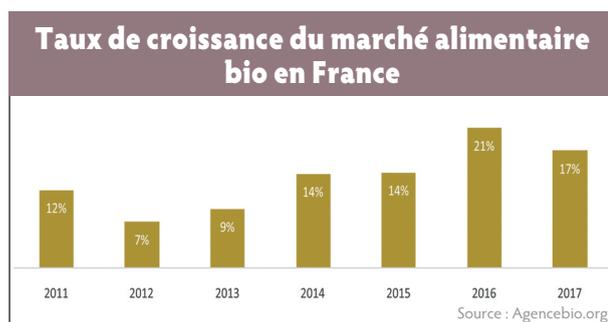
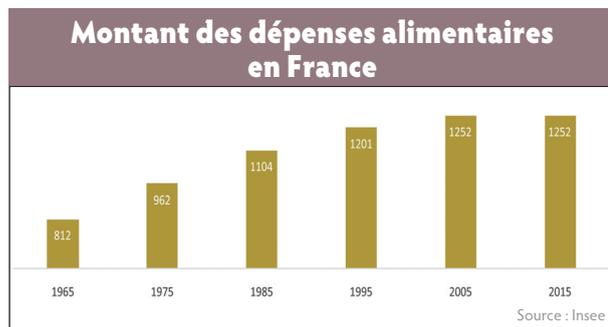


La croissance des grandes marques ralentit

Le secteur de la grande consommation fait face à l'émergence d'une nouvelle donne : la faible croissance et la fragmentation du marché des biens de consommation élémentaires. Toutefois, certains segments sont en forte croissance. Dans ce contexte, les marques mondiales perdent du terrain face aux marques locales.

Le marché des produits alimentaires stagne depuis la fin des années 1990. Ceci s'explique par une faible croissance démographique et le plafonnement du panier d'achat moyen par habitant (cf. graphique « Montant des dépenses alimentaires en France »). Si le XX^e siècle a été celui de l'avènement de la consommation de masse et des économies d'échelles, le XXI^e voit émerger de nouvelles façons de consommer : bio, local, artisanal, « le sans », végétarien, vegan, etc. (cf. graphique « Taux de croissance du marché alimentaire bio en France »).



DANIEL TONDU, président-cofondateur de Gestion 21 et gestionnaire du fonds Actions 21.

Daniel Tondu est président, cofondateur de Gestion 21, et gestionnaire du fonds Actions 21. Il a débuté à la Caisse des dépôts comme gérant obligataire, puis participé à la création du groupe Acofi en 1990. Il a ensuite créé la société de gestion du groupe, où il gère notamment La Sicav des Analystes lancée en 2003. Il est diplômé d'un DESS de gestion bancaire et financière de Dauphine et de la SFAF.



SILVÈRE POITIER, gérant-analyste du FCP Actions 21 chez Gestion 21.

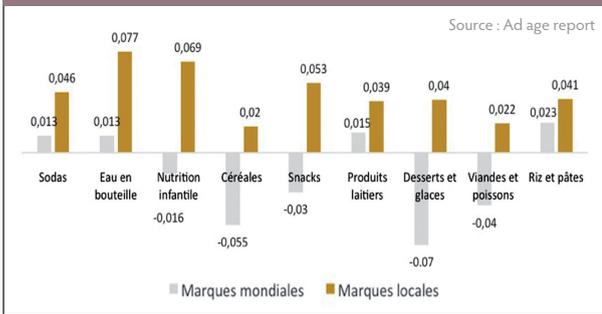
Silvère Poitier est cogérant du fonds Actions 21. Il a rejoint Gestion 21 en 2015 après une première expérience chez un courtier au Royaume-Uni. Il est diplômé d'un master en Finance de marché de Oxford Brookes University.

Les consommateurs ne cherchent plus simplement à consommer plus, ils veulent dorénavant consommer mieux. Davantage informés, ils favorisent désormais les produits personnalisés en accord avec leurs préoccupations et leurs besoins personnels.

