



Gestion Financière Privée

Autant en emporte le NASDAQ



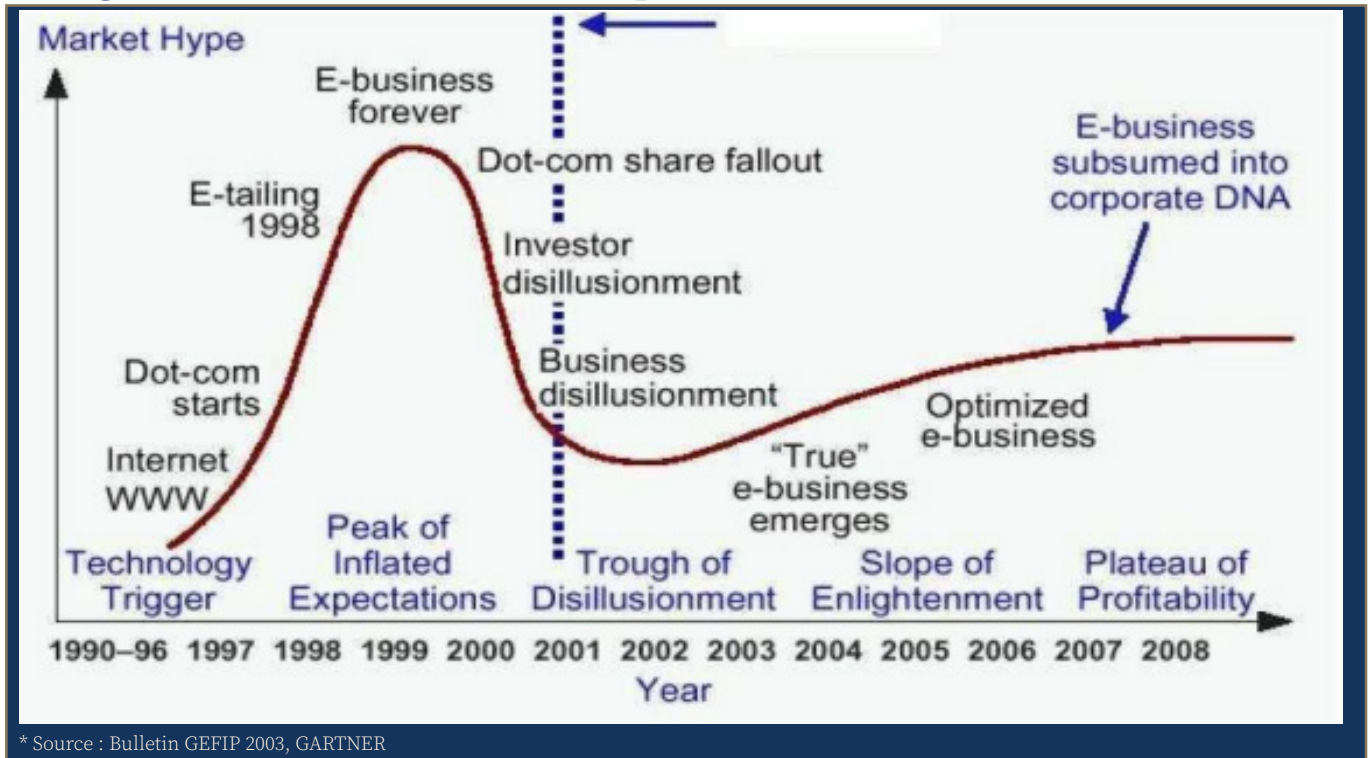
Elles s'appelaient AOL, EXODUS, LYCOS et krach...après 263% de hausse en 2 ans, le NASDAQ a perdu 76% de sa valeur entre mars 2000 et septembre 2002.

La suite du film est d'autant plus impressionnante : depuis ses points bas de 2002 le cours de l'indice technologique américain a été multiplié par 10 !

