

Q1 2022





Avant-propos



Axelle Ricour-Dumas

Directrice stratégie corporate
chez Fabernovel

Fabernovel est heureux de publier cette nouvelle édition des “GAFAnomics Quarterly”, notre publication qui vous permet d’avoir accès chaque trimestre à une analyse transverse des publications financières, et des annonces stratégiques des géants de la Tech.

Dans un contexte géopolitique et économique qui s’est encore tendu, les valeurs technologiques continuent leur chute en bourse. Avec une baisse de 14% de l’indice Fabernovel (vs le S&P 500 en baisse de 5%), les valeurs technologiques accentuent leur recul par rapport au trimestre précédent et sous-performent une nouvelle fois, en perdant en valeur l’équivalent de la capitalisation boursière d’Amazon.

Pénalisée par un manque de visibilité, la confiance des investisseurs s’est encore érodée et ce dans tous les secteurs, à l’exception de l’énergie et des services publics, avec un décrochage plus marqué des valeurs technologiques. Le contexte de remontée des taux challenge leur potentiel de croissance et remet en cause des niveaux de valorisation très (trop) élevées.

Sur ce trimestre, le ratio VE/EBITDA de l’indice est passé de 24.1x à 18.2x et le ratio VE/CA de 5.9x à 4.5x. On retrouve des valeurs semblables à celles notées dans la période pré-Covid.

La publication de chiffres mitigés sur ce trimestre notamment en termes de profits de la part des géants de la tech comme Amazon ou Meta laisse penser que certains de ces modèles atteignent leurs limites. Meta s’éloigne encore un peu du quatuor de tête (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon) de notre indice. Un déclassement que l’on voyait poindre depuis un certain temps.

Dans le contexte actuel, “Cash is king” et les entreprises doivent se recentrer sur une stratégie d’efficacité opérationnelle et non plus de croissance à tout prix. Compte tenu de la baisse actuelle des multiples qui pourrait se poursuivre avec la fin de “l’argent gratuit”, la capacité de génération de profits et de réinvestissement dans son modèle seront clé pour les valorisations. Et ce d’autant plus qu’on entre sans doute dans une phase de concentration entre acteurs innovants. Les scale-ups qui devaient être introduites en bourse se retrouvant à devoir faire de nouvelles levées, souvent à des valeurs décotées (cf Klarna) et dans un marché privé qui tend à se rééquilibrer en faveur des investisseurs.



Qu'est-ce GAFAnomics Quarterly ?

Un rapport disponible chaque trimestre après les publications des résultats financiers trimestriels des plus grandes entreprises technologiques mondiales.

Réalisé par un collectif Fabernovel composés d'analystes financiers, experts en stratégie, technologie et designers, ce rapport aide les entreprises à comprendre les performances, les stratégies et les modèles des géants de la tech (plus de \$10bn de valeur boursière, avec une approche innovante) trimestre après trimestre.

Des analyses pour qui ?

Toute personne ayant un rôle managérial (CEO, CFO, CDO, Project manager...) ou qui est connecté avec les marchés financiers (investisseurs, analystes, IR, ...) ou simplement avide de curiosité sur l'évolution de la nouvelle économie et des modèles de valeur.

Quel objectif pour Fabernovel ?

Depuis 2006, Fabernovel réalise les études publiques GAFAnomics, dont la déclinaison GAFAnomics Quarterly fait partie, pour contribuer à la lisibilité et à l'accessibilité de la révolution numérique et des grandes transformations de l'économie. Elles sont l'opportunité pour tous d'approfondir des sujets d'innovation, de prendre de la hauteur sur le numérique et de développer des cadres d'analyse sur les recettes à succès des GAFA, licornes et géants chinois. Ces études permettent de comprendre toutes les dynamiques compétitives de cette nouvelle économie, ses facteurs de performance et sa stratégie de développement.

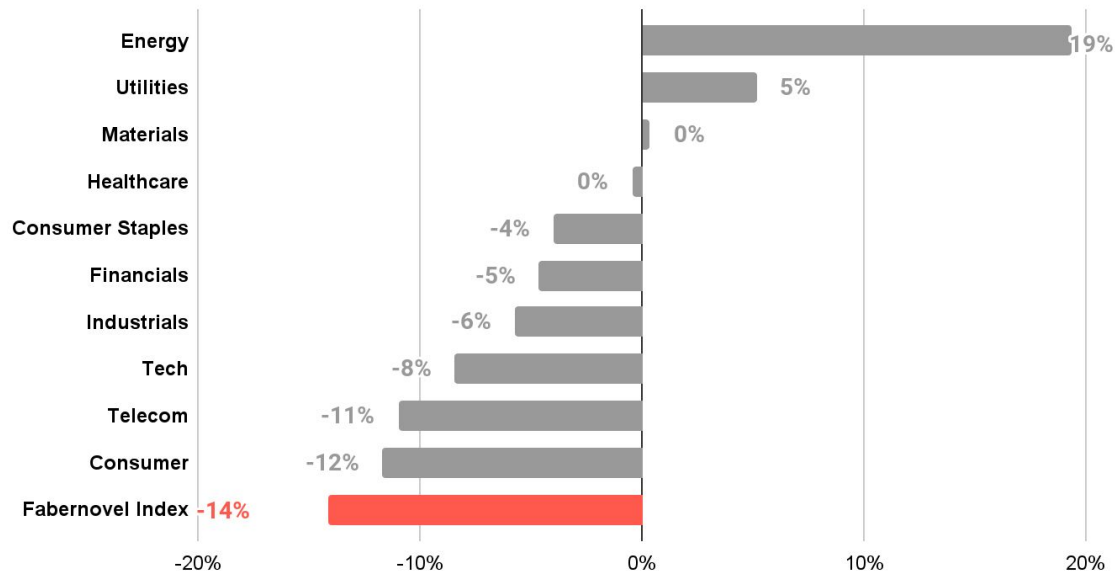


- **Le décryptage trimestriel**



Un recul global d'une grande partie des secteurs

Performances boursières du trimestre de tous les secteurs*



Comment expliquer ces performances ?

