

# Sortie de crise : faut-il revoir votre modèle de croissance ?

Par

Serge Blanchard et Geoffroy Rupprecht

---

## 1. Sortie de crise, la problématique

Sur le long terme, la création de valeur est fonction de la capacité à délivrer une croissance forte, solide et rentable. Au contraire, en période de crise, la croissance est parfois sanctionnée lourdement sur les marchés financiers. La crise dont nous entrevoyons la sortie n'a pas fait exception à la règle et nombreuses entreprises de croissance ont en général été lourdement sanctionnées.

À l'heure où se profile la sortie de crise, la priorité à la croissance va reprendre ses droits. C'est de nouveau la force du modèle de croissance qui sera le premier facteur de création de valeur. Mais les modèles de croissance de demain ne seront pas nécessairement ceux d'hier. La sortie de crise est le moment d'auditer, valider ou réorienter les modèles de croissance historiques.

## 2. Le triomphe transitoire des valeurs refuges

Par un mouvement de balancier, en période de crise, les champions de la croissance suscitent des questions :

- Qui dit croissance dit risque, et donc probabilité de résultats affectant la solidité de l'entreprise,
- Qui dit croissance dit investissements, alors que la mode est précisément à la limitation de tous les investissements,
- Enfin, les entreprises en croissance sont en général engagées dans des géographies à risque, ce qui en période de crise apparaît pénalisant alors même que la présence en pays émergents constitue l'un des premiers leviers de croissance.

On constate un retournement de la logique d'investissement : le marché sanctionne transitoirement des entreprises solides sur le long terme et continue à valoriser des entreprises dont les perspectives de croissance à long terme sont limitées mais qui constituent des « valeurs refuges ». Le marché sanctionne durement China Mobile et se remet à encenser France Telecom.

L'horizon de temps se réduit. L'heure n'est plus aux paris sur le long-terme. La priorité va à la solidité des performances financières à court terme :

- *Free cash flow important* : France Telecom possède des activités historiques très rentables comme la téléphonie fixe qui lui permettent de dégager un important cash flow pour assurer son autofinancement organique. L'opérateur historique français a ainsi généré en 2008 un autofinancement organique de 8 milliards d'euros, en amélioration de 2,5% par rapport à 2007 .
- *Maintien de la distribution de dividendes* : France Telecom a versé un acompte sur les dividendes au cœur de la crise pour rassurer ses investisseurs sur sa solidité.
- *Poursuite du désendettement* : France Telecom poursuit une politique forte de désendettement entamée, il y a 4 ans. L'objectif affiché est de maintenir un ratio dette

nette sur marge brute opérationnelle inférieure à 2. Pendant la crise, France Telecom a réussi à réduire son endettement de 38 milliards à 36 milliards d'euros.

### **3. Les crises changent la donne**

La crise s'estompe lentement. Les tendances de croissance sont déjà perceptibles sur certains secteurs. Les perspectives d'investissement s'améliorent. Et certaines zones géographiques affichent même des performances de croissance solides.

Le prisme d'évaluation de la création de valeur va donc de nouveau se retourner. La croissance va reprendre ses droits. Et la priorité va revenir, comme toujours, à la force du modèle de croissance.

Y a-t-il lieu de s'inquiéter ? Les entreprises dont les modèles de croissance sont historiquement puissants vont-elles naturellement se remettre en croissance forte ?

Les crises changent la donne. Cette crise-ci ne fera pas exception.

Des chaînes de valeur se réorganisent, des acteurs disparaissent, des industries se concentrent, Internet accroît sa progression, les concurrents en provenance des émergents ressortent encore plus forts, etc.

Deux exemples illustrent l'ampleur des bouleversements à venir.

En premier lieu, la poussée des émergents, et de la Chine en particulier, est maintenant une donnée de base dans tous les métiers, pratiquement sans exception. Quelle que soit l'industrie, un concurrent chinois, croît aujourd'hui plus vite que la plupart des concurrents occidentaux. Les modèles de croissance doivent être réexaminés au travers de ce filtre. Comment résister à cette concurrence ? Faut-il s'implanter en Chine ? Quelles sont les alternatives ? De combien de temps dispose-t-on ?