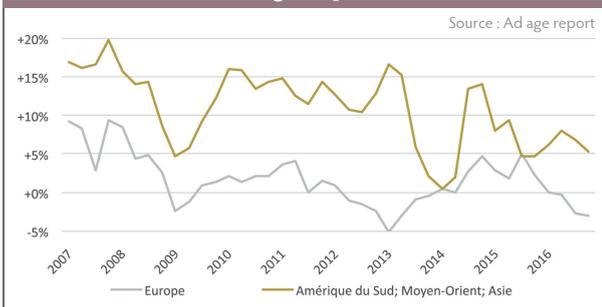
L'impact sociétal et environnemental ainsi que le contenu des produits revêtent donc une importance grandissante. Ces nouvelles tendances poussent à la fragmentation du marché.

Nous sommes passés d'un monde où l'on poussait le produit vers le consommateur, via des campagnes télévisuelles globales, à un monde où il faut attirer le consommateur à son produit. L'avantage compétitif ne se situe plus dans la taille et la puissance financière, mais dans l'agilité, la proximité et la compréhension du consommateur. Le rapport de force s'est donc inversé au profit des petites marques. Moins flexibles et par nature moins adaptées à un marché fragmenté, les grandes marques cèdent du terrain sur leurs différents marchés à leurs

Taux de croissance du chiffre d'affaires en 2016 selon le type de produits et de marques



Croissance organique de Danone



concurrents locaux (cf. graphique «Taux de croissance du chiffre d'affaires en 2016 selon le type de produits et de marques»).

La situation dans les pays émergents est différente de celle des pays développés. La démographie plus vigoureuse et le développement des classes moyennes ont permis aux grands groupes d'y trouver des relais de croissance durant les deux dernières décennies (cf. graphique «Croissance organique de Danone»).

Pour maintenir la croissance de leurs bénéfices par action et continuer à créer de la valeur pour les actionnaires, les majors utilisent deux leviers :

- soutenir la croissance organique du chiffre d'affaires en repositionnant le portefeuille sur les segments à forte croissance ;
- et augmenter le taux de marge opérationnel en réduisant les coûts.

La réponse partielle des grandes marques

Repositionnement du portefeuille

Pour les grands groupes, l'enjeu est de repositionner leur portefeuille de produits afin de capter les îlots de croissance. Pour ce faire, deux solutions : l'innovation et/ou la croissance externe. Pour des questions d'agilité et de volonté managériale, l'innovation est principalement le fait des petites marques. Les grands groupes privilégient donc l'acquisition, puis le développement de marques innovantes positionnées sur les segments porteurs.

L'exemple d'Unilever est révélateur. Entre 2015 et 2017, Unilever a acquis des sociétés de petites tailles (130 millions d'euros de chiffre d'affaires en moyenne), princi-

Pour des questions d'agilité et de volonté managériale, l'innovation est principalement le fait des petites marques. Les grands groupes privilégient donc l'acquisition, puis le développement de marques innovantes positionnées sur les segments porteurs.

palement sur les segments des produits bio/naturels et des cosmétiques haut de gamme. Avec Dollar Shave Club, Unilever a également acheté une société proposant un nouveau canal de distribution pour les rasoirs, avec la livraison à domicile.

Le choix de la croissance externe pose néanmoins deux problématiques. Il s'agit d'abord de ne pas surpayer les cibles afin de conserver un potentiel de création de valeur pour les actionnaires historiques. Depuis 2015, Unilever a payé en moyenne ses acquisitions à un prix de quatre fois les ventes. L'autre enjeu est de réussir à développer ces acquisitions sans les dénaturer.

Rationalisation des dépenses

Au cours du XX^e siècle, les grandes entreprises du secteur ont cherché à étendre leur activité sur les territoires où elles n'étaient pas encore présentes. Cette course à la taille a laissé comme héritage des sociétés à l'organisation complexe (cf. tableau «L'exemple d'Unilever» page suivante). >>>