Elles s'appelaient AOL, DOUBLECLICK, EXODUS, LYCOS, SOFTWARE.COM et puis krach...après une hausse de +263% en l'espace de 2 ans, le NASDAQ a perdu 76% de sa valeur entre mars 2000 et septembre 2002. Nous disposons à présent du recul nécessaire pour commenter la suite du film : depuis ses points bas de 2002 le cours de l'indice technologique américain a été multiplié par 10x !

Comme toujours les spéculateurs sont pressés et gourmands, mais ils voient juste et loin.... Les années 2000 marquaient l'avènement d'une transition technologique majeure. GARTNER, en 1999 au plus fort de l'euphorie boursière, avait publié une courbe illustrant le déroulé d'une telle révolution :

Enseignement de la courbe de Gartner publiée en 1999 :



L'évolution du cours du NASDAQ en souligne l'aspect visionnaire :

Cours du NASDAQ composite depuis la fin des années 90 :



Nous ne pouvons pas parler de transition technologique sans évoquer Joseph SCHUMPETER dont les travaux sur la destruction créatrice et les grappes d'innovation sont riches d'enseignements. En effet, ce cycle digital de 20 ans se traduit par une croissance nourrie à l'innovation (SaaS, IaaS, PaaS, cloud, 3G, 4G, 5G, intelligence artificielle...) et à l'érosion quasi ininterrompue de nombreux secteurs dits traditionnels (distribution, automobile, énergie, hardware...). Bien qu'il soit difficile d'évaluer la maturité, la profondeur de ce cycle, il est opportun de se questionner sur les facteurs à l'œuvre dans la formation des prix des actifs dans un tel environnement.

Un éclairage est fourni par l'article « The Big Market Delusion : Valuation and Investment Implications » publié dans la dernière édition du Financial Analysts Journal (Volume 76, Number 2). Cette étude révèle les facteurs déterminants lors de l'essor du e-commerce dans les années 2000 ou encore de la publicité en ligne dans les années 2010 :

- la perception d'un marché au potentiel immense ;
- le biais de sur-confiance menant à l'irrationalité collective ;
- le « momentum » de prix.

.....
« Le nouveau ne sort pas de l'ancien, mais apparaît à côté de l'ancien, lui fait concurrence jusqu'à le ruiner. »



Joseph Schumpeter

LE MARCHÉ GÉANT

L'idée d'un marché potentiel gigantesque est puissante en ce qu'elle permet d'ancrer des hypothèses de croissance soutenue sur un horizon temporel relativement long. Cette perception peut être amplifiée par un effet « pionnier » dans un contexte de concurrence inexistante. Le concept de marché géant trouve racine avec de nouvelles technologies ouvrant une infinité de possibles (cloud, intelligence artificielle) en s'appliquant dans les secteurs traditionnels (AMAZON avec la vente au détail, UBER avec le transport).

Pourtant, les hypothèses de croissance sous-tendant la « conquête » de ce marché peuvent s'avérer optimistes en ce qu'elles occultent certains paramètres : le gain d'une part de marché suffisamment importante pour absorber les coûts fixes, le maintien d'un avantage compétitif permettant à l'entreprise de maintenir voire d'améliorer sa rentabilité, la capacité de l'entreprise à ériger des barrières à l'entrée...

Il existe toutefois des cas où ces hypothèses s'avèrent exactes, voire en deçà de la réalité. Prenons le cas du « cloud » public : AMAZON, MICROSOFT, GOOGLE et ALIBABA ont réussi à satisfaire les exigences de croissance des investisseurs tout en formant un oligopole. La profondeur du marché (plus de 600 milliards de marché potentiel), la nature exponentielle de la croissance du produit (économie de réseau) et l'avantage du « premier arrivé » se sont traduits par une capture de rente exceptionnelle pouvant justifier des valorisations élevées (entre 5 et 10x les ventes). Si l'on prend le cas d'AMAZON, les ventes d'AWS (la filiale cloud) ont quintuplé en l'espace de 4 ans, passant de 7,8 Mds\$ en 2015 à 35 Mds\$ en 2019. Sur cette période, la génération de cash du groupe a été multipliée par 3. Sur les trois prochaines années, le marché attend un doublement de cette activité (72 Mds\$ de chiffre d'affaires attendu en 2022) pour un niveau de marge opérationnelle (EBITDA) stable, autour de 50% !

