

2ème vague du phénomène baptisé SaaSacre : une double pression macroéconomique

Publié le 24 novembre 2022

Bessemer Venture Partners

Global venture group

Cet article a été à l'origine écrit par Janelle Teng (Vice-Présidente au sein de Bessemer Venture Partners) le 9 novembre 2022 et publié dans sa newsletter sur Substack. Certains ajustements ont été apportés afin de tenir compte de la perspective de l'investisseur au lieu de celle du fondateur.

Plusieurs actions de fournisseurs de services de stockage en ligne grand public se sont récemment repliées à de nouveaux points bas de 52 semaines, tout au moins avant un solide rebond survenu durant la semaine clôturée le 11 novembre 2022. En quoi ce reflux des actions des sociétés spécialisées dans le logiciel en tant que service (« Software-as-a-Service » ou SaaS) est-il différent de la correction du 1er trimestre ?

Les turbulences boursières sur le segment du cloud s'est récemment poursuivi sous l'effet de l'annonce par la Réserve fédérale américaine (Fed) d'un nouveau relèvement des taux de 75 points de base (pb). L'indice BVP Nasdaq Emerging Cloud (EMCLOUD) a clôturé la semaine qui s'est terminée le 4 novembre 2022 par l'un des ses pires replis hebdomadaires de l'histoire (-14,74 %)1. Plusieurs grands noms ont perdu plus d'un quart de leur capitalisation boursière en une seule journée. Un sentiment similaire a été partagée sur les marchés non-cotés où plusieurs startups du cloud ont annoncé des licenciements, les plus importants au sein de Stripe (la société du cloud la plus la plus fortement valorisée au monde).

Lorsque j'ai écrit pour la première fois sur le [SaaSacre en Avril 2022](#), le multiple moyen de chiffre d'affaires prévisionnel de l'indice EMCLOUD s'élevait à environ 10,5, soit déjà en chute de 62 % par rapport à ses niveaux records de début 2021. À la suite de cette semaine catastrophique, l'entreprise moyenne de l'indice EMCLOUD se négocie désormais à un multiple valeur d'entreprise/chiffre d'affaires sur les 12 mois suivants d'environ 4,82.

Quels sont les facteurs expliquant le SaaSacre actuel et qu'est ce que cela signifie pour les start-ups du cloud en phase de croissance ?

En début d'année, j'ai écrit sur la manière dont le relèvement des taux d'intérêt par la Fed en mars 2022 (pour la première fois depuis 2018) destinée à ralentir l'inflation [a été le catalyseur d'une très lourde correction des sociétés SaaS](#). J'ai expliqué que les valeurs de croissance ont tendance à être sanctionnées exagérément par les hausses de taux car elles tirent une grande partie de leur valeur des bénéfices futurs

potentiels à long terme. Pour le dire différemment, la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs est plus fortement décotée dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

Comme nous pouvons le voir dans l'illustration 1, l'inflation reste élevée depuis mars en dépit des efforts de la Fed. Par conséquent, le Président de la Fed Jerome Powell a récemment déclaré que « le durcissement monétaire n'est pas encore terminé, et les données publiées depuis notre dernière réunion suggèrent que le niveau final des taux d'intérêt sera plus élevé que les prévisions précédentes » et que la Fed continuerait de donner des tours de vis monétaires jusqu'à « un niveau suffisamment restrictif pour ramener l'inflation à notre objectif de 2 pour cent à terme »³. Parallèlement, les marchés ont évolué en réponse à ces commentaires. Mais pourquoi le segment du cloud a-t-il pâti d'une réaction plus forte par rapport aux autres indices de marché.

Illustration 1 : Taux d'inflation en pourcentage (Indice américain des prix à la consommation), tracé en fonction du taux des Fed funds américains (du 1er janvier 2013 au 4 novembre 2022)

Source : Base de données de recherche « FRED » de la Réserve fédérale de St. Louis.

La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.