Acquisitions d'Unilever de 2015 à 2017

Date	Société	Catégorie	Ventes (M€)	Prix d'acquisition (M€)	Prix/Vente
2017	Pukka Herbs	Tisanes bio	40	160	4,0x
2017	Tazo	Thé/Café	112	384	3,4x
2017	Sundial Brands	Produits de beauté bio et éthiques	240	700	2,9x
2017	Mae Terra	Nourriture bio	150	600	4,0x
2017	Carver Korea	Soin de la peau	380	2 700	7,1x
2017	Sir Kensington's	Sauces à base de produits naturels	40	200	5,0x
2017	Hourglass	Cosmétiques de luxe	88	350	4,0x
2016	Living Proof	Soin des cheveux premium	40	175	4,4x
2016	Seventh Generation	Produits d'entretien naturels	130	450	3,5x
2016	Blue Air	Produits de la maison	100	350	3,5x
2016	Dollar Shave Club	Rasoirs jetables livrés à domicile	330	1 300	3,9x
2015	GROM	Glaces naturelles et écoresponsables	30	100	3,3x
2015	Murad	Soin de la peau premium	100	350	3,5x
2015	Kate Somerville	Soin de la peau premium	120	530	4,4x
2015	Dermalogica	Soin de la peau premium	150	640	4,3x
2015	REN	Soin de la peau premium	33	125	3,8x
Total 2015 à 2017			2083	9 114	4,1x

L'optimisation de leur organisation constitue l'autre levier actionné par les majors pour soutenir la croissance de leurs bénéficiaires. Plus ou moins équivalents, les programmes de réduction de coûts annoncés dans les plans stratégiques des sociétés se décomposent en trois parties :

- la simplification de l'empreinte industrielle (environ 60 %) ;
- la réduction des dépenses marketing (20 %) ;
- et la baisse des frais généraux (20 %).

A priori, la stratégie classique de réduction des coûts semble contradictoire avec les enjeux posés par la fragmentation du marché. Par exemple, la réduction du nombre de sites industriels et de directions pays ne doit pas se faire au détriment de la proximité avec le consommateur. L'organisation industrielle des grands groupes doit rester suffisamment flexible pour pouvoir s'adapter aux différents contextes locaux.

A l'heure où certains ont choisi de mieux rémunérer les producteurs-fournisseurs, la réduction du coût des matières premières achetées via de puissantes centrales d'achats peut poser des problèmes éthiques. A titre d'illustration : « La Marque du Consommateur » propose, depuis 2016, un lait responsable qui rémunère les producteurs laitiers au juste prix. Son succès a été immédiat : 35 millions de briques de lait ont été vendues en 2017 pour un objectif initial de 5 millions. Certes, les structures organisationnelles complexes des majors peuvent être revues afin d'optimiser l'efficacité opérationnelle. La réduction des coûts doit toutefois être opérée de façon précise sans hypothéquer le potentiel de croissance à long terme.

Une valorisation élevée de moins en moins justifiée

Par le passé, les grandes entreprises du secteur affichaient des taux de marge et de croissance organique soutenus. Elles se traitaient donc sur des multiples de valorisation élevés. En relatif au Dow Jones 600, ces derniers ont été plutôt stables au cours des vingt dernières années (PE relatif de 1,5 fois environ). Aujourd'hui, une potentielle prise de conscience par les investisseurs du caractère structurel des difficultés des grands groupes (cf. graphique Croissance organique du secteur

les structures organisationnelles complexes des majors peuvent être revues afin d'optimiser l'efficacité opérationnelle. La réduction des coûts doit toutefois être opérée de façon précise sans hypothéquer le potentiel de croissance à long terme.



L'exemple d'Unilever

306 usines, 225 sites et 67 pays

104 000 employés

85 % des produits fabriqués par Unilever, 15 % par un tiers

488 contrats de sous-traitance

34 Md€ de matière première achetée

de la consommation) fait peser le risque d'une baisse des multiples de valorisation relatifs. Ce qui entraînerait une sous-performance du secteur.

Conclusion générale

Pour les raisons détaillées dans cet article, notre discipline d'investissement nous conduit à rester à l'écart :

- des petites sociétés positionnées sur les segments à forte croissance à cause de leur valorisation trop élevée ;
- et des grands groupes qui n'ont pas mis en place de mesures convaincantes pour répondre aux enjeux que nous avons identifiés.

Daniel Tondu, président-cofondateur de Gestion 21 et gestionnaire d'Actions 21, et Silvère Poitier, gérant-analyste d'Actions 21 chez Gestion 21.

A propos de Gestion 21

Société de gestion créée en 2007, son métier consiste à gérer des actions à long terme pour le compte d'investisseurs via des OPCVM ou des mandats institutionnels. Elle propose son expertise sur deux classes d'actifs : les actions françaises et les foncières cotées de la zone euro. Forte de son expérience accumulée par ses gérants-fondateurs depuis plus de vingt ans, l'équipe de gestion travaille à réaliser des investissements profitables à long terme.