

# Le retour de la stratégie

Par

Jean Estin

Président, Estin & Co

---

Sur douze ans et à travers deux crises majeures (2001-2002 et 2008-2009), les actionnaires ont peu gagné. Les TSR<sup>(1)</sup> du CAC 40 ou du Dow Jones ont été de 4% par an, loin de la rentabilité moyenne sur longue période des actions (7%) et ne dépassant que d'1 point la rentabilité d'un placement monétaire sur la période. Le TSR de nombreux grands groupes occidentaux est proche de zéro, voire négatif pour un grand nombre d'entre eux (cf. tableau 1).

Ce n'était pourtant pas une fatalité. Plusieurs leaders occidentaux ont généré des TSR de 15 à 30% *par an* en moyenne sur la période et à travers ces deux crises. Les grands leaders des pays émergents ont généré des TSR de 15 à 35% *par an*.

A quoi ont donc servi les 130 milliards d'euros dépensés chaque année<sup>(2)</sup> pour améliorer les grands processus et les systèmes d'information si ces investissements ont peu rapporté aux actionnaires ? Et ceux investis dans la modernisation des équipements et des technologies de production ? Et ceux investis en acquisitions, consolidations des marchés et restructurations pour dégager des synergies ? Ou ceux investis dans le renouvellement régulier des gammes de produits et dans l'amélioration des fonctionnalités de ceux-ci ?

A rester dans la course, bien évidemment. C'est-à-dire, pour les leaders, à passer ces crises en espérant consolider encore leurs marchés au détriment des concurrents plus vulnérables. Et pour ces derniers, à tenter de survivre à des crises de plus en plus violentes (malgré leurs investissements), jusqu'à ce que l'une d'entre elles soit trop forte et les emporte.

Mais en quoi ces investissements ont-ils permis de faire *beaucoup mieux* que les concurrents, ou différemment de ceux-ci, ou à migrer vers des territoires structurellement plus attractifs, en se détachant de la moyenne de l'économie occidentale, voire en se désensibilisant aux crises ?

Lorsque l'on consacre jusqu'à 80% de ses cash flows à simplement faire comme le reste de son industrie (et au même rythme, ou pire, plus lentement), on est forcément l'objet des cycles économiques et de la concentration inéluctable des acteurs à travers ces cycles (hors subventions publiques !) ... Et si, malgré tout, on parvient au leadership dans un métier, on subit de la commoditisation obligatoire de n'importe quelle activité à long terme dans les marchés mûrs.

La valeur s'échappe à long terme de n'importe quelle industrie et la part de cette valeur qu'une entreprise capture ne peut se maintenir ou croître que si l'entreprise a une stratégie différente de celle de l'industrie (plus compétitive, ou plus rapide, ou plus innovante, ou différente).

Il ne sert à rien de courir, il faut gagner. Les cinq années fastes 2003-2007 ont dissimulé cette froide réalité, comme à chaque cycle économique montant. Quelles sont les entreprises qui ont utilisé leurs cash flows excédentaires pendant ces années pour modifier fondamentalement leur compétitivité, leur modèle d'activité ou leur mix d'activités ? Et lesquelles utiliseront le prochain cycle (2011-2014 ?) pour modifier à nouveau ces trois paramètres ?

Le monde économique est devenu très hétérogène en termes de croissance. Les cœurs de marché des pays émergents croissent entre 10 et 20% par an, comme les niches transitoires ou en développement long des pays occidentaux. Les cœurs de marché de ces mêmes pays

---

<sup>(1)</sup> TSR : Total Shareholder Return : rentabilité pour l'actionnaire sur son investissement (dividendes, distribution d'actions gratuites, plus-values boursières, ...) ; analyses effectuées du 6 juin 1997 au 6 juin 2009

<sup>(2)</sup> Etats-Unis et Europe

occidentaux ne croissent plus, voire décroissent en valeur. Il faut donc faire des choix de plus en plus forts avec des réallocations de ressources majeures si l'on veut croître.