J'avais déjà souligné que [les taux d'intérêt régissent les multiples](#) (ce que Brad Gerstner de la société Altimeter baptise « La règle d'or en matière d'investissement » ou « Iron Law of Investing⁴ »). Cette forte relation inverse est visible dans l'illustration 2. Mais contrairement en ce début d'année, j'observe une nouvelle dynamique perturbante qui a (encore une fois) un impact disproportionné sur les valeurs du cloud. A mesure de la hausse des taux d'intérêt (c'est-à-dire les taux sans risque), les valeurs du cloud offrent-elle une prime de risque suffisante (à savoir la performance supplémentaire attendue des actions en plus de la performance garantie par les obligations sans risque sur le long terme) afin de compenser le risque et rendre cette opportunité d'investissement attractive par rapport aux autres actifs ?

Pour les investisseurs, l'arbitrage n'est pas seulement entre les valeurs de croissance et les autres catégories d'actions (à l'image des titres 'value'), mais entre les bons du Trésor 'sans risque' et les actions. Les investisseurs souhaitant une exposition à la technologie ou au segment SaaS peuvent également envisager les obligations d'entreprises 'à risque modéré' émises par des sociétés du cloud de grande qualité. Cela pouvant constituer une qu'alternative plus attractive aux actions correspondantes.

Illustration 2 : Multiple moyen valeur d'entreprise/chiffre d'affaires sur les 12 mois suivants de l'Indice EMCLOUD par rapport au rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (du 1er janvier 2013 au 4 novembre 2022)

Sources : S&P Capital IQ & base de données de recherche « FRED » de la Réserve fédérale de St. Louis.

La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.

Lors de la première vague du SaaSacre au 1er trimestre 2022, les fondamentaux du cloud étaient toujours solides avec un taux d'efficience moyen de l'indice EMCLOUD de 45,4 % (soit au-dessus de la Règle des 40 %⁵). La baisse du sentiment des investisseurs en début d'année a été associée à un événement macroéconomique autour des taux d'escompte entraînant une réinitialisation des valorisations plutôt qu'aux inquiétudes concernant la santé de l'économie et des fondamentaux.

En milieu d'année 2022, j'ai écrit sur la manière dont les leaders du cloud commençaient à [prêter attention aux obstacles macroéconomiques croissants](#) à l'origine de craintes de récession qui pourraient affecter les fondamentaux. Nous avons observé certains signes précoces de ces obstacles que j'ai souligné dans ma synthèse sur les bénéfices du cloud pour le 2ème trimestre 2022 (« Q2 2022 Cloud Earnings Recap ») où les entreprises ont commencé à noter un allongement des cycles de ventes et une baisse de la demande de certains segments⁶.

Nous assistons désormais à un fort impact macroéconomique sur les fondamentaux, auquel les investisseurs commencent à réagir. Citons par exemple Atlassian qui a noté dans sa récente publication sur ses résultats trimestriels que « le trimestre dernier, nous avons souligné une baisse du taux de conversion des services gratuits à payants. Cette tendance est devenue plus prononcée au 1er trimestre » et « ce trimestre, nous avons commencé à observer un ralentissement du taux de croissance des services payants souscrits par des clients existants. » Comme l'a souligné Jason Lemkin de SaaStr (à partir des exemples de Datadog et ZoomInfo qui ont récemment publié leurs résultats), même les entreprises de segments jugés 'résistants' sont confrontées à de véritables obstacles⁷.

Cette citation de David Sacks de Craft Ventures⁸ résume peut-être le mieux cette deuxième pression macroéconomique (« macro squeeze ») :

« À la suite des réunions du Conseil d'administration pour le 1er trimestre, environ 2/3 des entreprises en portefeuille ont publié des résultats conformes aux attentes et 1/3 des résultats inférieurs aux attentes. Ces dernières semblaient encore rencontrer des problèmes, sans que cela ne soit une tendance macroéconomique. Après les réunions du Conseil d'administration pour le 2ème trimestre, les proportions se sont inversées, ce qui a conduit à penser que nous pouvions avoir à faire avec une tendance macroéconomique. Et après les réunions du Conseil d'administration pour le 3ème trimestre, l'ensemble des entreprises en portefeuille revoient leurs prévisions. Même les meilleures entreprises de notre portefeuille sont désormais confrontées à des obstacles majeurs et je pense que nous avons à faire à un ralentissement économique. »

Que doit-on penser de multiples stables ?

