

FOCUS DIGITAL • 21 octobre 2019



« Worked out » WeWork



Denis Beaudoin
CEO

dbeaudoin@finaltis.com



Bruno Bernstein
Head of Fundamental Equity & Market Intelligence

bbernstein@finaltis.com



Hafid Lalouch
Fund Manager

hlalouch@finaltis.com

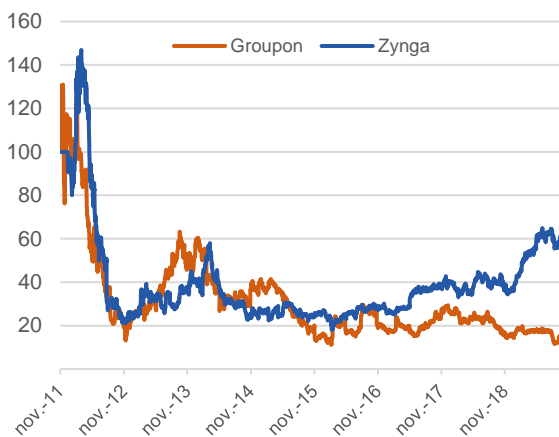
AVERTISSEMENT

Ce document ne constitue pas une proposition d'investissement. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement. Il ne présente donc aucune valeur contractuelle. Aucune des informations apparaissant dans le présent document ne saurait être considérée comme une offre de services ou de produits émanant de FINALTIS, ni comme une offre ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou de tout autre produit d'investissement.

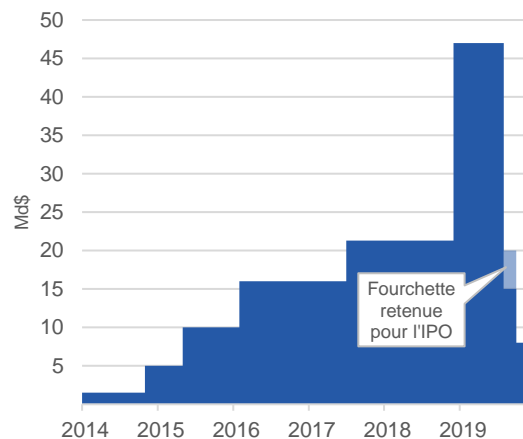
D'après Bloomberg, le groupe japonais Softbank compte reprendre le contrôle de la start-up controversée WeWork, dont elle détient environ un tiers du capital. La nouvelle vient peu après qu'Adam Neumann, le CEO qui a co-fondé la start-up en 2010, a été démis de ses fonctions alors qu'elle se préparait à une introduction en bourse (IPO). L'entreprise de *co-working*, qui propose des locations flexibles de bureaux au design épuré comprenant des services collectifs attractifs (lieux de détente, barista...) à des entreprises et entrepreneurs, fait l'objet de nombreuses critiques : des pertes vertigineuses, un bilan déséquilibré (47 Md\$ d'obligations contractuelles locatives à horizon 15 ans à comparer aux 4 Md\$ de revenus engagés), une gouvernance discutable, un reporting financier opaque aux métriques farfelues, l'emploi abusif d'un vocabulaire « tech » pour une entreprise qui n'est clairement pas digitale...

Ces critiques peuvent expliquer pourquoi Adam Neumann ne s'est pas opposé à son éviction, alors qu'il a déjà empoché 700 M\$ en cash ou en financements adossés à sa participation, un signe peu encourageant pour une société aussi jeune en situation pré-IPO. Les deux précédents records de montant empoché en « ventes d'initié » datent de 2011 : le fondateur de Zynga avait retiré 109 M\$ de ses ventes d'actions, et un co-fondateur de Groupon 319 M\$. Ces deux titres figurent parmi les pires performances post-IPO (cf. graphique 1). S'ajoute à ces signaux d'alerte l'IPO ratée le 26/09 de Peloton, une autre start-up à la valorisation énigmatique : la valorisation visée par Softbank pour WeWork a donc été fortement réduite (cf. graphique 2) avant l'annulation pure et simple de l'IPO. Softbank va ainsi peut-être devoir remettre la main à la poche alors qu'il fait face à une contre-performance boursière de Uber, son autre « decacorn »¹. Les dernières nouvelles évoquent un plan de « sauvetage » avec une valorisation de 8 Md\$.

Graphique 1 : Performances post-IPO
Sources : Finaltis, Bloomberg



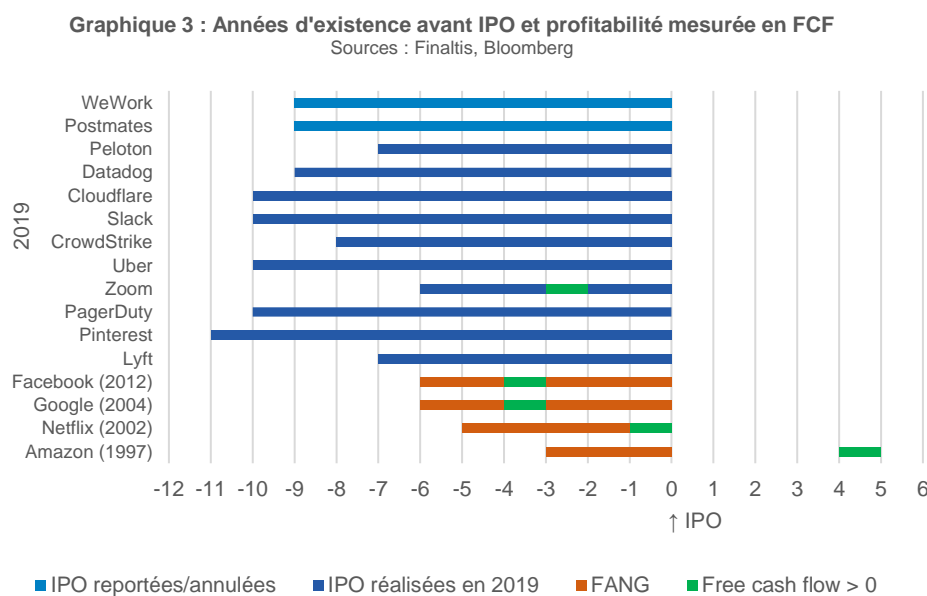
Graphique 2 : Valorisation de WeWork
Sources : Finaltis, Dow Jones VentureSource



¹ « Decacorn » = 10 x Licorne, ou start-up dont la valorisation dépasse les 10 Md\$.