*La croissance mondiale sera probablement aussi forte dans les prochaines années qu'auparavant. Mais elle ne sera plus dans les métiers et les géographies actuelles.*

Avant comme après cette crise (ou celle de 2001-2002), les entreprises qui ont des TSR les plus élevés sont toujours les mêmes (cf. tableau 1). Ce sont celles qui sont positionnées dans des métiers et/ou des géographies en forte croissance, ou avec des stratégies et des modèles d'activités leur permettant une forte croissance dans des industries mûres, et avec une compétitivité et une rentabilité leur permettant de financer cette croissance.

Pour la plupart des groupes occidentaux, ce n'est pas en réinvestissant l'essentiel de leurs cash flows dans leurs métiers et leurs géographies actuels qu'ils changeront fortement leur trajectoire de croissance et qu'ils « créeront de la valeur », même en améliorant leurs positions concurrentielles ou leurs opérations.

Il faut donc en revenir aux questions récurrentes de la stratégie :

- Où sont les sources de croissance rentables, transitoires ou de longue durée, à la mesure de la taille du groupe et de ses besoins de croissance ? A l'intérieur des métiers et géographies actuelles, en redéfinissant éventuellement certains de ses métiers ainsi que les stratégies suivies ? Ou à l'extérieur ? Jusqu'où et avec quelle légitimité, quelles compétences et quels risques peut-on se diversifier ?
- De quoi dépendent la compétitivité et la rentabilité structurelle dans les métiers actuels ou dans les nouveaux métiers de façon à soutenir et à financer ces croissances ? La part de marché a-t-elle réellement une valeur et faut-il donc viser dans tous les cas le leadership ? Pour combien de temps, compte tenu de l'évolution des technologies et des marchés ? Faut-il rester dans des secteurs où elle n'en a pas ? Sous quelles conditions ?
- A quelle vitesse peut-on évoluer et effectuer les changements nécessaires au sein des métiers actuels ou pour se développer dans les nouveaux métiers ? Plus vite que les concurrents et l'on gagnera la partie. Moins vite, et la meilleure stratégie du monde ne vaut rien. Aux 20% de croissance des marchés sous-jacents, il faut souvent ajouter les 20% de croissance des parts de marché pour atteindre rapidement des tailles critiques. Est-on capable de croître à 40% par an dans de nouveaux métiers alors que les équipes actuelles ont l'habitude de se battre dans des marchés qui croissent à moins de 5% par an ?
- Le management, les équipes, les systèmes de reporting et de motivation, la culture, permettent-ils de gérer à la fois des activités mûres et des activités en très forte croissance ? Ou le biais en faveur de l'un obère-t-il la capacité à bien gérer l'autre ?
- Que faire des vaches à lait fortement génératrices de cash mais sans croissance ? Vaut-il mieux les vendre parce qu'elles pèsent sur la croissance moyenne du groupe ou bien les « traire » progressivement pour financer des développements majeurs dans d'autres secteurs ?
- Quelle est la nature profonde du groupe et sa capacité de faire évoluer son périmètre ? Un groupe spécialiste d'un métier (au sens large) bénéficiant d'une croissance longue et déclinable géographiquement ? Un groupe diversifié faisant évoluer régulièrement son portefeuille en fonction des vagues de valeur ? Un holding financier sans gestion active de son portefeuille d'activités, ni mise en œuvre de synergies entre ses différentes activités ? La représentation qu'ont les dirigeants de la nature profonde de leur groupe et de ses modes de création de valeur est-elle compatible avec une stratégie de croissance (cf. tableau 2) ?
- L'ambition d'ensemble en termes de croissance, de création de valeur et de risque est-elle donc cohérente avec la réponse donnée aux six précédentes questions ?

Les décisions prises concernant les investissements et les coûts par activité et par géographie ne sont pas que financières. Prises bout à bout, elles constituent la stratégie de l'entreprise. Lorsque ces décisions reviennent à investir année après année l'essentiel des cash flows générés dans les activités actuelles et avec les modèles d'activités actuels, y compris pour les améliorer mais sans vraiment creuser l'écart avec les concurrents (parce que tous les acteurs font à peu près les mêmes investissements pour rester dans la course), la stratégie est forcément inchangée.

