

BULLE INTERNET 2.0 ?

Réflexions Albin Kistler AG

Octobre 2019

Dans le secteur des technologies de l'information, la ruée vers l'or semble à nouveau d'actualité. L'explosion des cours boursiers est de plus en plus souvent comparée à la fameuse bulle Internet au tournant du millénaire. C'est un peu court. Aux Etats-Unis, nous observons un climat extrêmement euphorique sur le marché du capital-risque et des valorisations élevées lors d'introductions en bourse. L'affirmation selon laquelle l'ensemble des titres informatiques se trouvent dans une bulle est, à notre avis, erronée.

Bulle Internet 2.0 ?

Octobre 2019, Tobias Hochstrasser

Actuellement, il ne se passe guère un jour sans que les valeurs technologiques ne caracolent vers de nouveaux records. Depuis quelque temps déjà, cinq sociétés tiennent la tête de liste des entreprises les plus valorisées au monde : Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet¹ et Facebook. Du déjà-vu penseront certains investisseurs puisqu'au tournant du millénaire, les valeurs technologiques avaient déjà connu un engouement sans précédent.

Les esprits critiques se demandent donc à raison si nous n'assistons pas à une réédition du scénario. La réponse est "oui, et non".

Rétrospective

À l'aube du XXI^e siècle, les marchés financiers américains ont été le théâtre d'une évolution remarquable. Une longue phase de boom économique s'est reflétée dans les marchés boursiers avec de fortes hausses de cours, une évolution qui a attiré une foule d'investisseurs privés, pour la plupart inexpérimentés. Quiconque y participait pouvait facilement s'enrichir au vu de la hausse incessante et vertigineuse des actions. Cet engouement s'est polarisé sur les jeunes sociétés « dot.com » entrées en bourse. On parlait alors d'une « ère nouvelle ».

Une analyse plus approfondie de cette dynamique extraordinaire fait clairement ressortir des symptômes incontestables, typiques de la formation de bulles boursières :

1. euphorie des investisseurs ;
2. diminution de la qualité des sociétés ;
3. valorisation excessive des entreprises.

Les investisseurs en actions se sont montrés extrêmement actifs au tournant du millénaire. L'émer-

L'essentiel en bref

- Les valeurs technologiques internationales ne se trouvent pas dans une bulle comme au tournant du millénaire
 - Des phénomènes exagérés existent sur les marchés américains des introductions en bourse et du capital-risque
 - Les titres de sociétés établies offrent une grande qualité à des prix raisonnables
-

gence de « day traders », essentiellement des investisseurs privés désireux de faire fortune en jouant quotidiennement sur les variations de la bourse, a réduit de plus de moitié par rapport à 1990 la durée moyenne de détention des investissements en titres américaines en l'an 2000. De nombreux sondages montrent que le sentiment des investisseurs était généralement euphorique. Un signal d'alarme pour tout investisseur axé sur la valeur, car cette liesse peut rapidement basculer en déception si les fortes attentes ne sont pas satisfaites. Encore plus révélateur de ces excès fut l'extraordinaire volume d'introduction en bourse durant les années 1999 et 2000, en particulier sur le NASDAQ. Le nombre de premières cotations mais également leur volume se sont envolés au cours des années 1990. En 1999, par exemple, pas moins de 370 sociétés technologiques furent introduites en bourse, soit plus de trois fois plus que la moyenne des cinq années précédentes.² Les gains fantastiques enregistrées le premier jour de cotation et la ruée effrénée sur les actions de la nouvelle économie étaient des signes évidents d'une euphorie exubérante. Au cours des deux années d'expansion, une nouvelle émission dans le secteur des technologies a rapporté à l'investisseur chanceux 89 % le premier jour de bourse.³

Au cours de cette période, la qualité de l'entreprise technologique « moyenne » a également nettement baissée. Une fois de plus, l'examen du marché des admissions en bourse au cours des années 1990 révèle des résultats étonnants : au cours de la première moitié de la décennie, les sociétés technologiques sont entrées en bourse environ huit ans après leur création, dont 75 % de se sont avérées rentables. En revanche, au tournant du millénaire, les sociétés n'existaient en moyenne que depuis quatre ans et cinq mois et seulement 14 % des premières cotations réalisaient un gain. À bien des

¹ Alphabet est la société holding de Google.