Compte tenu du relèvement le plus récent, la fourchette cible du taux des Fed funds est désormais de 3,75 % à 4 %. Comme souligné précédemment, l'entreprise moyenne de l'indice EMCLOUD se négocie désormais à multiple valeur d'entreprise/chiffre d'affaires sur les 12 mois suivants d'environ 4,89, soit un niveau inférieur à la moyenne à 10 ans (glissants), à la moyenne à 5 ans (glissants) et à la moyenne à 5 ans (de novembre 2012 à octobre 2017) que nous observons dans l'illustration 3, qui ajoute simplement à l'illustration 2 certains niveaux moyens commentés :

Illustration 3 : Multiple moyen valeur d'entreprise/chiffre d'affaires sur les 12 mois suivants de l'Indice EMCLOUD par rapport au rendement des bons du Trésor américain à Le 10 ans (du 1er janvier 2013 au 4 novembre 2022)

Sources : S&P Capital IQ & base de données de recherche « FRED » de la Réserve fédérale de St. Louis.

La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse.

Quand et à quel niveau les multiples se stabiliseront-ils ? Pour en revenir à « La règle d'or en matière d'investissement » ou « Iron Law of Investing », votre point de vue sur le niveau auquel vont se stabiliser les multiples sera principalement conditionné par votre perspective sur 1) le taux d'intérêt final (qui va vous servir à effectuer votre régression) et 2) la durée durant laquelle cet environnement va persister (et en quoi elle est liée à un objectif de durée de conservation donné).

Dans l'illustration 4, nous pouvons observer une perspective grâce à des données tirées de The Daily Shot. À la suite du briefing de M. Powell la semaine dernière, les traders du marché des contrats à terme de type futures anticipaient que le taux des Fed funds atteindrait un pic de plus de 5% d'ici mai 2023¹⁰. À partir de l'illustration 4, les traders estiment que les taux resteront élevés pendant plus longtemps et se stabiliseront à un niveau plus élevé que lors des précédentes prévisions. Enfin, lorsque vous effectuez votre régression afin de savoir où se situeront les multiples, il est important de tenir compte du fait que la période de 2020 à 2021 était caractérisée par un environnement atypique marquée par des taux proches de 0 %.

Illustration 4 : L'évolution des prévisions de marché sur le taux des Fed funds américains du 2 août 2022 au 4 novembre 2022

Source : <https://twitter.com/SoberLookd>.

La performance passée ne présage pas de la performance future et la valeur de tout investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse. Ces prévisions ne préjugent pas des performances futures.

Dernière remarque : les marges ont plus d'importance qu'avant

En ce début d'année, nos équipes ont analysé en profondeur la résistance du modèle du cloud¹¹. Je considère que nous sommes au tout début d'une période où les entreprises du cloud démontreront toute l'ampleur de l'efficacité opérationnelle de ce modèle. Au cours des derniers mois, nous avons abondamment parlé du fait que la croissance à tout prix n'était plus récompensée et du fait que la rentabilité était à nouveau en vogue¹². Les entreprises du cloud mettent la barre plus haut en matière de réussite et d'efficacité. Nous pouvons observer de manière très palpable ce changement, à savoir des multiples basés sur des indicateurs de résultats plutôt que des multiples moteurs du chiffre d'affaires.

Ce changement fondamental entraînera des perturbations et nécessitera beaucoup d'introspection et d'auto-critique de la part des acteurs de l'écosystème, les opérateurs comme les investisseurs. Ce

processus pourrait s'avérer douloureux, surtout compte tenu de la déconnexion entre les marchés coté et non-cotés qui apparaît très clairement dans le graphique ci-dessus. Et à la suite du véritable carnage subi par le secteur du cloud la semaine dernière, nous comptabilisons seulement 20 entreprises de l'indice EMCLOUD aillant une capitalisation boursière supérieure à 10 milliards de dollars et seulement 2 aillant une capitalisation boursière supérieure à 100 milliards de dollars (les deux au-dessus de la Règle des 40 % et générant une marge des flux de trésorerie disponible significative)¹³. Voilà matière à réflexion.