- ① Le retour de la consommation et des déplacements après covid dans le contexte géopolitique et inflationniste actuel a favorisé principalement la revalorisation du secteur de l'énergie sur ce trimestre.
- ② Le manque de visibilité des investisseurs sur les marchés et la baisse du pouvoir d'achat impacte les performances opérationnelles mais aussi boursières d'une grande partie des secteurs qui sont en recul ce trimestre. Le secteur technologique, qui avait profité de la période Covid est un des secteurs qui a le plus souffert ce trimestre.

*Source : S&P 1200 Global, entre le 01/03/2022 et le 01/06/2022





Notre approche de la valorisation des géants de la tech

Pour évaluer la performance boursière des entreprises, nous nous basons sur l'évolution de sa valorisation en bourse.

La valorisation d'une entreprise durant un trimestre et après la publication de ses résultats financiers est impactée par deux facteurs distincts :

- ① L'évolution **de ses revenus ou des attentes de résultats** ;
- ② L'**expansion de ses multiples**.

L'équation ci-dessous utilise les **revenus** comme base de la valorisation et détaille la signification de chaque élément.

Valorisation

La valorisation représente la valeur totale des actifs de l'entreprise, ou la somme de sa capitalisation boursière et de sa dette nette.



CA

Les estimations de revenus sont anticipées par les analystes financiers conformément au marché et aux perspectives de croissance.

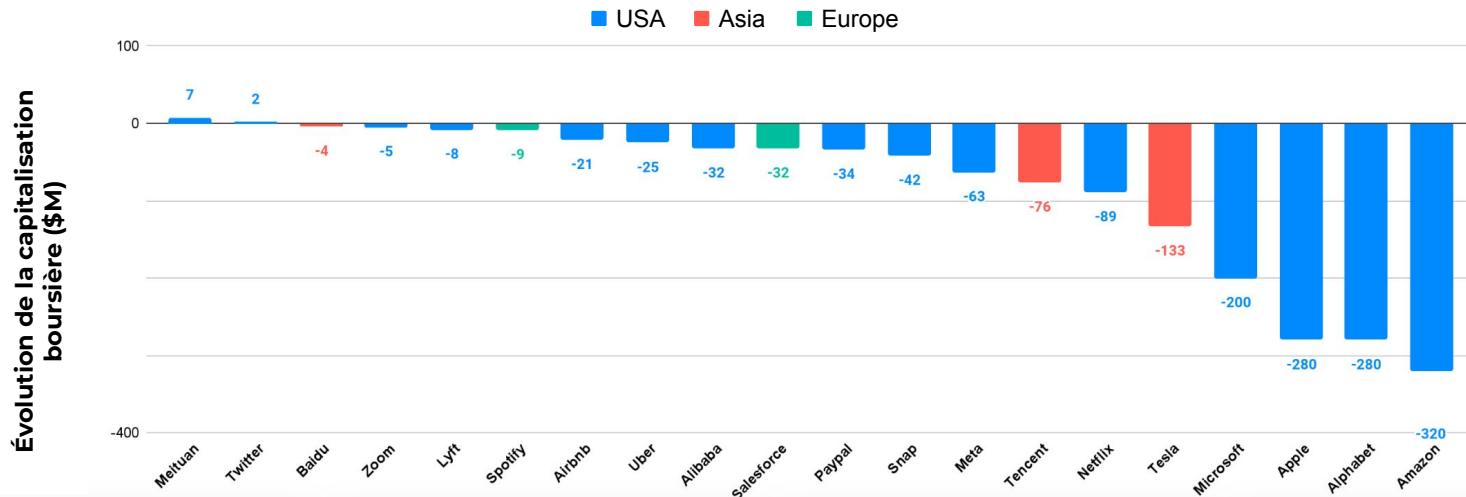


VE/CA

Le multiple VE/ CA reflète le niveau de confiance que les investisseurs ont concernant la capacité d'une entreprise à créer de la valeur future.



L'ouragan frappe les valeurs technologiques et emporte l'équivalent d'un Amazon en bourse