LE BIAIS DE « SUR-CONFiance »

Le biais de « sur-confiance » est particulièrement prégnant chez les investisseurs et les entrepreneurs (cf. travaux de KAHNEMAN) : l'entrepreneur ciblant un marché géant est « sur-confiant » dans sa capacité à réussir, l'investisseur fait preuve de « sur-confiance » dans sa capacité à choisir « les gagnants ». Ce phénomène rationnel sur une échelle microéconomique, devient irrationnel à l'échelle collective : tout le monde ne peut pas être le meilleur ! Cela crée des ensembles d'entreprises survalorisées. Au fur et à mesure que l'hypothèse du marché géant se confirme, l'environnement devient plus compétitif ; le potentiel de déception sur la croissance et les marges s'accroît. Si l'écart entre la perception et la réalité devient trop évident cela peut donner lieu à des corrections significatives. Les niveaux d'anticipation et de valorisation sur les entreprises « dot.com » mentionnées en introduction illustrent ce biais :

1999	Croissance des ventes annualisée attendue (1998 et 2001)	Valorisation des ventes prospectives 1999	Marge nette 1998
AOL	32%	34x	1%
Barnesandnoble.com	109%	11x	-54%
DoubleClick	77%	41x	-13%
Excite@Home	190%	50x	-83%
Infospace.com	171%	239x	-13%
Lycos	90%	29x	-172%
iVillage	113%	26x	-229%

* Source : Merrill Lynch & Co, Quarterly report 20/12/1999

Lorsque l'on se penche aujourd'hui sur certaines entreprises du NASDAQ, un biais analogue n'est-il pas à l'œuvre ?

2020	Croissance des ventes annualisée attendue (2019 et 2022)	Valorisation des ventes prospectives 2020	Marge nette 2019
Shopify	40%	46x	2%
Zoom	66%	43x	15%
Avalara	35%	21x	-2%
Datadog	40%	48x	0%
Zscalers	31%	28x	8%
Okta	31%	30x	-6%
Crowdstryke	40%	29x	-15%

* Source : GEFIP, FACTSET

LE « MOMENTUM » DE PRIX

Le « momentum » de prix peut justifier d'importantes divergences entre le cours boursier et la valeur intrinsèque d'une action. Bien que les fondamentaux soient l'ancrage de la valeur intrinsèque, ils ne sont pas forcément ceux du prix sur les marchés financiers. Ce dernier résultant de la rencontre offre/demande est sensible aux « esprits animaux » chers à J.M. KEYNES... Lors de l'émergence de nouveaux marchés ou de nouveaux produits, la valeur reste quelque chose de nébuleux, c'est la dynamique de prix, le « momentum » boursier qui dirige la performance des titres cotés.

Dans le temps, alors que le marché et ses perspectives s'éclaircissent la valeur redevient un ancrage. La puissance du momentum boursier va dépendre de nombreux facteurs comme le degré de sur confiance dans l'industrie, la perception de la taille du marché, l'incertitude sur le modèle d'affaire (plus ce dernier est incertain, meilleur est le momentum boursier) et enfin le potentiel de « winner-take-all » (propres aux modèle d'affaire de réseaux).

LE COCKTAIL EXPLOSIIF

La conjugaison des trois facteurs mentionnés plus tôt peut générer d'importants écarts de valorisation, l'un des exemples les plus caricaturaux étant l'introduction boursière avortée de WE WORK. Cette entreprise américaine, valant quasiment rien en 2010, a failli s'introduire en bourse en 2019 à 47 milliards de dollars. Le marché adressable présenté par l'entreprise n'intégrait rien de plus que l'intégralité du marché immobilier mondial !

