



INGENIERIE FINANCIERE
CASH MANAGEMENT
PREVOYANCE – SANTE
IMMOBILIER

Siège Social : 1 rue Villaret de Joyeuse -
75017 Paris
SIRET N° 432 240 182 R.C.S PARIS
Capital Social : 10.000 € - Code NAF : 6622Z
Tél. 01 42 85 80 00 • Fax 01 42 85 80 44
www.maubourg-entreprise.fr
info@maubourg-entreprise.fr

Les actions de la nouvelle économie sont-elles survalorisées ?



Les marchés financiers enchaînent les records. Les valorisations sont historiquement très élevées. L'inflation menace, faisant craindre un durcissement de la politique monétaire. L'histoire nous a habitué à des corrections brutales dans ce type de contexte. Qu'en est-il aujourd'hui ? Les actions sont-elles trop chères ?

Quelques cas emblématiques d'introductions en bourse détonnent.

Rivian, un constructeur putatif de pick-up électriques américain, a été valorisé 100 milliards de dollars sur le Nasdaq. A titre de comparaison, la capitalisation boursière de Stellantis, groupe regroupant Peugeot, Citroën, Fiat et Jeep dont la situation financière est solide, s'élève à 67 milliards de dollars. Rivian doit livrer son premier pick-up l'an prochain. Pour justifier une telle valorisation, pas de martingale technologique comme Tesla, mais un partenariat commercial et capitalistique avec Amazon...

SARL SELECT'PLACEMENTS

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 (www.orias.fr), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

Adyen, société star du paiement européen, est valorisée 77 milliards d'euros pour un chiffre d'affaires 2020 de 3,6 milliards d'euros, un résultat net de 0,25 milliards d'euros et un total de bilan de 4,2 milliards d'euros. La capitalisation boursière du géant bancaire européen BNP Paribas s'élève à 74 milliards d'euros pour un produit net bancaire (le « chiffre d'affaires » pour les banques) de 44,7 milliards d'euros, un résultat net de 7 milliards et un total de bilan de 2.488 milliards d'euros...

Bien sûr, en finance, comparaison n'est pas raison. Les marchés financiers valorisent la capacité d'une entreprise à générer des bénéfices futurs, pas ses performances passées. Seul l'avenir confirmera notre pressentiment que les investisseurs sont complaisants avec la nouvelle économie et sévères avec l'actuelle.

L'exemple des plates-formes de partage

Mais certains s'interrogent déjà sur l'exubérance des valorisations des champions de la nouvelle économie. L'hebdomadaire The Economist vient de réaliser une étude éclairante sur le secteur des plates-formes de partage. Il analyse neuf entreprises cotées : Uber, Lyft et Didi dans le transport, DoorDash (US), Delivery Hero (Europe), Meituan (Chine) et Zomato (Inde) dans la livraison de repas. Ces entreprises ont collectivement levé plus de 100 milliards de dollars de capital. Les valorisations sont stratosphériques (500 milliards de dollars), notamment pour celles dans la livraison qui sont les plus récentes.

Outre leur valorisation, le point commun de ces neuf géants de la nouvelle économie est leur capacité à générer des pertes (11,5 milliards de dollars en 2020 pour le clan des neufs). Après des années d'effort, Uber vient pour la première fois de dégager un résultat d'exploitation trimestriel « ajusté » positif même si symbolique. Pour la rentabilité nette, il faudra encore attendre. Les autres continuent de creuser le trou s'appuyant sur les promesses d'un nouveau modèle économique que l'hebdomadaire qualifie de « volant d'inertie ».

Un volant d'inertie est un système rotatif permettant le stockage et la restitution d'énergie cinétique. Imaginez une roue très lourde qu'un moteur électrique fait tourner de plus en plus vite dans une enceinte sous vide, sans aucune friction. L'énergie emmagasinée est appelée énergie cinétique. Si on ralentit la roue, le moteur va se transformer en alternateur et produire de l'électricité. L'énergie génère ainsi sa propre énergie.

La promesse de l'aube

Mus selon ce principe, les champions de la nouvelle économie doivent atteindre une taille suffisante pour bénéficier de la dynamique leur permettant de générer une croissance autoentretenu. L'explication à ce miracle s'appelle « effet de réseau ». Plus il y a de passagers se connectant sur Uber, plus il y aura de chauffeurs attirés par la nouvelle

SARL SELECT'PLACEMENTS

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 (www.orias.fr), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

demande. Plus il y a de chauffeurs sur Uber, moins le temps d'attente est long, plus forte est l'attractivité du service pour de nouveaux utilisateurs. La boucle est bouclée...

Selon ce principe, une fois la taille critique atteinte, la capacité à générer de la trésorerie est presque infinie.

L'importance du profit ne dépend plus que de la taille du « marché adressable » (le nombre d'utilisateurs potentiels). Dans l'économie du partage, le marché adressable est quasiment égal à la population. Chacun d'entre nous peut commander un repas ou une course sur Uber.

Lorsque vous projetez les bénéfices sur votre tableur Excel selon ce principe de volant d'inertie, vous pouvez être sûr de devoir élargir la colonne des bénéfices anticipés. D'où les valorisations stratosphériques.

Plus dure sera la chute ...

Les cent milliards de dollars levés par ces neuf champions devaient leur permettre d'atteindre la taille critique, quitte à accumuler les pertes. Dans une économie à effets de réseaux, le gagnant est celui qui est capable de supporter le plus de pertes.

