



**THEMATICS**  
asset management

*Insights*

INSIGHTS  
LE MODELE ECONOMIQUE DE  
L'ABONNEMENT

Avril 2020

## LE POUVOIR RECURRENT DES ABONNEMENTS

Comme nous l'avons souligné dans notre précédent « Thematics Insights », nous pensons qu'il est judicieux d'approfondir un peu plus le modèle économique de l'abonnement et sa valeur réelle. Nous avons déjà identifié plusieurs raisons pour lesquelles les consommateurs et les entreprises s'abonnent de plus en plus à des produits et services. Mais il est évident que les fournisseurs sont également fortement incités à proposer des services d'abonnement à leurs clients.

Avant tout, nous savons que les abonnements sont le meilleur moyen de monétiser des services ou des produits qui seront utilisés régulièrement et fréquemment. Les abonnements permettent également aux fournisseurs de proposer plus souvent à leurs clients de nouvelles offres, de nouveaux contenus ou de nouvelles mises à jour. Il en résulte naturellement des liens plus étroits entre fournisseurs et acheteurs et une meilleure fidélisation de la clientèle.

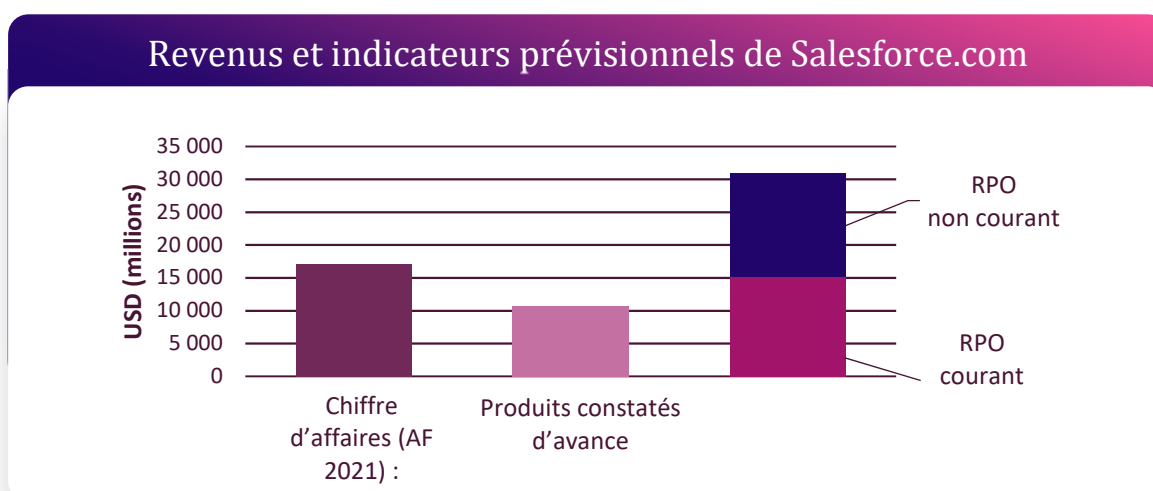
La deuxième raison est d'ordre financier. La vente d'abonnements est un modèle économique très intéressant. Un abonnement donne accès à un service ou à un produit pendant une certaine période, généralement par tranches mensuelles ou annuelles. Si vous souhaitez continuer à utiliser le service, vous devrez renouveler votre abonnement pour un mois ou une année supplémentaire. Et chaque renouvellement génère un revenu pour le fournisseur. Ce dernier bénéficie donc de revenus récurrents issus de l'ensemble des renouvellements d'abonnement. Le modèle permet de garder une visibilité importante sur les sources de revenus d'une entreprise, en particulier lorsque de nombreux clients renouvellent leur abonnement, ou, en d'autres termes, lorsque les taux de renouvellement sont élevés. Le fournisseur peut ainsi planifier ses dépenses (en particulier les dépenses de recherche et développement) en conséquence de façon plus sereine et développer des services ou des produits de meilleure qualité. Il s'agit d'un cercle vertueux dont bénéficient à la fois les clients et les fournisseurs.

À titre d'illustration, considérons d'abord ce que nous appelons l'économie de produit, un modèle dans lequel les entreprises vendent un produit à un prix convenu. Une transaction et on n'en parle plus. L'entreprise ne sait pas si le client renouvellera son achat ni quand il remplacera le produit, si tant est qu'il le fasse. Le fournisseur ne possède aucune visibilité et, chaque année, le même processus recommence puisqu'il doit vendre de nouveaux produits pour générer des revenus supplémentaires. L'entreprise ne bénéficie pas d'une source de revenus récurrente.