² Ritter (2018) - Initial Public Offerings : Technology Stock IPOs

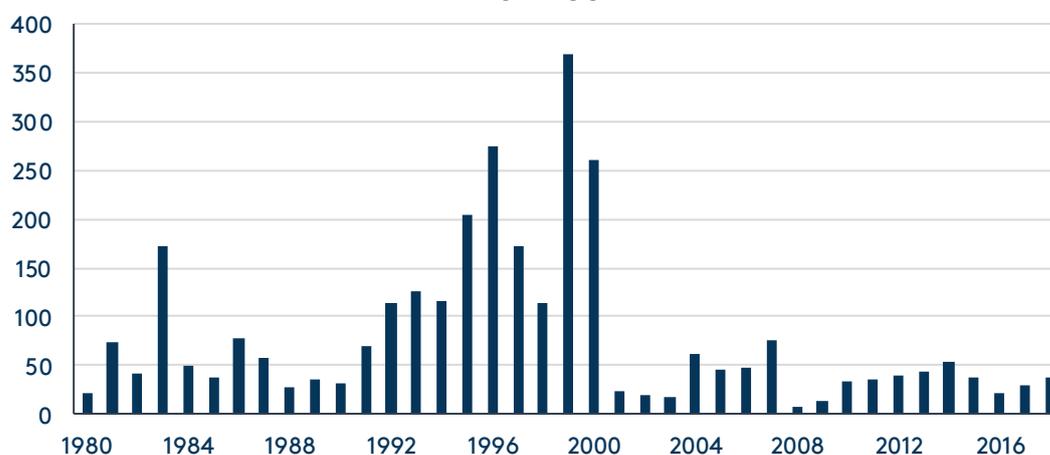
³ Ljungqvist und Wilhelm (2003) - IPO-Pricing in the Dot-Com Bubble

égards, la faillite de la société pets.com est restée gravée dans les mémoires. Fondée en 1998, cette boutique en ligne d'aliments et d'accessoires pour animaux de compagnie, entrée en bourse au printemps 2000, a essentiellement investi les fonds ainsi recueillis dans de la publicité extravagante pour finalement déposer son bilan en novembre de la même année. En d'autres termes, les clients n'étaient tout simplement pas encore prêts à acheter sur la toile les aliments pour leurs fidèles compagnons à quatre pattes. Ces excès se sont même emparés de sociétés établies. Durant un certain temps, on aurait dit que chaque firme voulait être une entreprise Internet. La mégafusion d'une valeur de USD 350 milliards d'AOL, alors le plus grand fournisseur d'accès Internet du monde avec plus de 30 millions de clients, avec le conglomérat de médias Time Warner, est l'un des exemples les plus marquants. L'objectif était de créer le « groupe de nouveaux médias » pour dominer l'âge d'or naissant d'Internet. Le rêve a rapidement périclité. Après des années d'amortissements records, de restructurations et de changements de stratégie, il ne restait plus qu'une fraction de la valeur initiale aux actionnaires. Les investissements dans l'opérateur énergétique Enron se sont soldés par une perte totale. Leurs dirigeants visionnaires ont utilisé toutes sortes d'astuces comptables frauduleuses pour faire croire aux investisseurs, des années durant, que leurs profits augmentaient. En réalité, de nombreux projets, notamment des investissements gigantesques dans un réseau de fibre optique, se sont avérés être une bulle de savon, n'aboutissant au final qu'à des pertes et d'énormes dettes.

Le troisième indice d'une bulle se retrouve dans la hausse vertigineuse des valorisations boursières. A nouveau, le marché des introductions en bourse aux États-Unis fut celui qui connut les excès les plus flagrants.

Au cours de l'année 2000, les investisseurs ont acheté les actions « dot.com » fraîchement émises présentant à la fin du premier jour boursier un Price to sales ratio médian de 49,5, alors qu'avant (1990-1997) et après (2002-2017) le boom, ceux-ci ne payaient qu'environ 5 fois le chiffre d'affaires annuel. L'envolée des actions de sociétés technologiques déjà établies n'était pas moins absurde. Sous l'impulsion des « four horse men », comme on appelait les actions très recherchées de Microsoft, Intel, Cisco et Dell, les valorisations des titres technologiques se sont multipliées pendant les années de boom. Au tournant du millénaire, l'indice MSCI World IT affichait un PER remarquable de 98. L'ascension du multiple du S&P 500, qui est passé de 15 à plus de 45 sur la même période, pâlit donc presque en comparaison. L'augmentation du nombre de mise sur le marché à la fin d'un long cycle économique et boursier n'est pas inhabituelle en soi. Dans la perspective de l'entreprise, il est logique de profiter de hausse des multiples de valorisation pour vendre ses titres au public. Les exagérations décrites de ces années d'expansion sont des symptômes évidents d'une exubérance irrationnelle et donc d'importants signaux d'alarme pour l'investisseur axé sur la valeur.

