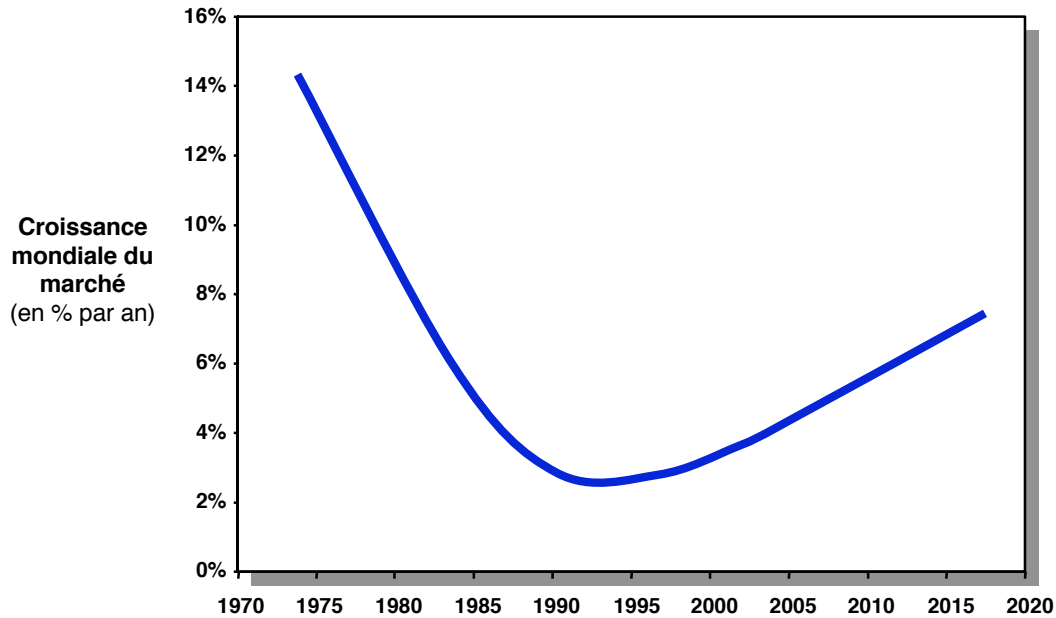
43 avenue de Friedland 75008 Paris

Tél. : 33 1 56 59 87 87 - Fax : 33 1 56 59 87 88 - E-Mail : Estin@estin.com

- Tableau 1 -

La cuvette stratégique

Un leader mondial sur un produit de grande consommation peut passer par un « creux » de croissance tant que le poids des pays émergents reste faible au sein du marché mondial ou de son portefeuille d'activités



Exemple des couches jetables

Taux de pénétration du produit				
Pays développés	50%	95%	98%	98%
Pays émergents	n.a.	n.a.	4%	20%
Croissance du marché				
Pays développés	15%	3%	1%	1%
Pays émergents	n.a.	n.a.	55%	15%
Poids des pays émergents	<1%	<1%	5%	35%

Source : Euromonitor, NPD, analyses et recherches Estin & Co

De nombreux leaders mondiaux dans les biens de grande consommation (Procter & Gamble, Unilever, Nestlé, ...), dans la grande distribution (Wal-Mart, Carrefour, ...) ou dans des industries à segmentation géographique forte (Bouygues, ...) subissent ce phénomène.

- Tableau 2 -