Penchons-nous maintenant sur le cas d'une entreprise qui a vendu pour 100 millions de dollars d'abonnements en 2019. Imaginons qu'en moyenne 75 % de ses clients renouvellent leur abonnement. D'après notre analyse, c'est en moyenne ce qu'une entreprise qui vend des services ou des produits aux consommateurs est en droit d'espérer. Il en résulte un chiffre d'affaires de 75 millions de dollars qui ira dans le compte de résultat de 2020, sans même avoir à prospecter de nouveaux clients. Imaginez l'avantage que représente une telle visibilité pour une entreprise du point de vue de son développement commercial à long terme.

Les abonnements ont également un impact favorable sur le fonds de roulement. Savez-vous quelle était la période concernée par votre dernière facture mensuelle d'abonnement à Netflix ? Il s'agissait du mois ayant suivi votre paiement. La plupart des abonnements sont en effet payés à l'avance, c'est-à-dire qu'ils concernent un service qui sera fourni dans le futur. Dans l'environnement B2B, où les abonnements annuels sont plus fréquents, les fournisseurs encaissent l'argent pour un service qui sera étalé sur les 12 prochains mois. Les fournisseurs d'abonnements encaissent ainsi des revenus avant même de commencer à les comptabiliser !

Salesforce.com est une entreprise hébergée sur le cloud qui vend un logiciel de gestion des relations clients. Elle a été l'une des premières sociétés du secteur Logiciel en tant que service (*Software-as-a-Service* ou *SaaS*) à vendre l'accès à ses solutions logicielles par le biais d'un abonnement. Salesforce.com a révélé qu'à chaque début d'exercice, environ 50 % de son chiffre d'affaires a déjà été réglé et qu'elle le constatera quoi qu'il arrive en cours d'année. Il est évident que ces revenus sont classés dans le bilan de l'entreprise en tant qu'encaissements. Elles sont comptabilisées au passif sous l'intitulé « produits constatés d'avance ». Dans son dernier rapport annuel, Salesforce.com a fait état de 17,1 milliards de dollars de chiffre d'affaires et de 10,7 milliards de dollars de produits constatés d'avance en fin d'année. Cela signifie que 10,7 milliards de dollars de chiffre d'affaires qui seront comptabilisés cette année ont déjà été payés. Certaines entreprises déclarent même désormais les futurs revenus contractuels qui n'ont pas encore été comptabilisés en tant que tels ; c'est ce que l'on appelle « Obligation de performance restante » (*Remaining Performance Obligation* ou *RPO*). Il s'agit aussi bien des revenus contractuels payés que non payés. À la fin du dernier exercice financier, le RPO de Salesforce.com s'élevait à 15,1 milliards de dollars à comptabiliser au cours des 12 prochains mois, soit 75 % de son chiffre d'affaires prévu pour 2021. Et l'on parle uniquement du RPO pour l'année à venir. Un autre montant de 15,8 milliards de dollars sera comptabilisé à compter du 13<sup>ème</sup> mois. Au total, ce sont 30 milliards de dollars de revenus qui ont été contractés et qui seront comptabilisés à l'avenir.



Source : Salesforce.com, février 2020

Cela donne un aperçu du niveau d'aisance financière que les abonnements procurent au modèle économique d'une entreprise.