FABERNOVEL

Tech Giants

-\$1.600M

Évolution de la valeur Boursière

-14%

Évolution moyenne du prix des actions

Tech Giants Asiatiques

-\$105M

Évolution de la valeur boursière

-11%

Évolution moyenne du prix des actions

Tech Giants Américains

-\$1.500M

Évolution de la valeur boursière

-14%

Évolution moyenne du prix des actions

GAFA

-\$943M

Évolution de la valeur boursière

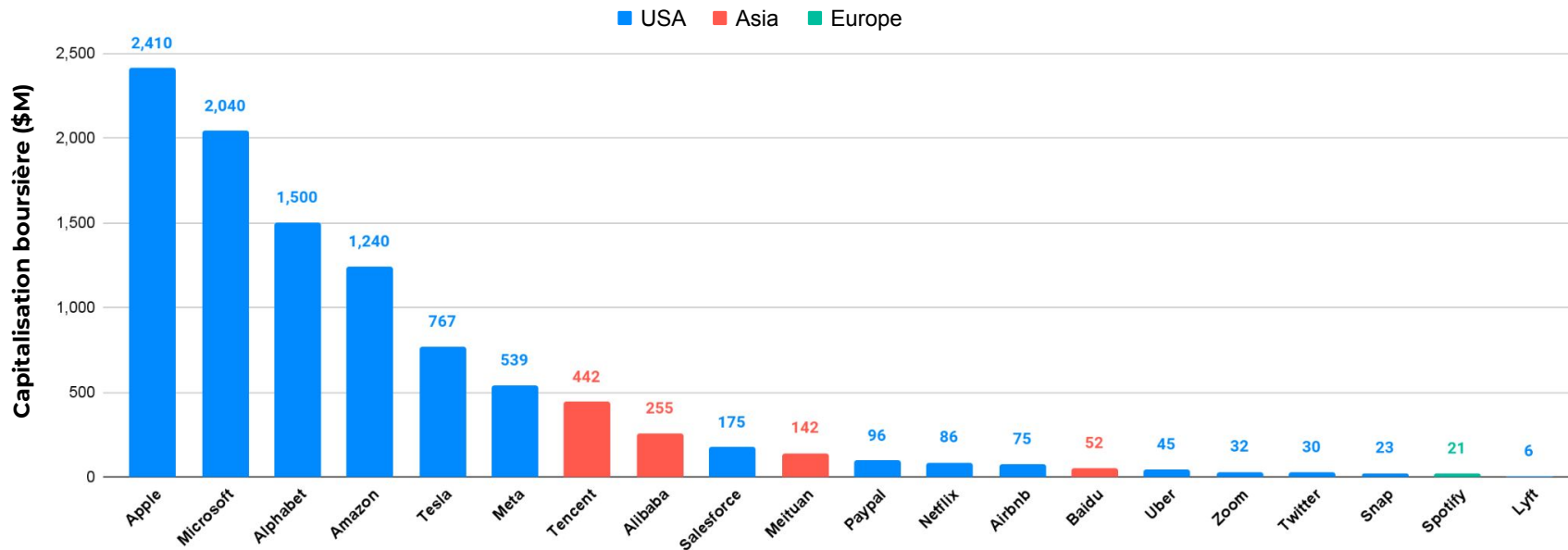
-14%

Évolution moyenne du prix des actions



Un nouveau club des quatre s'impose dans l'indice Fabernovel ?

FABERNOVEL



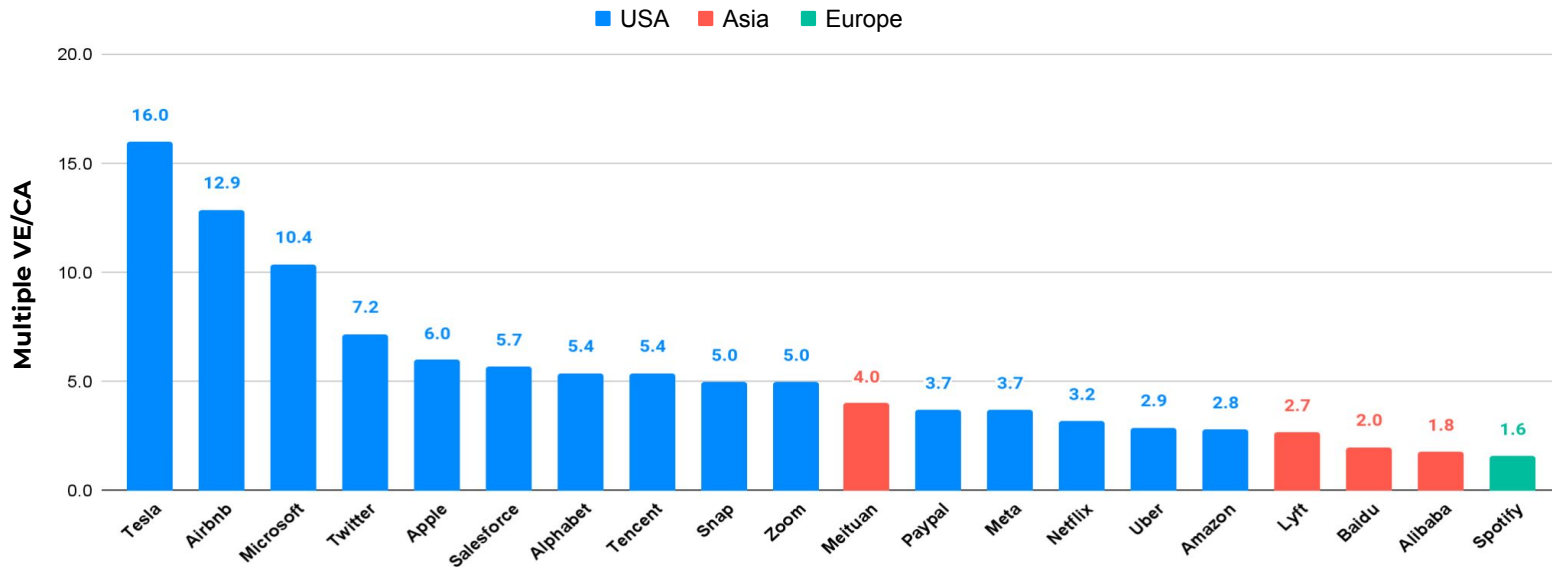
VE/EBITDA 2022e

18.2x (vs 24.1x T4 2021)