Chacun des grands chocs économiques des cinquante dernières années a forcé les entreprises à redéfinir leurs stratégies.

La fin du premier cycle de croissance de l'après-guerre et le développement des réglementations anti-trust aux Etats-Unis ont forcé les grandes entreprises américaines à développer des stratégies de diversification et de croissance internationale dans les années 60.

Les deux chocs pétroliers des années 70, les ralentissements économiques consécutifs, et l'émergence des concurrents japonais ont fait prendre conscience aux groupes occidentaux de la nécessité d'être compétitifs dans leurs différentes activités et donc d'être plus sélectifs dans leurs choix d'investissements. La gestion forte des portefeuilles d'activités et la priorité au leadership par métier qui en ont résulté ont permis de faire émerger des leaders clairs industrie par industrie et d'éliminer les excès du cycle de diversification précédent.

La hausse des taux d'intérêt du début des années 80 a forcé les groupes à introduire le temps dans la stratégie, à remettre en cause les stratégies de leadership nécessitant des investissements trop lourds ou des durées trop longues pour être rentabilisées. Les approches de « création de valeur » ont permis de réaliser ces arbitrages entre rentabilité et croissance, court terme et long terme, niveaux de rentabilités et niveaux de risques, en favorisant généralement, à l'époque, les restructurations fortes et la rentabilité à court terme.

Le choc créé par la mondialisation dès le milieu des années 90 a forcé les grands groupes à découpler leurs lieux de production et leurs lieux de commercialisation, à se spécialiser autant par étape de valeur que par industrie. Il a conduit à reconsidérer la valeur au leadership simplement défini en termes de parts de marché par rapport à d'autres facteurs en partie liés à la localisation et aux coûts salariaux. La baisse concomitante très forte des taux d'intérêt les a conduit à remettre la croissance à long terme en tête de leurs priorités.

A chaque changement majeur du contexte économique, les entreprises qui n'ont pas reconsidéré leur stratégie pour l'adapter aux nouvelles conditions macroéconomiques et concurrentielles ont disparu.

Aujourd'hui, la crise en cours, s'ajoutant à celle de 2001-2002, révèle l'absence de croissance *en moyenne* dans les pays occidentaux et, en revanche, le dynamisme soutenu des économies émergentes. *La croissance reste nécessaire mais elle devient rare pour un groupe occidental.*

La recherche des sources de croissance profitables, y compris par diversification, et la mise en œuvre de stratégies et d'organisations adaptées pour en bénéficier devient l'enjeu stratégique majeur pour les grands groupes occidentaux. Comment détecter ces rares sources de croissance avant les autres ? Comment en bénéficier sans payer des prix d'entrée prohibitifs ? Comment les retrouver au sein des métiers existants ? Jusqu'où se diversifier sans risque de dilution ? Comment lutter contre les nouveaux grands concurrents chinois ou indiens qui émergent avec des stratégies mondiales ?

*Pour croître, encore faut-il le décider.* On trouve toujours des sources de croissance si on les cherche systématiquement (innovation, resegmentation des métiers, nouvelles géographies, nouveaux métiers, ...) et si l'on y dédie une part importante de ses cash flows (cf. tableau 3).

L'enjeu est de ne pas retomber dans les travers des stratégies de diversification sectorielles et géographiques dilutives de la fin des années 60. Plus on s'éloigne des métiers ou des géographies historiques que l'on maîtrise, et plus l'analyse objective doit compléter l'intuition.

Cet éternel retour de la stratégie rebat les cartes régulièrement et fait émerger de nouveaux « gagnants » au détriment des groupes qui n'évoluent pas.

Face à la crise actuelle, les entreprises se répartiront en trois groupes.

Celles qui, dès la reprise, croiront qu'elles créent à nouveau de la valeur alors qu'elles bénéficieront simplement du nouveau cycle montant. Elles réinvestiront et se renforceront encore dans leurs marchés actuels sans changements majeurs et sans voir qu'elles accentuent leur dépendance vis-à-vis des marchés sans croissance.

Celles qui utiliseront leurs marges de manœuvre retrouvées pour se diversifier sans compréhension forte des leviers de compétitivité dans leurs nouveaux métiers ou en effectuant des acquisitions à prix prohibitif. Elles constitueront les cibles d'acquisition lors de la prochaine crise.

Enfin, les gagnantes, peu nombreuses, qui ajouteront quelques nouvelles sources significatives de croissance rentable à leurs métiers actuels, tout en redéfinissant fortement ceux-ci. Elles ne pourront le faire sans une vision claire de la nature et du périmètre légitime de leur groupe et des modes de création de valeur qu'elles décident de mettre en œuvre (cf. tableau 2).

Le rôle du Président d'un grand groupe n'est pas celui d'un super directeur général qui améliore en permanence la gestion du groupe. C'est celui d'un entrepreneur qui remet fondamentalement en question régulièrement les grandes allocations de ressources, les mix d'activités, et les organisations en place, de façon à faire évoluer fortement son entreprise en fonction du contexte économique et concurrentiel.

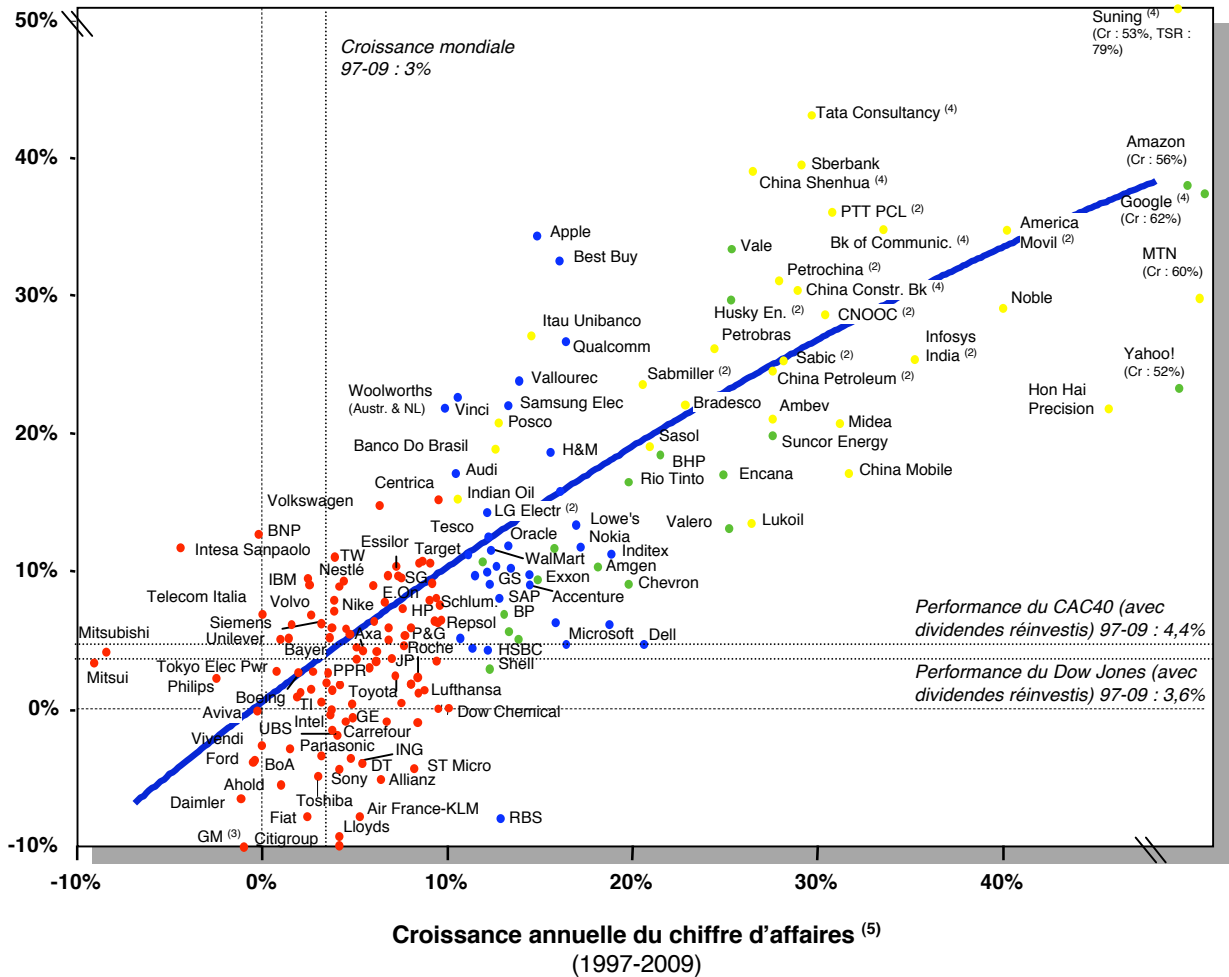
A l'origine de tout groupe, il y a une vision brillante, et brillamment mise en œuvre. Cette vision, si elle n'est pas régulièrement renouvelée, conduit à la dilution des ressources et des énergies. On investit et on travaille toujours autant, mais on n'avance plus.

*Juillet 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.*

**- Tableau 1 -**  
**Croissance et TSR annuels des principaux groupes mondiaux**  
**sur 1997-2009**

**TSR annuel**  
 (1997-2009 <sup>(1)</sup>)



**- TSR -**

*Total Shareholder Return :  
 rentabilité annuelle pour  
 l'actionnaire sur son investissement  
 (plus-value boursière, dividendes,  
 distribution d'actions gratuites,...)*

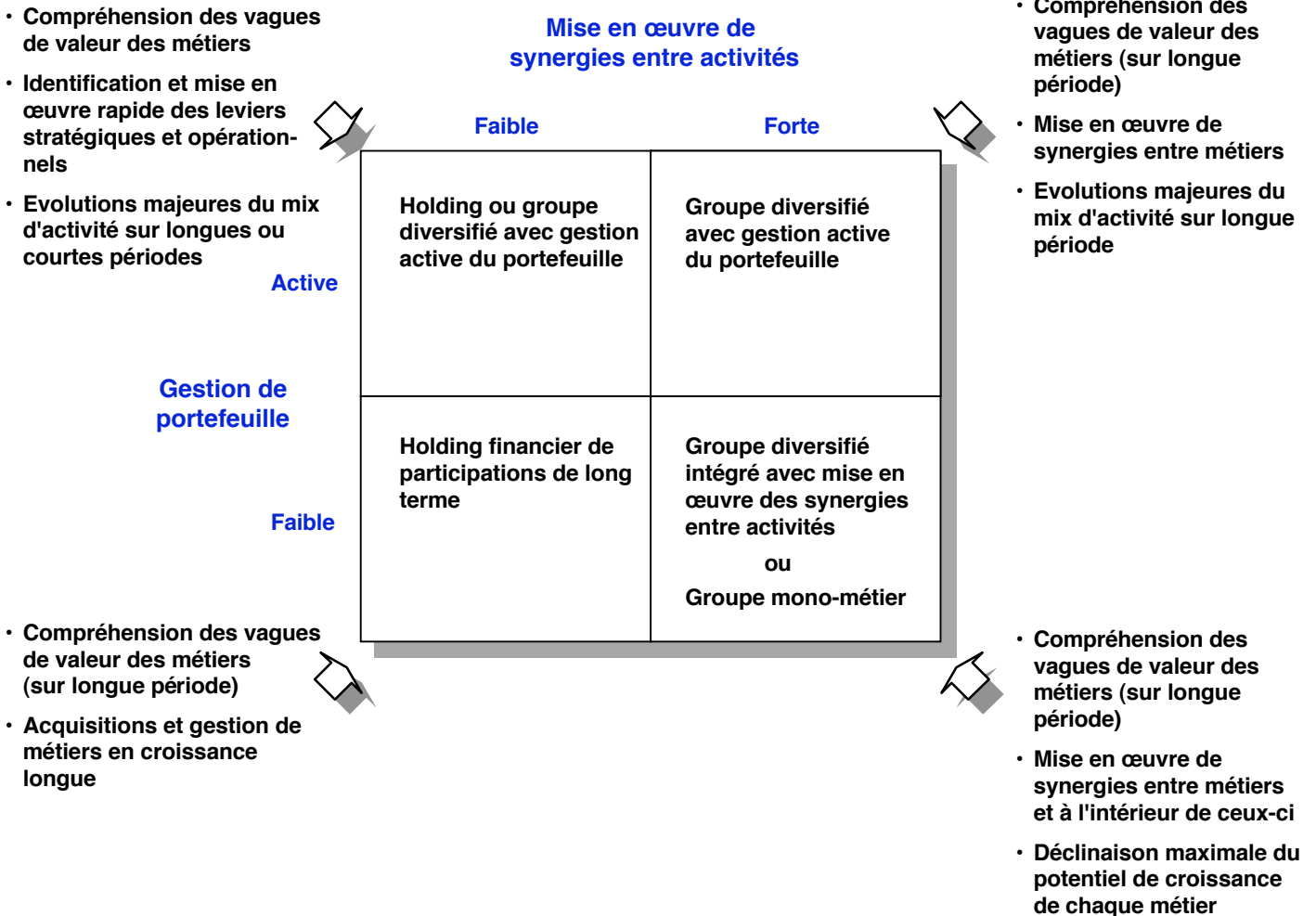
**Stratégies de croissance :**

- Pays émergents
- Secteur en forte croissance
- Succès du business Model / innovation technologique
- Pas de forte croissance (<10%)

Note : échantillon des 150 plus grands groupes mondiaux cotés complété par les principaux leaders par secteur d'activité ; TSR : (1) Juin 1997-Juin 2009 ; (2) 2002-2009 ; (3) -25% de TSR ; (4) 2004-2009 ou 2005-2009, dates d'IPO ; (5) Retraité des acquisitions majeures  
 Source : Bloomberg, Rapports annuels, FMI, analyses et estimations Estin & Co