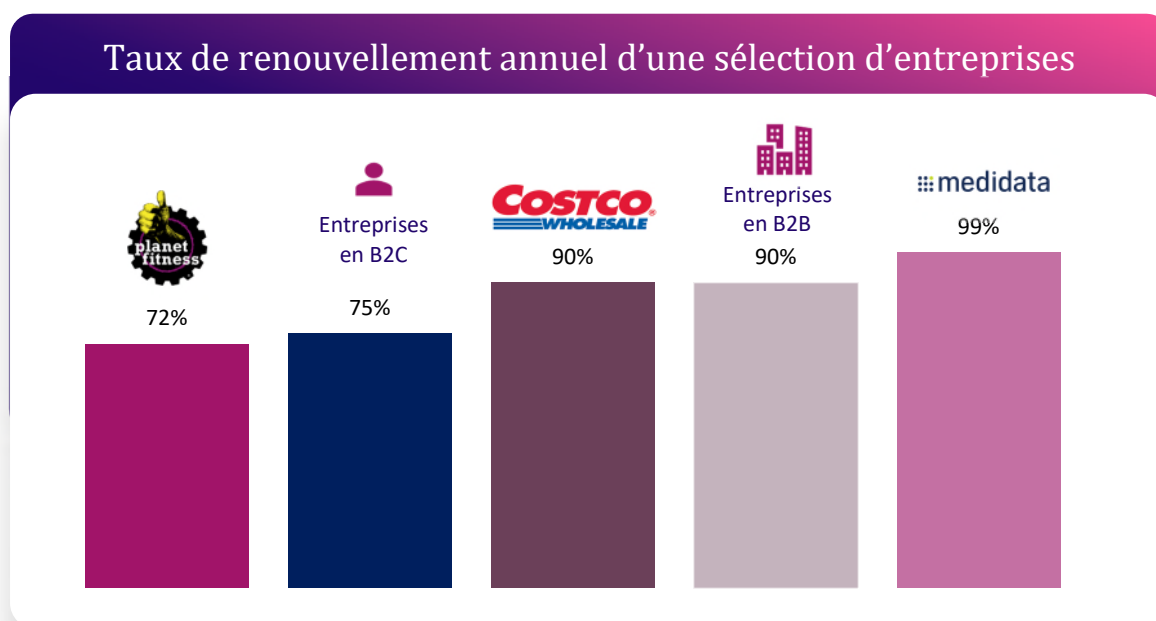
## LES BASES DE L'ÉCONOMIE DE L'ABONNEMENT : L'IMPORTANCE DU RENOUVELLEMENT

Les taux de renouvellement sont le principal facteur permettant d'offrir de la visibilité à un modèle basé sur l'abonnement.

Il existe toute une série d'observations différentes selon l'identité des abonnés, le positionnement concurrentiel du fournisseur et évidemment la valeur du service fourni. Certaines entreprises fonctionnent avec des taux de renouvellement de 40 %, ce qui est relativement faible, tandis que d'autres sont proches de 100 %. Si l'on tient compte de la tarification (un abonnement de 100 \$ peut coûter 102 \$ l'année suivante si le fournisseur augmente ses prix de 2 %), certaines entreprises parviennent même à afficher des taux de renouvellement supérieurs à 100 %. Dans ce cas, cela signifie que les hausses de prix compensent les abonnés qui ne renouvellent pas leur abonnement. Les chiffres suivants ne tiennent toutefois pas compte de l'effet sur les prix.

Nous distinguons d'abord les entreprises qui vendent aux particuliers et celles qui vendent aux entreprises. En moyenne, les fournisseurs en B2C bénéficient de taux de renouvellement qui tournent autour de 75 %. C'est ce que nous observons généralement pour les services de streaming vidéo, les clubs de fitness de qualité ou les abonnements aux médias. La livraison de plateaux repas sur abonnement ou les plateformes d'achat personnalisées fonctionnent avec des taux de renouvellement plus faibles, tandis que Costco, par exemple, qui fonctionne sur le principe de club-entrepôt avec adhésion, affiche des taux de renouvellement qui atteignent 90 %.

Dans l'environnement B2B, les taux de renouvellement atteignent 90 % en moyenne. Du côté des consommateurs, les taux dépendent surtout du produit que l'on vend. Du côté des entreprises, c'est différent. Cela dépend davantage du type de client que du produit lui-même. Les entreprises qui s'adressent aux PME affichent des taux inférieurs car la proportion de clients qui font faillite est plus importante. À l'inverse, les fournisseurs exposés aux grandes entreprises bénéficient d'un taux de résiliation beaucoup plus faible. Medidata Solutions, société acquise par Dassault Systèmes en 2019, propose un logiciel servant à effectuer des essais cliniques. Ses clients sont principalement de grands groupes pharmaceutiques. Par conséquent, le taux de résiliation est très faible et le taux de renouvellement annuel proche de 100 %.