Le cas BEYOND MEAT est également frappant : deux mois après son entrée en bourse (mai 2019) sur des niveaux de valorisation élevés, le titre avait plus que doublé. La nature de son produit : une alternative végétane au steak haché était parfaitement compatible avec l'hypothèse du marché géant, la présence d'entrepreneurs iconiques au capital (Bill GATES, Don THOMPSON...) a créé un terrain propice au biais de sur-confiance et, par induction au « momentum » boursier... Depuis le titre a perdu près de 50% traduisant une simple baisse de ses multiples de valorisation.

Dans un autre registre, les imprimantes 3D constituent un autre exemple. L'américano-israélien STRATASYS, a vu son cours boursier multiplié par 12 en passant de 10,7\$ à 134,7\$ entre décembre 2008 et décembre 2013 traduisant une multiplication par 6 de son multiple des ventes (passant de 1,5x à 9,1x sur la période)!! L'entreprise cote aujourd'hui 15,7\$, elle est valorisée 1x les ventes....

Quid du cas PINDUODUO ? Cette entreprise chinoise dont le cours boursier a plus que doublé depuis le début de l'année, pèse aujourd'hui 100 Mds \$. Les investisseurs y voient déjà un futur ALIBABA ou JD.com (marché géant) ; l'enthousiasme est palpable alors qu'un nouveau modèle émerge quelque part entre COSTCO et DISNEYLAND et que TENCENT est au capital (sur-confiance)... Enfin, il semblerait que le seul moteur de la hausse des prix soit la hausse des prix puisque les résultats apparaissent pour le moment décevants avec un doublement des pertes nettes à 4,1 Mds Rmb sur le premier trimestre (momentum de prix). L'entreprise se paie 11x les ventes attendues à 12 mois pour une croissance de 57% et une marge nette de -15%.

Est-ce bien raisonnable au vu de l'intensité concurrentielle du secteur... ?

Alors que la valorisation du NASDAQ affiche de nouveaux records : nous préférons rester prudents lorsqu'il devient banal de parler d'une valorisation supérieure à 15x les ventes sans que le modèle d'affaire soit véritablement éprouvé... comme le dit l'adage populaire : « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel ».

Cours boursier et valorisation des ventes prospectives du NASDAQ depuis 2011 :



* Source : GEFIP, FACTSET

Nous souscrivons à l'idée que certains dossiers recèlent de potentiels haus-
siers considérables. Chez GEFIP nous favorisons dès lors les entreprises
présentant déjà un profil de croissance bénéficiaire (cf. tableau ci-dessous).
Le potentiel de hausse ne sera pas exponentiel mais il restera élevé pour un
profil de risque en adéquation avec notre mode de gestion.

2020	Croissance des ventes annualisée attendue (2019 et 2022)	Valorisation des ventes prospectives 2020	Marge nette 2019	Commentaires
Amazon	20%	4x	4%	A l'étude
Microsoft	12%	11x	29%	En portefeuille
Etsy	27%	11x	12%	En portefeuille
Salesforce	18%	8x	15%	En portefeuille
Google	13%	5x	21%	En portefeuille
Esker	16%	6x	9%	En portefeuille
Dassault Systèmes	10%	9x	23%	En portefeuille

* Source : GEFIP, FACTSET

L'équipe de Gestion

Le contenu de ce document ne peut être reproduit ou communiqué sans l'autorisation préalable et expresse de GEFIP.
Ces informations non exhaustives transmises à titre indicatif ne constituent en aucune manière un conseil de notre part.

20 rue Quentin Bauchart - 75008 Paris - 01.42.96.57.37 - info@gefip.fr - www.gefip.fr



Gestion Financière Privée