Nous en tirons deux enseignements : (1) les IPO vont traverser une période de vache maigre et (2) le prix d'une IPO semble plus une affaire de micro-bulles que de valorisation.

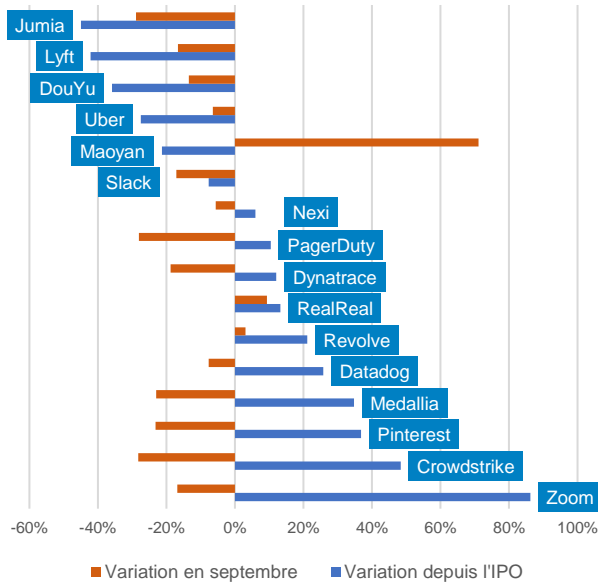
La principale caractéristique de la vague d'IPO de cette année est la maturité des sociétés introduites, ainsi que leurs perspectives de rentabilité très éloignées : bien financées, elles n'ont pas eu besoin de faire appel à l'épargne publique pour accélérer leur développement et ont bénéficié d'une certaine complaisance sur leur modèle financier, contrairement à leurs aînées (cf. graphique 3). Les investisseurs publics ont clairement montré moins d'intérêt, ce qui nous semble devoir se traduire par des IPO encore plus tardives car le monde du capital-investissement d'amorçage (*early stage private equity*) est toujours en effervescence et le recours au levier est facilité par l'actuel environnement de taux bas (comme dans le cas de WeWork).



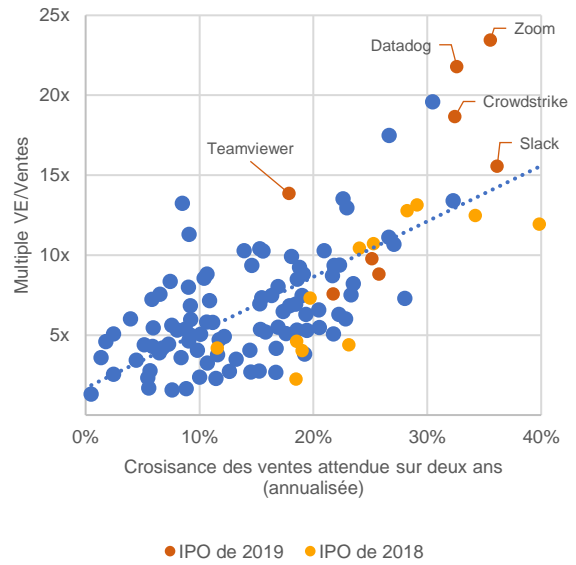
On notera que ces IPO tardives visent principalement à liquider les investissements de nombreux fonds de capital-risque réalisés sur des multiples déjà élevés, alors que le cycle haussier dure déjà depuis dix ans. Dès lors, ces IPO ne font plus nécessairement l'objet d'exercices de valorisation « rationnels » fondés sur des estimations de flux de trésorerie disponibles futurs (*free cash flows*). Elles reflètent les contraintes « d'exit » des fonds de capital-risque, qui vont tenter d'attiser l'appétit des investisseurs publics par une prime de nouveauté ou de rareté, voire d'unicité, pas nécessairement par des potentiels de croissance ou de profitabilité plus forts que leurs pairs déjà cotés. Cette prime explique les valorisations ambitieuses d'Uber et de WeWork, et l'écart entre les multiples des IPO de 2019 et des comparables déjà cotés : malgré la correction de septembre (cf. graphique 4), les multiples de valorisation des IPO – majoritairement dans le secteur des logiciels – restent élevés même retraités de

leur potentiel de croissance (cf. graphique 5) : l'assainissement des valorisations en cours ne nous semble donc pas terminé.

Graphique 4 : Performances des IPO de 2019
Sources : Finaltis, Bloomberg (données au 17/10/2019)



Graphique 5 : Multiples de valorisation
Sources : Finaltis, Bloomberg (données au 17/10/2019)



AVERTISSEMENT

Ce document ne constitue pas une proposition d'investissement. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement. Il ne présente donc aucune valeur contractuelle. Aucune des informations apparaissant dans le présent document ne saurait être considérée comme une offre de services ou de produits émanant de FINALTIS, ni comme une offre ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou de tout autre produit d'investissement.