Mediane de l'indice Fabernovel



Baisse globale des valorisations dans un contexte de visibilité très limitée des investisseurs



VE/CA 2022e

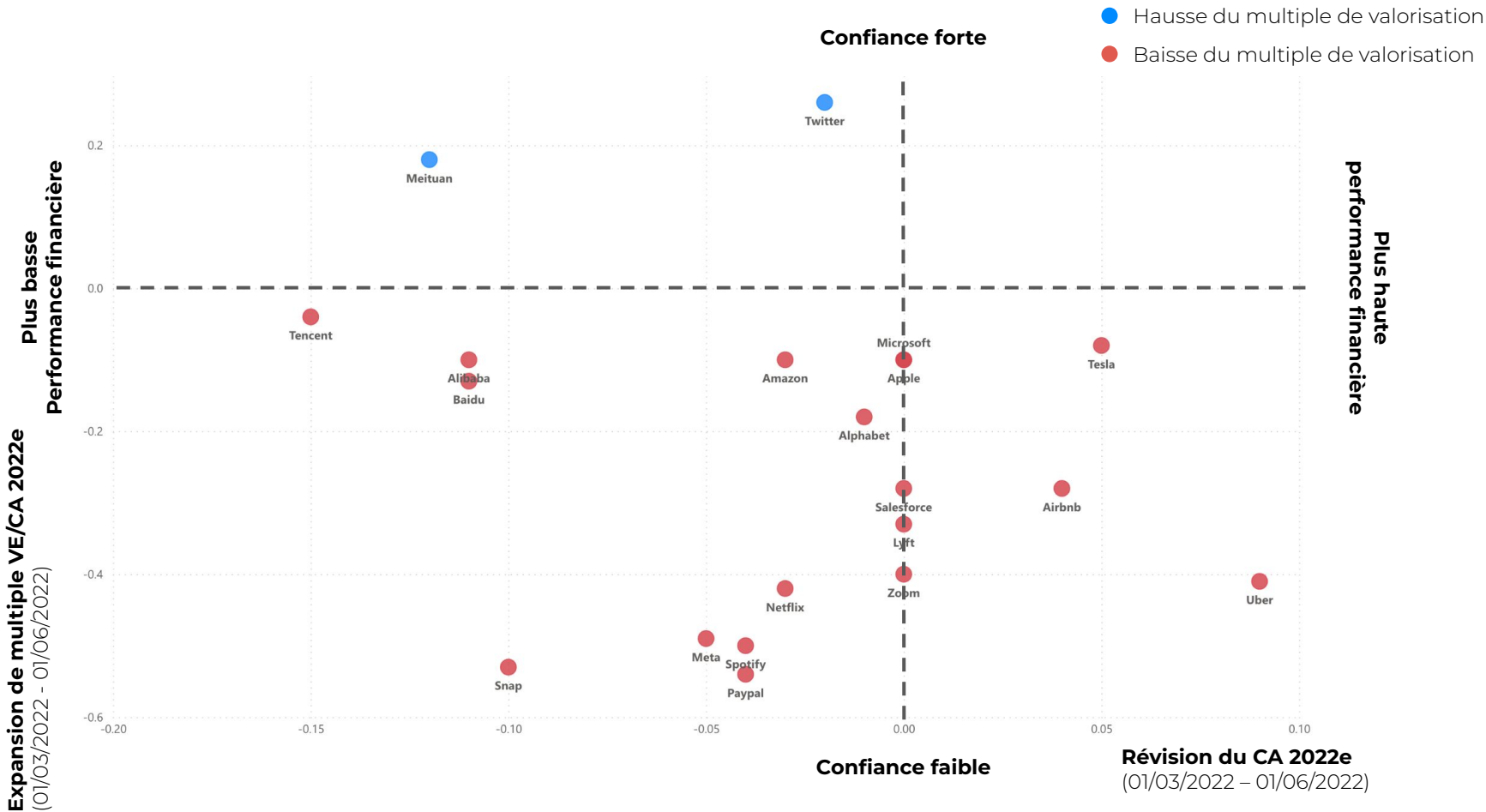
4.5x (vs 5.9x T4 2021)

Mediane d'Indice Fabernovel



La confiance des investisseurs en berne sur les valeurs tech

FABERNOVEL





Une performance boursière décorrélée des performances financières

Uber



Plus de revenus \neq plus de multiple

Malgré une révision à la hausse de son revenu (environ 9%) par les analystes sur l'année 2022, Uber a subi une contraction de son multiple en bourse.

C'est l'annonce des mauvais résultats de son concurrent Lyft au T1 2022 et la perte de confiance des investisseurs, qui naviguent à vue dans un grand nombre de secteurs, qui sont notamment responsables de cette chute brutale en bourse. Uber a cependant inscrit de bonnes performances financières lors du premier trimestre de l'année (+141% en croissance de CA par rapport au premier trimestre 2021), grâce notamment à la diversification de ses verticales de création de valeur (fret, livraison...), ce qui n'a pas empêché le multiple de reculer de plus de 40% en 3 mois.

Les montagnes russes

Malgré un recul de sa capitalisation boursière à la fin du trimestre, Twitter clôture ce T1 2022 avec une hausse de multiple VE/CA de plus de 25%.