Nombre d'IPO technologiques au NASDAQ par année



Source: Ritter (2018) - Initial Public Offerings: Technology Stocks IPOs

Présent

Compte tenu de la forte hausse des valeurs informatiques au cours des dernières années et de l'augmentation sensible du volume d'introduction en bourse cette année, certains observateurs y voient une nouvelle édition de la bulle « dot.com ». Une analyse à la lumière du tableau brossé ci-dessus permet d'y voir plus clair :

En ce qui concerne le sentiment des investisseurs, différentes manifestations se présentent actuellement. La communauté financière mondiale se montre sceptique. Selon State Street, les investisseurs institutionnels sont plus pessimistes qu'ils ne l'ont été depuis des années sur les perspectives des actions. Par ailleurs, une large participation euphorique des investisseurs privés au marché boursier n'est pas perceptible. Un récent examen de l'activité d'introduction en bourse des sociétés technologiques jusqu'à fin 2018 l'a confirmé. C'est du moins ce que démontrent les statistiques du NASDAQ. Dans le sillage de la crise financière, entre 21 et 53 nouvelles sociétés IT ont nouvellement été cotées chaque année à partir de 2010. De même, les performances du premier jour de 15 % en moyenne n'ont rien d'inquiétants. Les choses changent toutefois en 2019. le nombre de mise en bourse a sensiblement augmenté, mais également leur taille : Uber, par exemple, a réussi à faire monter les compteurs à pas moins de USD 75 milliards de capitalisation boursière le jour de l'ouverture. Cette évolution souligne l'importance croissante du capital-risque et en particulier l'essor du « capital-développement » au cours des dernières années. De tels véhicules d'investissement entrent au capital d'entreprises privées de taille déjà considérable, souvent pour financer leur expansion internationale. L'exemple le plus connu est probablement Softbank et son Vision Fund (USD 100 milliards investi !) qui détient de fortes participations dans Uber, WeWork et de nombreuses autres « licornes »⁴. Ce ne sont pas seulement les multiples de valorisation excessifs que le fonds en question a payé qui ont de quoi inquiéter, mais également le fait que les achats ont été financés dans une large mesure par des capitaux empruntés. Bien que l'évolution du cours d'Uber depuis son introduction en bourse ait été jusqu'à présent décevante, plus de la

moitié des IPO technologiques de 2019 ont connu une hausse des prix de plus de 50% au cours du premier semestre de l'année.⁵ Bref, certaines activités, tant dans le monde du capital-risque, le capital-développement en tête, que sur le marché des introductions en Bourse, envoient des signaux très clairs de la présence d'une bulle spéculative. Nous estimons que le Vision Fund n'existerait pas à une telle échelle en temps normal sans la faiblesse inédite des taux d'intérêt et l'énorme surabondance de liquidités sur les marchés financiers. Il ne serait donc pas surprenant de voir Softbank/Vision Fund subir des difficultés et entrer dans l'histoire comme symbole de la fin d'une ère extraordinaire sur le marché du capital-risque. Pour nous, cependant, la grande question c'est de savoir si les marchés publics sont en proie à des excès. Or, nous ne décelons aucun signe.

En ce qui concerne la qualité des sociétés technologiques cotées, il faut toutefois nuancer les choses. D'une part, il n'est pas surprenant de voir que les cinq entreprises à la plus grande capitalisation se trouvent toutes dans le secteur technologique. Leaders incontestés sur leurs marchés respectifs, elles affichent toutes de solides bilans et une forte rentabilité. Depuis l'éclatement de la bulle Internet, le monde a bien évolué. Il n'y a plus guère d'entreprises dont leurs activités reposent pas sur une large palette de logiciels. Dans l'intervalle, rares sont les consommateurs qui peuvent désormais se passer de leur smartphone. C'est même devenu la chose la plus ordinaire du monde que d'acheter en ligne des croquettes pour son animal de compagnie. Bref, l'infrastructure et les outils de l'économie numérique sont devenus réalités. En raison de la nature même du produit, un bon logiciel peut se distribuer aujourd'hui dans le monde entier avec la plus grande facilité et une rentabilité élevée. Un tel avantage a le potentiel de créer une valeur énorme pour les actionnaires, les fournisseurs et les clients à très brève échéance. Reste que toutes les entreprises ne peuvent pas devenir une seconde Microsoft. En 2018 la société technologique type existait déjà depuis plus de dix ans au moment de son introduction en bourse (aucun signe avant-coureur ici), mais seulement 14 % de ce millésime a dégagé des bénéfices. Cela s'explique sans aucun doute aussi par le fait

⁴ Les licornes sont des sociétés privées dont la valeur dépasse un milliard USD.

⁵ Les rendements le jour de l'introduction en Bourse de Fiverr (+90 %), CrowdStrike (+71 %) et Chewy (+59 %) par exemple affichaient un niveau remarquable.

qu'un grand nombre de sociétés nouvellement cotées appliquent un modèle d'affaire à faible intensité de capital typique des éditeurs de logiciels.