Sources : Rapports annuels d'entreprises, Thematics AM, avril 2020

Le positionnement concurrentiel a également un impact sur les taux de renouvellement. Certains de ces services peuvent être cruciaux pour les abonnés dans le cadre de leur activité professionnelle quotidienne. C'est notamment le cas des fournisseurs de services d'information que nous avons décrits dans notre précédente rubrique « Thematics Stories ». Leur positionnement concurrentiel est si fort que les taux de renouvellement sont rarement inférieurs à 90 %, malgré une augmentation régulière de leurs tarifs. Au contraire, certains services ont plus de difficultés à se différencier. Les services de streaming musical sont obligés de trouver des moyens de personnaliser leur offre avec des podcasts par exemple, car le contenu musical en lui-même est exactement le même pour chaque fournisseur. Un positionnement concurrentiel plus faible peut donc être synonyme de taux de renouvellement plus faibles ou, en d'autres termes, d'un taux de résiliation plus élevé.

Un faible taux de renouvellement n'est pas nécessairement une mauvaise chose en soi et ne signifie pas que le modèle d'un fournisseur est voué à l'échec. En revanche, cela signifie qu'il devra adapter son processus commercial. Comme la valeur de l'abonné est plus faible, la participation de la force commerciale doit être aussi limitée que possible et l'on privilégie les

modèles en libre-service (les clients s'abonnent eux-mêmes en ligne). Intuit, un fournisseur de solutions comptables pour les PME, a réussi à s'imposer auprès de ce type de clients. Son logiciel de comptabilité réalise aujourd'hui un chiffre d'affaire de 3,5 milliards de dollars, et ses clients sont presque exclusivement de PME<sup>1</sup>.

À l'autre extrémité du spectre, la vente aux grandes entreprises comptant des milliers d'employés offre l'avantage de taux de renouvellement beaucoup plus élevés puisqu'elles sont évidemment moins touchées par les faillites. En outre, un changement de fournisseur peut comporter pour elles des risques opérationnels. C'est pourquoi la clientèle est beaucoup moins difficile à fidéliser. Toutefois, cela se fait au prix de cycles de vente longs qui peuvent durer plusieurs mois. Il faut souvent passer par un appel d'offres et réaliser une démonstration de faisabilité (*proof-of-concept*) prouvant que le service ou le produit fonctionnera comme prévu et ne met pas en danger le fonctionnement de solutions existantes. En outre, ces projets impliquent également une forte intégration informatique avec les systèmes existants. En résumé, ces marchés sont la plupart du temps très rentables, mais les remporter peut s'avérer coûteux. Là encore, certaines entreprises se concentrent presque exclusivement sur ce segment de clientèle et sont devenues de véritables spécialistes. C'est le cas de Workday, un fournisseur de logiciels de gestion des ressources humaines.

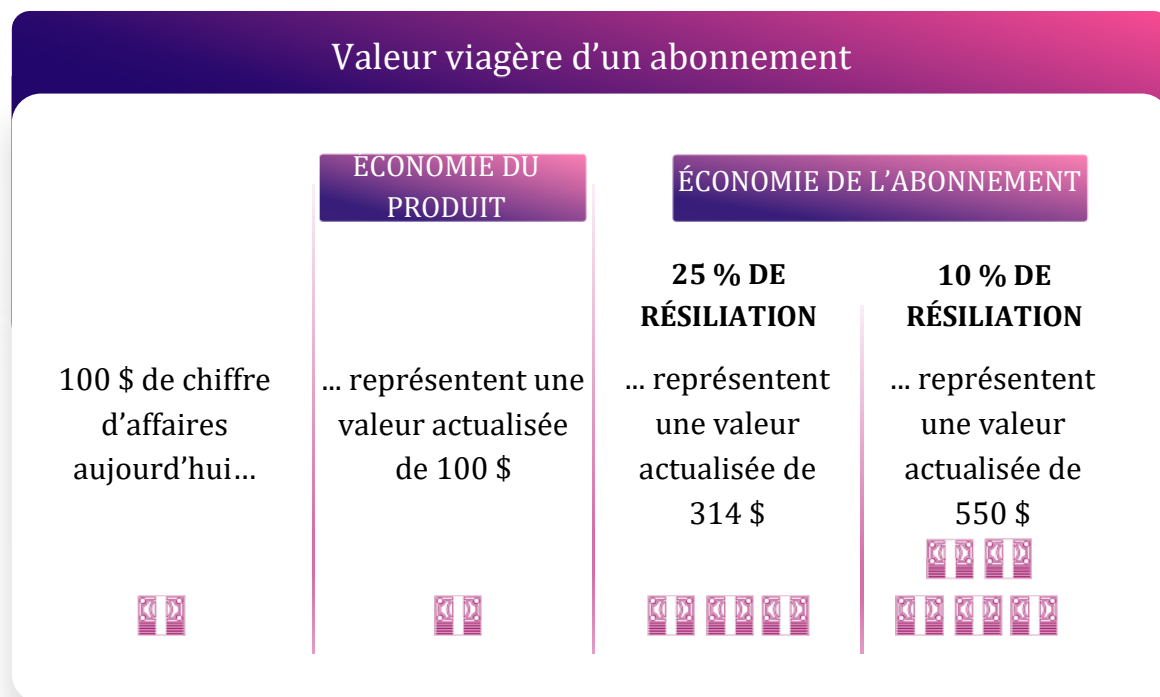
## VALEUR DES ABONNEMENTS

Grâce au taux de renouvellement moyen d'un abonnement, il est possible de calculer la valeur actualisée d'un abonnement donné. Dans l'économie du produit, 100 \$ de chiffre d'affaires aujourd'hui possèdent évidemment une valeur actualisée de 100 \$. Dans l'économie des abonnements, en revanche, si en moyenne 75 % des abonnés renouvellent chaque année, c'est-à-dire qu'on tient compte d'un taux de résiliation annuelle de 25 %, les flux financiers seront 100 \$ la première année, 75 \$ (100 \$ x 75 %) la deuxième, 56,25 \$ (75 \$ x 75 %) la troisième et ainsi de suite. Cela crée une source de revenus qui se perpétue à l'infini. En se basant sur un taux d'actualisation de 10 %, nous pouvons calculer la valeur actualisée de chacun de ces flux financiers et les additionner. On obtient ainsi une valeur actualisée de 314 dollars, soit une valeur plus de 3x supérieure à un produit vendu dans l'économie des produits. En outre, si le fournisseur est en mesure de réduire le taux de résiliation de 25 % à

---

<sup>1</sup> Chiffre d'affaires pour le segment « Petites entreprises & Travailleurs indépendants » d'Intuit (AF 2019), source : Bloomberg.

10 %, la valeur actualisée du flux financier se hisse à 550 \$. Réduire le taux de résiliation peut donc être aussi important que de trouver de nouveaux clients.



*Calculs effectués par Thematics AM, sur la base d'un taux d'actualisation de 10 %*

Cela a évidemment un impact sur les déclarations financières d'une entreprise dont le modèle repose sur l'abonnement. Dans l'économie du produit, tous les revenus liés aux ventes sont comptabilisés au cours de la première année, tandis que dans l'économie de l'abonnement, les flux financiers s'étendent sur toute la durée de vie de l'abonné. Les entreprises investissent dans la vente et le marketing pour acquérir de nouveaux clients. Si l'on sait qu'en moyenne, la valeur viagère d'un abonné est de 314 \$, on n'hésite pas à dépenser 150 \$ en ventes et marketing pour acquérir ce client, car sur la durée de vie de l'abonné, les dépenses en question resteront inférieures à 50 % de sa valeur. Toutefois, dans le rapport annuel de l'année 1, on constatera une perte de 75 \$ ou une marge d'EBITDA négative de 75 %. Ces éléments sont détaillés dans le tableau ci-dessous en supposant une marge brute de 85 % et des coûts additionnels de 10 \$ qui ne dépendent pas de l'acquisition de nouveaux clients, tels que la recherche & développement et les frais généraux et administratifs. Mais dès la deuxième année, comme l'entreprise n'a plus besoin d'effectuer de dépenses de ventes et de marketing pour ce client spécifique, la marge d'EBITDA passe à plus de 70 %, ce qui constitue un modèle commercial particulièrement rentable.

### Impact des abonnements sur la situation financière

	Année 1	Année 2	Année 3
<b>Chiffre d'affaires</b>	100	75	56,25
<b>Bénéfice brut</b>	85	63,75	47,81
<b>Frais de ventes &amp; marketing</b>	150	0	0
<b>Coûts additionnels</b>	10	10	10
<b>EBITDA</b>	-75	53,75	37,81
<b>Marge d'EBITDA</b>	-75 %	71,7 %	67,2 %

Hypothèses : taux de renouvellement de 75 %, marge brute de 85 %, coûts d'acquisition du client de 150 \$, coûts additionnels de 10 \$