C'est principalement l'aspect spéculatif, avec le rachat potentiel par Elon Musk, qui a permis le maintien de ratios de valorisation élevés, alors que les performances opérationnelles de Twitter ont conduit les analystes à réviser en légère baisse les attentes de chiffre d'affaires pour l'année 2022.





Les faits marquants des géants tech.



Alors qu'il a exprimé son souhait d'acquérir **Twitter** pour un montant de 44 milliards de dollars, Elon Musk a décidé de suspendre le rachat. Cette nouvelle a provoqué la panique à Wall Street, le prix des actions Twitter a chuté de 9,7% le matin même. Ce mouvement de retour en arrière de la part de Musk a été vu par une grande partie des analystes comme une stratégie lui permettant de renégocier le prix d'achat initial à la baisse.



En avril, **Google** a ouvert son premier centre dédié à la recherche et développement sur le continent africain à Nairobi. C'est le 2^e investissement le plus important de la firme sur ce continent. Aujourd'hui seulement 300 millions sur les 1,3 milliards de personnes ont accès à internet par satellite en Afrique. Ce centre de R&D servira à bâtir de nouvelles infrastructures afin de faciliter l'accès à internet pour le continent et le monde entier. Cette ouverture confirme l'ambition du géant de Mountain View de vouloir conquérir le marché africain avec son plan d'investissement d'un milliard de dollars révélé en fin d'année 2021.



Apple souhaite mettre en place une nouvelle offre sur le modèle de l'abonnement pour leurs iPhones. C'est un modèle bien connu dans le monde des télécom qui profitait jusqu'alors plutôt aux opérateurs qu'aux constructeurs. Au travers de cette stratégie, le géant à la pomme compte faciliter le renouvellement de ses iPhones et conquérir les utilisateurs d'android.



Snap a annoncé le 24 mars 2022 l'acquisition de la startup française NextMind spécialisée dans l'interface entre le cerveau et l'ordinateur. La firme espère que cette association lui permettra d'intégrer la technologie développée par les chercheurs de la startup à ses lunettes de réalité augmentée, les "spectacles", jusque-là considérées comme un échec commercial. Snap compte bien s'appuyer sur ses récentes acquisitions (Vertebrae, WaveOptics, Fit Analytics, Screenshop...) pour s'imposer dans le monde de la réalité augmentée.



Le géant chinois pourrait écopier d'une lourde amende imposée par la banque populaire de Chine pour non-respect des règles d'anti blanchiment. En effet, **Tencent** est accusé de faire preuve de laxisme à l'égard de l'identité de ses utilisateurs et de couvrir des transactions illégales liées à des jeux d'argent sur son application Wechat Pay. Cette nouvelle potentielle sanction du régulateur chinois a mené l'action à perdre 10% le jour de son annonce.



Les citations qu'il faut retenir ce trimestre.



"Je reconnais que c'est coûteux de construire ceci. C'est quelque chose qui n'a jamais été construit auparavant... Cela jette les bases de ce que j'espère être une année 2030 très excitante", expliquait Mark Zuckerberg en parlant de son futur métavers à l'occasion de la publication des chiffres du T1 2022. Pour la première fois de son histoire ce trimestre, **Meta** enregistre son plus faible taux de croissance de CA YoY. Le CEO souhaite embarquer les investisseurs dans sa vision de l'avenir, pour lequel il dépense des milliards en recherche et développement. Une vision qui ne semble pas partagée par les investisseurs et par son bras droit Sheryl, qui vient de quitter le navire.



"La raison pour laquelle nous n'utilisons pas ce mot est qu'il est assez ambigu et hypothétique. Il suffit de demander à une salle de personnes comment le définir, et la définition de chacun sera totalement différente". Alors que le métavers semble attirer de nombreuses entreprises tech, le PDG de **Snapchat** Evan Spiegel dit ne pas en être convaincu, et souhaite se recentrer sur la réalité augmentée. Technologie sur laquelle l'entreprise innove et investit depuis des années.



"Kuiper fournira l'internet haut débit abordable à des dizaines de millions de clients, dont des foyers individuels, des entreprises, des organismes gouvernementaux et des opérateurs mobiles, dans des régions pas, ou, mal desservies dans le monde", déclare Dave Limp, senior vice président d'Amazon Devices & Services après qu'**Amazon** ait associé Ariane, Blue Origin et United Launch Alliances pour installer ses 3236 satellites en orbite terrestre. Bezos entame une stratégie proche de celle lancée par Elon Musk en 2020 avec Starlink. Sommes-nous en train d'assister à un changement de distribution de l'internet, proposé directement dans l'offre d'Amazon Prime ?



"Tout comme nous concevons nos produits pour qu'ils soient intuitifs et performants, nous les concevons également pour qu'ils soient privés et sécurisés", prononçait Kurt Knight, directeur marketing chez **Apple** dans un récent communiqué de presse. En effet, la firme travaille en collaboration avec Microsoft, google, et FIDO pour que d'ici 2023, les mots de passe classiques disparaissent au profit des techniques biométriques déjà existantes (empreintes digitales, reconnaissance faciales). Cela permettra notamment d'implanter encore plus fortement le service d'identité numérique de ces géants de la tech.



"Il y a beaucoup de petites sociétés qui peuvent nous permettre d'accroître notre vivier de talents et d'enrichir notre technologie pour accélérer notre développement. Les acquisitions seront une part importante de notre stratégie pour cet exercice", a indiqué Kelly Steckelberg, la directrice financière de **Zoom**. La stratégie des géants de la tech semble de plus en plus se tourner vers une consolidation, pour renforcer leurs services. Zoom avec son produit unique se doit donc de bien s'entourer pour pouvoir être un concurrent viable à Alphabet ou Microsoft.



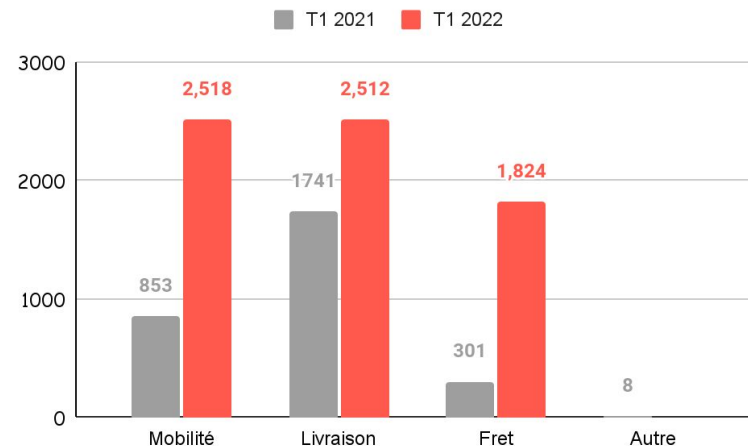
Notre TOP Uber, vers un mouvement global d'agrégation de services



FABERNOVEL

Performance T1 2022	VS. Estimations des analystes	Evolution YoY
CA \$6.85M	CA \$6.09M	CA +141%
EPS \$-3.04	EPS \$-0.28	EPS -98%

Évolution du revenu d'Uber par verticale (en million)





Notre TOP Uber, vers un mouvement global d'agrégation de services



Décryptage du trimestre

① Un marché qui reprend lentement

Avec le retour des activités et du travail en physique, Uber a vu son marché historique repartir à la hausse de 35% YoY (+58% YoY en réservation de mobilité douce) après avoir connu des moments difficiles lors de la période Covid. Uber a signé au T1 2022 l'un des meilleurs trimestres de son histoire en battant les prévisions des analystes avec un revenu en hausse de +136% par rapport à l'année précédente.

Uber a su construire son revenu autour de différentes verticales (fret, mobilité, livraison...) tout en consolidant ses actifs technologiques ce qui lui a permis de continuer à se développer lors de la période Covid, et ce qui lui permet de s'imposer aujourd'hui face à des concurrents mono business-model comme Lyft.

② Bien plus qu'un service de taxi

Les géants de la Tech comme Microsoft, Google ou même Apple ont démontré que leur force venait aussi de ce mouvement d'agrégation, et de la complémentarité de leurs services. Uber s'inscrit dans cette stratégie et pousse de plus en plus sa vision plateforme ; en effet, l'entreprise propose désormais bien plus que son service historique consistant à connecter ses clients à ses chauffeurs.

Si le revenu de Uber est en forte hausse ce trimestre, c'est notamment grâce aux activités de fret ayant quintuplé en seulement un an et représentant désormais près de 27% du revenu d'Uber, quand la mobilité compte pour 37% et la livraison pour 36%. Si Uber arrive à craquer cette nouvelle verticale B2B (fret), il s'ouvre les portes d'un marché mondial de plus de 3 500 milliards (vs + 450 milliards pour le marché du transport de personnes).



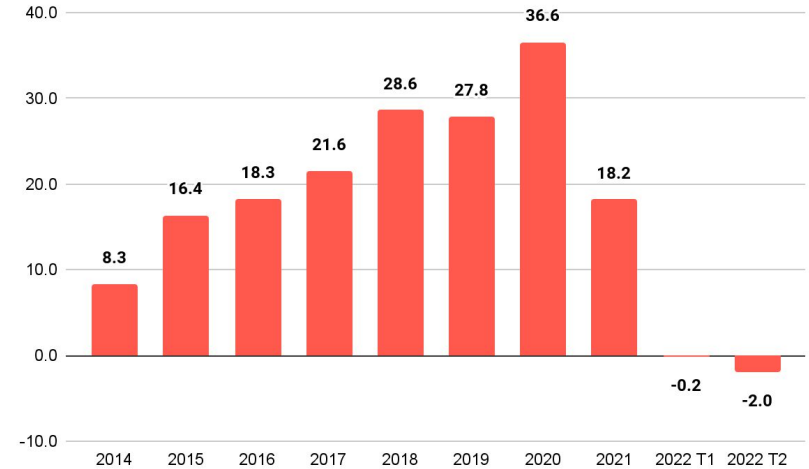
Notre FLOP Netflix, innover ou sombrer ?



FABERNOVEL

Performance T1 2022	VS. Estimations des analystes	Evolution YoY
CA \$7.87M	CA \$8.6M	CA +9.8%
EPS \$3.53	EPS \$2.92	EPS -5.8%

Évolution des abonnements payants (en million)





Décryptage du trimestre

① Un modèle qui a oublié d'innover

Netflix comme beaucoup de ses homologues (Disney+, Spotify...) a basé son modèle sur une croissance constante du nombre d'abonnés, et a réussi à le faire perdurer sur ces 10 dernières années. Cependant, Netflix se confronte ce trimestre et pour la première fois de son histoire à une perte nette de près de 200 000 abonnements payants, et prévoit une perte nette de 2 millions de clients lors du prochain trimestre.

Même si le fait d'avoir fermé début mars son service en Russie a affecté le géant de la Tech, le problème reste plus complexe que cela. En effet, le contexte économique actuel, la montée de ses concurrents, le fait que Netflix n'a plus innové depuis longtemps et qu'il arrive à un optimum du nombre d'abonnements amène la société à devoir repenser son modèle.

② La réaction de Netflix

Après ce premier trimestre 2022 compliqué, Netflix décide de réagir en s'attaquant à son modèle de rémunération pour redonner du souffle à sa croissance à court-terme. En effet, les dirigeants de Netflix ont annoncé qu'ils allaient très certainement introduire un nouveau format d'abonnement moins cher avec de la publicité pour rendre son service plus accessible et aller chercher de nouveaux clients. Netflix est également en expérimentation de l'ajout d'une option payante au Chili, Pérou et Costa Rica pour permettre aux clients de partager leur compte en dehors de leur foyer et respecter ainsi les CGV.

Mais ces changements ne sont que court-termistes et il faudra mettre en place une vision plus long-terme pour continuer à s'imposer. Pour innover de manière structurelle, Netflix pourrait s'inspirer de la stratégie d'autres GAFAs comme Microsoft et Amazon en se diversifiant autour de nouveaux services (Netflix games, musique...) ou en se recentrant sur la création d'un vrai contenu éditorial à l'instar de Disney+.



Notre SURPRISE Amazon, un modèle intégré trop exposé ?

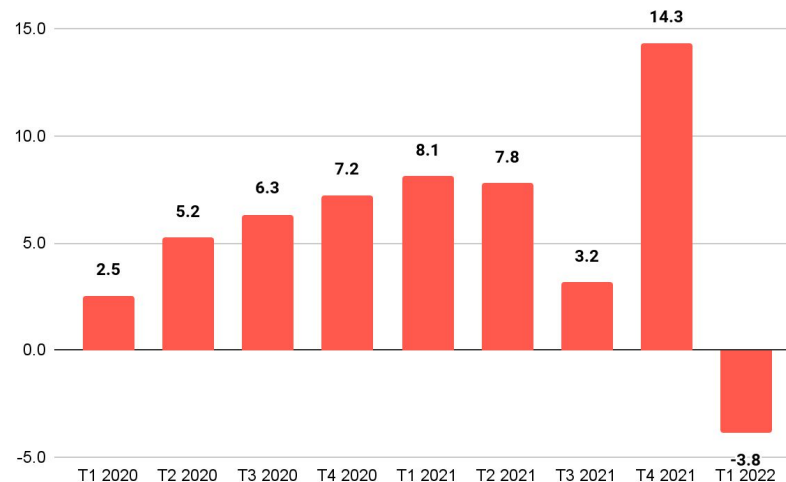


FABERNOVEL

Performance T1 2022	VS. Estimations des analystes	Evolution YoY
CA \$116.4M	CA \$117.1M	CA +7.30%
EPS \$-7.56	EPS \$8.50	EPS -148%

Evolution du revenu net d'Amazon

(en milliards de dollars entre le T1 2020 et le T1 2022)





Décryptage du trimestre

① Le modèle d'intégration verticale d'Amazon

Amazon a construit sa force sur sa stratégie horizontale en développant la profondeur de son offre, répondant à de plus en plus de besoins clients au sein du même environnement.

Si Amazon s'est développé de manière horizontale, il a aussi opéré une stratégie verticale en intégrant petit à petit l'ensemble de la chaîne de valeur environnant son écosystème (logistique, infrastructure...) pour pouvoir s'emparer des marges et maîtriser la qualité à chaque niveau.

Cependant, ce modèle intégré lui impose également d'assumer les impacts négatifs (inflation, augmentation du prix de l'énergie, baisse du pouvoir d'achat...) qui pourraient survenir à tous les niveaux de la chaîne. Ce qui entraîne Amazon à devoir mieux maîtriser ses coûts et notamment louer aujourd'hui ses entrepôts vides à des tiers.

② L'impact de l'inflation

Ce modèle à la fois global et *direct-to-consumer* d'Amazon a démontré des faiblesses durant ce dernier trimestre. En effet, avec le retour des achats en magasin, les problèmes de supply-chain et l'inflation, Amazon a signé son premier trimestre depuis 2015 avec une perte de 3.8 milliards de dollars.

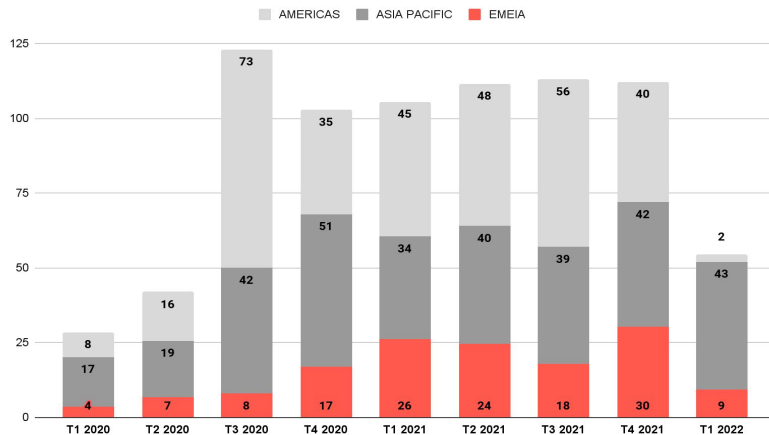
La pression de l'inflation a imputé environ 2 milliards de dollars de dépenses supplémentaires pour Amazon.