This post and the information presented are intended for informational purposes only. The views expressed herein are the author's alone and do not constitute an offer to sell, or a recommendation to purchase, or a solicitation of an offer to buy, any security, nor a recommendation for any investment product or service. While certain information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, neither the author nor any of his employers or their affiliates have independently verified this information, and its accuracy and completeness cannot be guaranteed. Accordingly, no representation or warranty, express or implied, is made as to, and no reliance should be placed on, the fairness, accuracy, timeliness or completeness of this information. The author and all employers and their affiliated persons assume no liability for this information and no obligation to update the information or analysis contained herein in the future.

1 Source : Bloomberg.

2 Source : S&P Capital IQ.

3 Source : Conférence de presse du Président de la Fed M. Powell, 2 novembre 2022.

4 Source : @altcap on Twitter, posté le 22 mai 2022.

5 Source : <https://nextbigteng.substack.com/p/rule-of-40-valuation-premium-the#%C2%A7i-quick-re-fresher-on-efficiency-score-components>

6 Source : <https://nextbigteng.substack.com/p/2q22-cloud-earnings-recap>

7 Source : <https://www.saastr.com/datadog-zoominfo-aws-epic-growth-but-some-real-head-winds-for-the-first-time/>

8 Source : <https://www.youtube.com/watch?v=Ma6XineLufc&t=938s>

9 Source : <https://cloudindex.bvp.com/>

10 Source : <https://www.cnbc.com/2022/11/02/fed-rate-hikes-could-go-even-further-than-expected-as-powell-commits-to-stomp-out-inflation.html>

11 Source : <https://www.bvp.com/atlas/state-of-the-cloud-2022>

12 Source : <https://nextbigteng.substack.com/p/rule-of-40-valuation-premium-the>

13 Source : Bloomberg, novembre 2022

Blogs associés

+ L'informatique dans le cloud continue d'afficher une croissance soutenue en 2022

Important Risks Related to this Article

Informations importantes

Communications commerciales publiées dans l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree Ireland Limited, une société autorisée et réglementée par la Central Bank of Ireland.

Communications commerciales émises dans des juridictions en dehors de l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree UK Limited, une société autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.

WisdomTree Ireland Limited et WisdomTree UK Limited sont toutes les deux désignées comme « WisdomTree » (le cas échéant). Notre Politique sur les conflits d'intérêts et notre Inventaire sont disponibles sur demande.

Réservé aux clients professionnels uniquement. Les informations figurant dans ce document sont fournies à titre informatif et ne constituent pas une ore de vente, ou une sollicitation d'ore d'achat de titres ou d'actions. Ce document ne doit pas être utilisé comme fondement d'une décision d'investissement. La valeur des investissements peut fluctuer et vous êtes susceptible de perte tout ou partie du montant investi. La performance passée ne constitue pas nécessairement une indication des performances futures. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations figurant dans le prospectus approprié et sur des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques.

L'application des réglementations et lois fiscales peut souvent conduire à des interprétations diérentes. Tous les points de vue ou opinions exprimés dans cette communication représentent les points de vue de WisdomTree et ne doivent pas être interprétés comme des conseils réglementaires, fiscaux ou juridiques. WisdomTree ne donne aucune garantie ou représentation quant à l'exactitude des vues ou opinions exprimées dans cette communication. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations contenues dans le prospectus approprié et après avoir sollicité des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques. Ce document n'est pas et ne doit en aucun cas être interprété comme une publicité ou une ore publique d'actions ou de titres aux États-Unis ou dans toute province ou tout territoire des États-Unis. L'introduction, la transmission et la distribution (directes ou indirectes) de l'original ou d'une copie de ce document sont interdites aux États-Unis.

Bien que WisdomTree s'efforce d'assurer l'exactitude du contenu de ce document, WisdomTree ne peut en garantir l'exactitude. Les fournisseurs de données tiers sollicités pour obtenir les informations contenues dans le présent document ne donnent aucune garantie ou représentation de quelque sorte en rapport avec ces données. Lorsque WisdomTree exprime ses propres opinions concernant le produit ou l'activité du marché, ces opinions sont susceptibles de changer. WisdomTree, ses alliés et leurs dirigeants, directeurs, partenaires ou employés respectifs déclinent toute responsabilité pour toute perte directe ou indirecte découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu.