

Hervé Malaussena, founding partner, Move Capital

Valorisation dans la tech BtoB, l'heure est au discernement

29/09/2022 – L'AGEFI Hebdo



Hervé Malaussena, founding partner, Move Capital

Avec quelques mois de retard sur les Etats-Unis, l'Europe a été touchée de plein fouet par un phénomène désormais planétaire : les investisseurs rechignent de plus en plus à surpayer leur exposition aux valeurs technologiques. Après les marchés de capitaux, le segment late stage du capital-risque (growth capital) est désormais affecté, comme l'illustre la dévalorisation de 85 % du spécialiste suédois du paiement fractionné Klarna entre ses deux dernières levées de fonds. A priori, rien d'étonnant à ce retournement. Les nombreuses incertitudes qui planent sur l'économie mondiale ont entraîné une réévaluation des projections et des primes de risque, tandis que la hausse des taux d'intérêt affecte en retour l'actualisation des cash-flows attendus par les acteurs du secteur. Loin de certains excès d'un passé récent, les grilles d'analyse convergent donc à nouveau vers les fondamentaux de ces sociétés, accélérant un assainissement salutaire des valorisations.

Du point de vue des flux, la conséquence est que les très gros fonds se focalisent désormais sur les sociétés de leurs portefeuilles au détriment du deal flow, en dépit de munitions toujours importantes. C'est particulièrement le cas des acteurs américains, qui représentent près de 80 % des investissements sur le segment growth de la tech européenne et dont la dégradation des performances accélère l'attentisme en matière de nouveaux investissements. Elle n'est de ce point de vue pas sans rappeler le dégonflement d'anciennes bulles, comme celle des valeurs internet, puis télécoms par le passé. Même causes, même effets ?

Le retournement actuel est en réalité singulier à plusieurs égards. Alors que les épisodes précédents découlaient principalement d'une surestimation de la demande, les tensions sur l'offre sont aujourd'hui largement en cause. Pour le reste, la toile de fond n'a jamais été aussi porteuse. Prenons l'exemple de la tech BtoB. La crise du Covid-19 a accéléré la prise de conscience de la nécessité de digitaliser en profondeur les organisations. Cette fin du déni et du « tech washing » s'accompagne par ailleurs d'une multiplication des ruptures (sobriété énergétique, mobilité...), dont la réponse pour les entreprises repose largement sur des solutions technologiques. Pas étonnant, dans ces conditions, que les entreprises soient 90 % à afficher leur volonté d'accélérer leur digitali-

sation depuis le Covid. A cet appel d'air s'ajoute enfin un soutien inédit des pouvoirs publics, soucieux de créer des champions locaux pour sauvegarder la souveraineté numérique européenne, faisant de l'argent public un des principaux moteurs pour les scale-up du secteur.

Voilà pour le tableau général. Reste que la dégradation du contexte global appelle à une lecture plus fine des fondamentaux du secteur de la tech BtoB. Or celui-ci est plus que jamais fractionné et reflète des dynamiques fortement hétérogènes, voire divergentes. D'un côté, certains modèles se banalisent. C'est le cas par exemple des éditeurs de solutions Software-as-a-Service (SaaS), voire des plateformes de cloud computing elles-mêmes, comme le montre le ralentissement des activités concernées de Microsoft, Amazon et Google au deuxième trimestre 2022. Cette corrélation croissante à un contexte économique de plus en plus tendu, voire récessif, montre que des pans entiers de la tech BtoB sont en voie de « commoditisation », ce qui explique aussi partiellement le repli des valorisations. Résultat : la consolidation devient peu à peu le principal levier de création de valeur pour de nombreux acteurs, au moins autant que l'innovation.

Certains secteurs en forte croissance reposent par ailleurs sur des dynamiques internes encore largement décorréliées de tout contexte conjoncturel. Citons entre autres la robotique, le web3, la cybersécurité ou encore le NewSpace. Aux prémices de leur déploiement de masse, ces secteurs sont aujourd'hui à un stade de maturité qui démultiplie d'autant leur potentiel de création de valeur sur le long terme. Les acheteurs stratégiques y restent très actifs, la moindre concurrence des fonds représentant pour eux une opportunité bienvenue pour accélérer leurs achats. D'où une vigueur intacte des multiples dans le cadre de ventes stratégiques dans ces secteurs les plus recherchés. Pour toutes ces raisons, le récent repli des valorisations dans la tech BtoB est loin d'entamer l'intérêt de ce secteur, bien au contraire. Il milite en revanche pour une adaptation des grilles d'analyse pour appréhender les spécificités de chaque modèle et chaîne de valeur.

CHUTE DES VALORISATIONS

Valeur totale d'entreprise (VET)/revenus des 12 derniers mois (TEV / LTM total revenue)