Le deuxième facteur est technologique. Les impératifs de sécurité, traçabilité, économies d'énergie, etc, entraînent une pénétration de technologies sophistiquées dans de nombreux métiers. Or les coûts de développement, d'acquisition, et de déploiement de ces technologies sont souvent importants. Ils sont de nature à modifier les équilibres concurrentiels, voire la nature des industries. L'industrie du transport part exemple est profondément affectée. La nature traditionnellement fragmentée du secteur change au profit d'une structuration autour de leaders puissants, mieux armés pour intégrer ces mutations technologiques.

Les modèles de croissance qui prévalaient avant la crise ne sont pas nécessairement ceux qui créeront la valeur après la crise. Les modèles historiques doivent être réexaminés à la lumière des évolutions récentes : pression des pays émergents, avènement de technologies structurantes, changement de structures concurrentielles.

### **4. Comment exploiter au mieux la sortie de crise**

Les périodes de sortie de crise sont des périodes charnières. Les enjeux de croissance apparaissent majeurs à l'heure où l'économie se remet en marche. De manière générale, cette fenêtre de temps doit être mise à profit pour auditer de manière précise la stratégie de croissance de l'entreprise.

*Pour les entreprises en déficit de croissance*

Beaucoup d'entreprises vont expliquer comment elles tirent parti des premiers signes de reprise et comment leur stratégie va leur permettre de s'accrocher à une économie redevenue favorable. Dans ce contexte, les entreprises sans projet de croissance crédible sont fortement désavantagées. Le défaut de croissance va de nouveau apparaître patent dès la reprise du cycle. Les questions concernant le décalage entre leur stratégie et les défis de leur industrie vont de nouveau être posées.

Elles doivent reconstruire une stratégie en travaillant pour ce faire, sur deux axes. Le premier axe est la reconfiguration du portefeuille d'activité. Le défaut de croissance chronique de ces

entreprises traduit en général la surpondération, au sein de leur portefeuille, d'activités à profil de type « vache à lait » ou « poids morts ». Il faut reconfigurer le portefeuille d'activité sous l'angle de la croissance et envisager la sortie de certaines activités mêmes rentables pour se développer sur de nouvelles activités porteuses d'avenir.

Le deuxième axe de travail consiste à adresser explicitement les défis liés aux pays émergents ainsi que les menaces qui pèsent sur le modèle d'activité existant.

#### *Pour les entreprises de croissance*

À l'inverse, pour les « pure players de la croissance », l'opportunité est favorable. La priorité va à la validation de la stratégie de croissance. Le cycle précédent a été porteur, et a valorisé une certaine stratégie. Néanmoins, les crises changent la donne : changements d'habitude de consommation, émergence de modèles low cost, etc.

Il faut par conséquent valider la pertinence du modèle de croissance historique et, en particulier, s'assurer que les différents sous-jacents de la stratégie de croissance restent valides. Le marché ne s'est-il pas déplacé ? La poussée d'Internet va-t-elle continuer au même rythme ? Les drivers de croissance n'ont-ils pas été affectés par la crise ? Les suiveurs sont-ils toujours nettement distancés ?

Il s'agit enfin d'évaluer aussi précisément que possible la vitesse de sortie de crise afin de calibrer au mieux la stratégie d'investissement.

#### **Qu'en conclure ?**

Avec la sortie de la crise, la croissance va retrouver sa place de premier levier de création de valeur. En revanche, avec la crise, les équilibres se sont déplacés, les rapports de force concurrentiels se sont modifiés, de nouveaux leviers sont apparus.

La crise affectera la plupart des modèles de croissance. Il faudra toujours aller plus vite que la concurrence, mais probablement sur des modèles différents. C'est le moment d'examiner précisément les changements qui touchent les modèles de croissance historiques et, le cas échéant, de redéfinir le modèle qui assurera le succès sur le cycle à venir.

**Décembre 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.*