La réalité est toute différente. Dans la vraie vie, le volant d'inertie ne fonctionne pas dans une enceinte sous vide mais est confronté à de nombreux points de friction. Pour l'économie du partage, cela se traduit par des effets de réseaux beaucoup moins puissants qu'attendu. Les Parisiens n'hésitent pas à choisir la solution la meilleure entre Uber, G7 ou LeCab. De même, les chauffeurs alternent entre les offres à différents moments de la journée. La concurrence reste vive.

Les investisseurs attendaient également beaucoup de la monétisation des données recueillies grâce aux applications sur smartphones. Ils ont été déçus. Uber maximise bien les synergies entre son activité de VTC et de livraison express. Mais il ne valorise pas ses données auprès d'autres entreprises.

Enfin, le contexte réglementaire s'est durci. L'économie du partage repose sur la notion d'« asset light » : pas d'actifs, pas de salariés. Les entreprises du partage se bornent à mettre en relation. Les régulateurs ne l'entendent pas de cette oreille. Les contraintes se durcissent, obligeant les entreprises à augmenter la couverture sociale, voire dans certains cas à salarier leurs chauffeurs ou leurs livreurs. Par ailleurs, dans l'hypothèse improbable où l'économie du partage bénéficierait pleinement des effets de réseaux, la conséquence ultime serait l'apparition de monopoles inexpugnables. Les régulateurs ne laisseraient pas faire. Enfin, ces derniers finiront bien par taxer les déséconomies imposées aux villes par l'encombrement généré par ces nouveaux usages et le coût environnemental.

Au final, l'afflux de capitaux a permis de subventionner l'écosystème de l'économie du partage (utilisateurs, chauffeurs, livreurs) au détriment des investisseurs. Cela ne se voit

SARL SELECT'PLACEMENTS

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 (www.orias.fr), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE
DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

pas encore dans les valorisations. Les entreprises les plus anciennes (Uber, Lyft et Didi) ont certes souffert à mesure que leurs perspectives de rentabilité d'amoindrissaient. Mais elles restent généreusement capitalisées. L'heure des comptes n'est pas encore arrivée.

Lorsque cela sera le cas, le coût du capital augmentera. Avec pour conséquence la nécessité d'accroître les marges, ce qui se traduira nécessairement par un réajustement du prix de vente. L'économie du partage devra alors faire face à deux difficultés typiques de l'ancien monde. La résurgence de la concurrence d'une part, telles les compagnies de taxi qui se sont réorganisées pour s'adapter. L'élasticité de la demande par rapport au prix d'autre part.

Quelles leçons tirer des mésaventures de l'économie du partage ?

Tout d'abord, en Bourse, **l'effet de mode est durable**. Depuis l'introduction de Lyft, Uber et, plus récemment, Didi, il est évident que la puissance des effets de réseaux est bien moindre qu'escompté pour les plates-formes de VTC. Il n'est même pas certain que ces entreprises puissent à moyen terme rémunérer, même faiblement, le capital investi. Pourtant, les valorisations résistent. Et la mode évolue. Les livraisons de repas hier ; les livraisons express de produits d'épicerie aujourd'hui.

Par ailleurs, **tous les modèles « internet » ne se valent pas**. Si les effets de réseaux déçoivent globalement, l'économie de l'abonnement se révèle en revanche être un système beaucoup plus rémunérateur en garantissant un certain niveau de récurrence des revenus futurs (cf. Netflix ou Adobe). Il est normal est ces entreprises soient mieux valorisées, même si, là encore, les excès foisonnent.

Enfin, **les marchés financiers subissent une dangereuse addiction** due à un cocktail mixant croyance illimitée dans la technologie d'une part et argent gratuit d'autre part. Il est facile sur Excel de dérouler des projections de cash-flow reposant sur la crédulité des analystes et de leur attribuer une valorisation pharamineuse grâce à la magie des taux d'intérêt composés. Mais cela rend les marchés vulnérables, à court terme, à une brusque remontée des taux d'intérêt, et, à moyen terme, au principe de réalité (la comparaison entre les cash-flow effectivement réalisés et les cash-flow initialement projetés).

En conclusion, les marchés financiers peuvent paraître chers. Pour une part significative de la cote, ils le sont effectivement. Mais il ne faut pas oublier l'autre part de la cote constituée des actions cycliques ou des entreprises de la vieille économie qui ont su s'adapter, délaissées depuis des années, qui pourraient revenir à la mode au fur et à mesure que les premières vont décevoir.

SARL SELECT'PLACEMENTS

MEMBRE D'ORIAS N°07005216 (www.orias.fr), MEMBRE DE LA CNCIF - CIF N° D013212

INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650 DELIVREE PAR LA PREFECTURE DE LA VILLE DE PARIS, GARANTIE FINANCIERE DE 110 000 € AUPRES DE COVEA RISKS (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)

SARL SELECT'PLACEMENTS

MEMBRE D'**ORIAS N°07005216** (www.orias.fr), MEMBRE DE LA **CNCIF - CIF N° D013212**
INTERMEDIAIRE EN ASSURANCE CATEGORIE B ET DE COURTIER IOB SP

SOUS LE CONTROLE DE L'**AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION – ACPR** (4 Pl. de Budapest CS 92459, 75436 Paris)
ACTIVITE DE TRANSACTION SUR IMMEUBLE ET FONDS DE COMMERCE, **CARTE PROFESSIONNELLE N° T15650** DELIVREE PAR LA PREFECTURE
DE LA VILLE DE PARIS, **GARANTIE FINANCIERE** DE 110 000 € AUPRES DE **COVEA RISKS** (19-21 Allées de l'Europe 92616 CLICHY CEDEX)