Le management d'Amazon a annoncé qu'ils travaillaient à améliorer la gestion de leurs coûts et cela devrait passer notamment par un effort des clients qui ont déjà vu la souscription au service Prime augmenter en février. Amazon a également commencé à impacter ses marchands en augmentant ses frais, pour la première fois de son histoire, de +5% pour couvrir l'inflation et le prix de l'essence notamment.

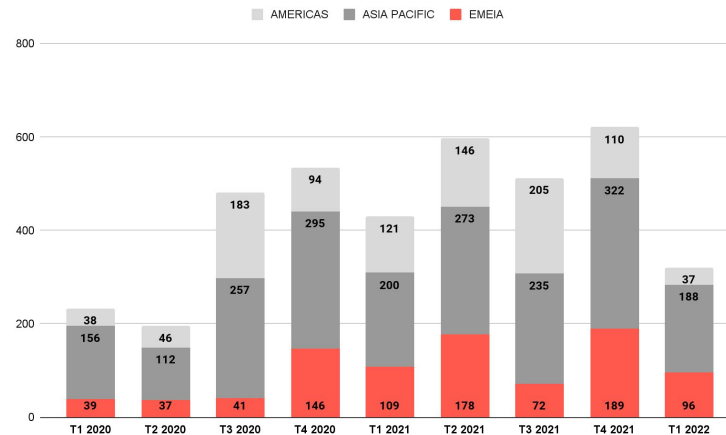


FOCUS Un moment compliqué pour faire son entrée en bourse

Evolution de la valeur des IPOs (\$M) Entre le T1 2020 et le T1 2022.



Evolution du volume d'IPOs Entre le T1 2020 et le T1 2022.



Après une **année record en 2021** avec **2 fois plus d'IPO** qu'en 2020, l'année 2022 commence sur une moins bonne note.

En effet, la **chute des cours de bourse** au niveau mondial, et le **contexte économique très volatil** ont fortement impacté le volume et la valeur des IPO au T1 2022 qui **déviennent** respectivement de **46%** et **51%** par rapport au T1 2021.

On peut s'attendre à ce qu'une importante partie des **entreprises repoussent leurs IPOs** tant que la situation économique et géopolitique ne s'améliorera pas.

Certaines des IPOs les plus attendues de 2022 comme celle de la Fintech **Chime**, ou bien même de la nouvelle pépite de la Foodtech **Impossible Food** qui étaient prévues en début d'année ont été repoussées.

*Trimestres fiscaux 2020, 2021 et 2022



Capitalisation boursière

Valeur marchande totale en dollars des actions en circulation d'une société. Elle est calculée en multipliant le nombre total d'actions d'une société par le prix actuel du marché pour une action.

EBIT (Earnings before interest and taxes)

L'EBIT est une mesure du bénéfice d'une entreprise qui comprend tous les revenus et toutes les dépenses (opérationnelles et non opérationnelles), à l'exception des dépenses d'intérêt et des dépenses d'impôt sur le revenu.

EBITDA

Le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement est une mesure comptable calculée à partir des bénéfices d'une entreprise, avant que les frais d'intérêts, les impôts, la dépréciation et l'amortissement ne soient soustraits.

ARPU

Revenu moyen par utilisateur

EPS (Earnings Per Share)

Montant du revenu net divisé par le nombre total d'actions en circulation.

CAGR

Taux de croissance annuelle moyen.

Net income

Le revenu net correspond aux revenus moins les dépenses, les intérêts et les impôts. Il s'agit d'un indicateur de la rentabilité d'une entreprise.

IPO

Introduction en bourse.

MAU (Monthly Active User)

Utilisateur actif mensuel.

Median

La médiane est le chiffre du milieu dans une liste de nombres et peut parfois être un indicateur plus parlant que la moyenne.

EV (Enterprise value)

Équivalent de la capitalisation boursière de l'entreprise et de la dette nette combinées.

YoY (Year over year)

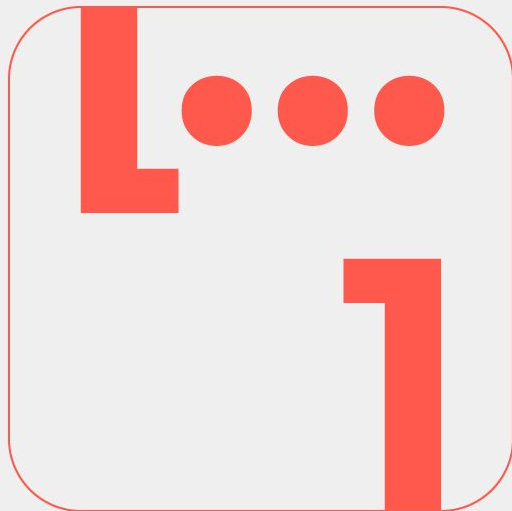
Comparaison financière fréquemment utilisée pour comparer deux ou plusieurs événements mesurables sur une base annuelle.

Fabernovel Index :

Il représente l'échantillon étudié dans cette étude : Apple, Alphabet, Alibaba, Amazon, Baidu, Facebook, Lyft, Microsoft, Meituan, Netflix, Tesla, Paypal, Salesforce, Snap, Spotify, Square, Twitter, Tencent, Uber, Zoom.



Merci



Contact

Business

Pierre Gonnet — Analyste

pierre.gonnet@fabernovel.com

Presse

Joachim Martin — Responsable RP

joachim.martin@fabernovel.com