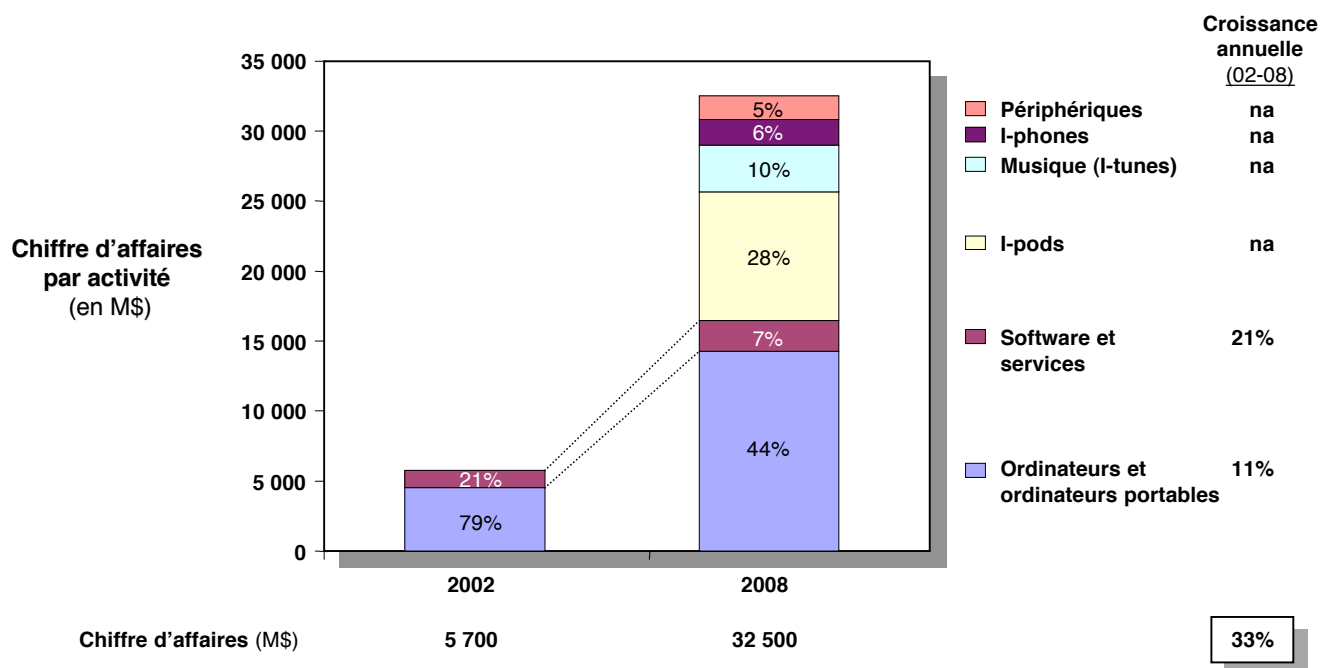
- Tableau 2 -

Quel type de groupe et quel mode de création de valeur sur longue période ?



**- Tableau 3 -**

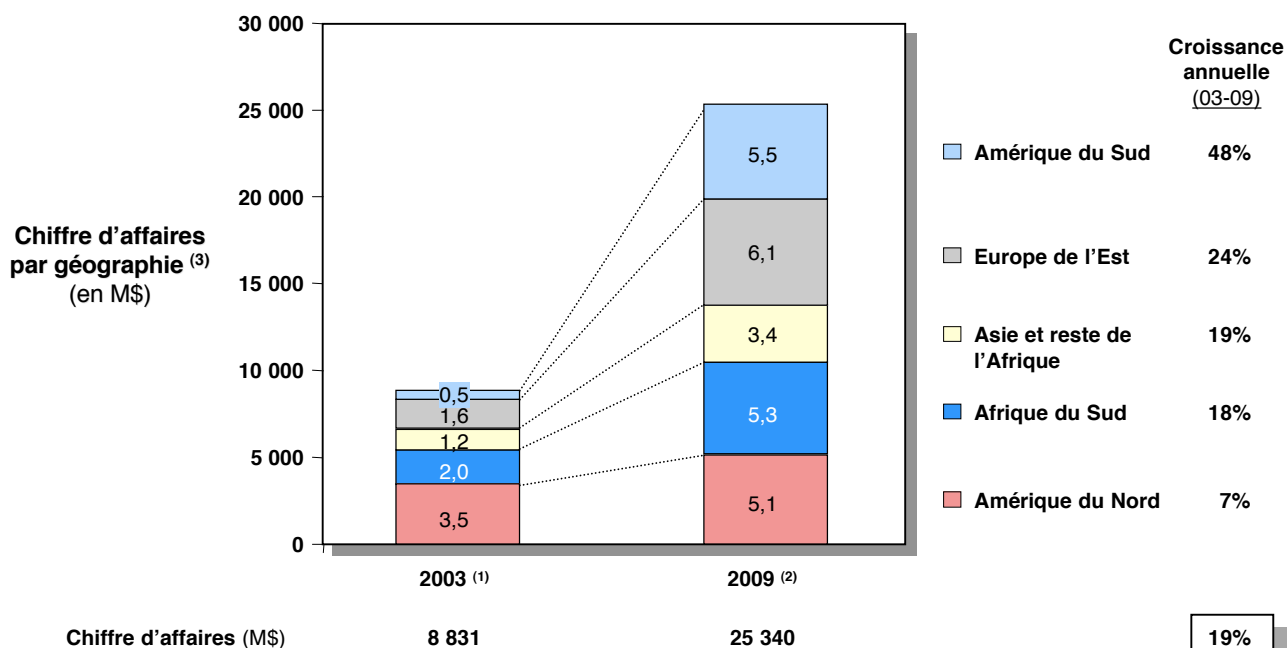
**Croissance d'Apple par innovations technologiques et marketing**



Sources : Rapports annuels, Bloomberg, analyses et estimations Estin & Co

**- Tableau 4 -**

**Croissance de SAB Miller dans la bière par développement dans les pays émergents**



(1) Exercice clos le 31/03/2003 ; (2) Exercice clos le 31/03/2009 ; (3) Dont la part groupe  
Sources : Rapports annuels ; analyses et estimations Estin & Co