Peu importe pour elles si elles ne dégagent pas de gains pendant un certain temps tant que les flux de trésorerie vont grandissant. Néanmoins, la forte proportion d'entreprises déficitaires donne matière à réflexion. La qualité de certaines « licornes » récemment introduites en bourse nous inquiète dans une mesure grandissante. Notre analyse montre par exemple que le modèle d'affaire actuel de Lyft et Uber n'est pas viable. Les deux concurrents subissent une perte à chaque trajet organisé par leur truchement. Au fur et à mesure qu'ils augmentent la voilure de leurs activités, les pertes évoluent de pair et s'alourdissent. Jusqu'à présent, le modèle d'entreprise n'a été viable uniquement parce que de grandes quantités de capital-risque ont toujours compensé les trous financiers. Bien qu'il soit possible que le développement de services supplémentaires permette de combler les pertes des activités de base, nous nous abstenons clairement d'investir dans de tels modèles spéculatifs. Par conviction, Albin Kistler n'investit que dans des entreprises qui ont prouvé qu'elles génèrent des excédents durables.

En ce qui concerne les niveaux de valorisation des actions, il faut également opérer une distinction. Certes, parmi les valeurs technologiques qui viennent de s'introduire en bourse, on trouve des cours extrêmement élevés. En août, le professeur Jay Ritter, une sommité en matière de nouvelle cotation aux Etats-Unis, s'est inquiété que le cours par rapport au chiffre d'affaires de ces sociétés dépassait les 15x pour l'année écoulée, un niveau élevé en regard à la moyenne à long terme. Les actions de tout premier ordre comme Zoom Video Communications se négocient actuellement à un ratio d'environ 35x, ce qui s'avère extrêmement haut malgré son fort potentiel de croissance. Un coup d'œil sur les valorisations des sociétés technologiques bien établies nous rassure toutefois. Au cours du cycle économique actuel, celles-ci ont augmenté, l'indice MSCI World IT se négocie actuellement à un PER de 24, soit au-delà de l'indice MSCI Monde, qui s'établit à 19, un niveau qui nous semble correct. A moyen et

long terme, nous estimons que le secteur informatique connaîtra encore des taux de croissance élevés et une excellente rentabilité.

Conclusion

Notre analyse recommande à l'investisseur axé sur la valeur de faire preuve d'un grand soin dans son allocation dans les titres technologiques. Les activités sur le marché américain des introductions en bourse et les excès dans certains segments du marché du capital-risque incitent à la prudence. Si des entreprises aux modèles d'affaires fragiles sont mises sur le marché à des niveaux de valorisation extrêmes, nous sommes farouchement opposés à tout investissement.

L'échec des plans boursiers de WeWork, fournisseur de surfaces de bureau, nous incite toutefois à l'optimisme. La communauté des investisseurs a réagi avec beaucoup de retenue à leurs intentions et les a exprimées si clairement que tous les modèles d'affaires ou les évaluations ne sont plus acceptés aveuglément. Il est saisissant de voir qu'une valorisation initialement estimée à USD 47 milliards s'est volatilisé dans les jours qui ont suivi la publication du prospectus boursier et que l'introduction en bourse a finalement été abandonnée.⁶ Si, par contre, la qualité d'une entreprise et le prix de son action sont corrects, nous nous ferons un plaisir d'y investir. A notre avis, c'est le cas d'une grande partie des valeurs technologiques. Nous observons actuellement une saine dose de scepticisme parmi les investisseurs à de nombreux égards, ce qui va à l'encontre de la thèse d'un engouement excessif pour les titres technologiques. Nous restons des adeptes d'entreprises comme Microsoft, Accenture et Ansys pour nos placements. Les trois firmes sont clairement leaders du marché dans leur domaine et bénéficient d'investissements structurellement croissants dans l'infrastructure informatique d'entreprises de tous les secteurs d'activité dans le monde entier. En outre, elles présentent des bilans solides, affichent une forte rentabilité et génèrent des bénéfices en hausse. Valorisées à leur juste prix, ces actions reflètent d'ailleurs parfaitement leur potentiel de croissance. Il en va de même, par exemple, pour le titre suisse ALSO, le leader européen de la distribution de licences de matériel et de logiciels informatiques.

⁶ La valorisation de 47 milliards USD résulte d'une transaction entre WeWork et le Vision Fund de Softbank et manque de logique par rapport à celle de son principal concurrent IWG.

Certains observateurs soupçonnent même qu'il y a eu fraude chez WeWork.

Tobias Hochstrasser

Analyste financier dans les technologies de l'information

Les études publiées périodiquement sont mis en ligne sur le site Web d'Albin Kistler, sous la forme de PDF téléchargeables: www.albinkistler.ch/studien