*À titre d'illustration uniquement*

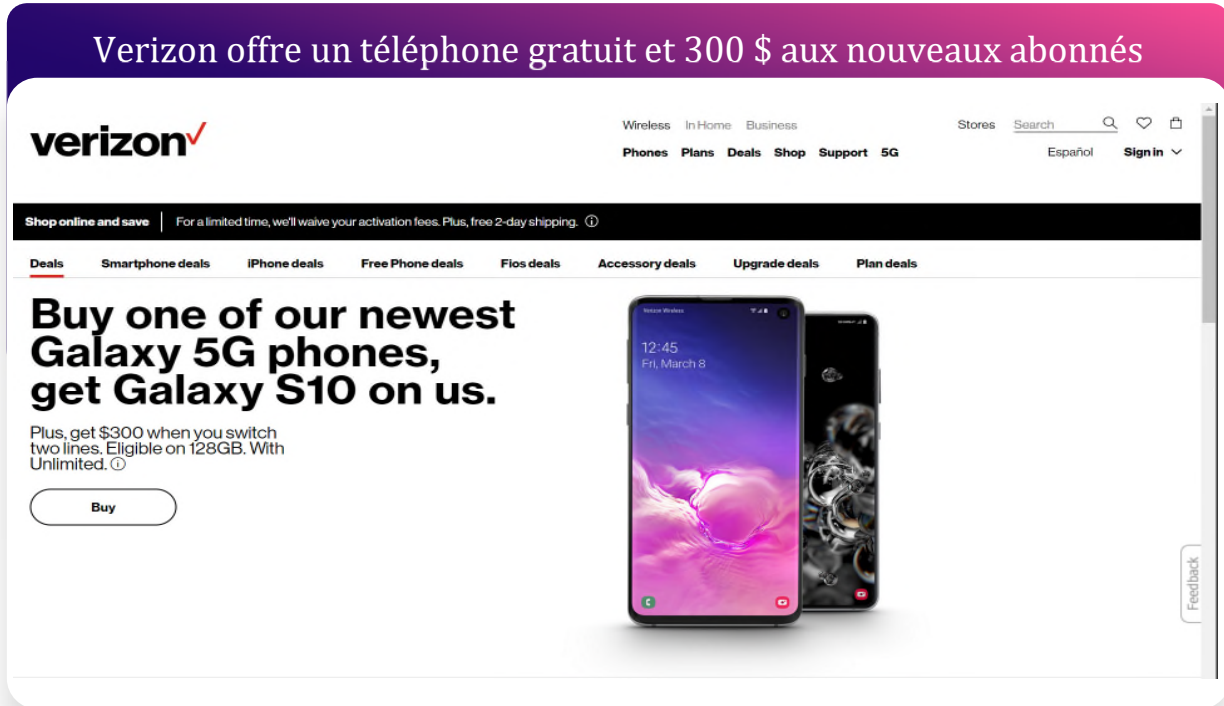
Les entreprises relativement jeunes qui sont encore en phase de croissance ont évidemment plus d'abonnés qui sont des clients de première année, ce qui a un impact important sur leur rentabilité. À l'inverse, les entreprises relativement matures, dont une grande partie du chiffre d'affaires provient de clients acquis au cours des années précédentes, devraient bénéficier de marges relativement élevées. C'est pourquoi les entreprises présentant des taux de renouvellement élevés se négocient généralement à des multiples de valorisation plus élevés, même si leur rentabilité est faible. Lorsqu'elles arrivent à maturité, elles possèdent des marges plus élevées.

En revanche, les entreprises qui dépendent fortement des nouveaux clients et qui affichent de faibles taux de renouvellement ont besoin d'un modèle de vente très efficace pour survivre puisqu'elles possèdent un budget d'acquisition de nouveaux clients plus faible si elles veulent que l'abonné soit rentable. Les clients qui renouvellent leurs abonnements année après année sont très rentables, et c'est pourquoi toutes les entreprises dont le modèle est basé sur l'abonnement essaient d'améliorer leur taux de fidélisation.



Vous êtes-vous déjà demandé pourquoi votre opérateur télécom était prêt à vous offrir un smartphone et un plan tarifaire de 12 mois à prix réduit, tandis que la résiliation de votre abonnement était extrêmement compliquée ? C'est exactement le calcul qu'ils font. Ils disposent de modèles leur permettant de prévoir les taux de renouvellement, grâce auxquels ils peuvent évaluer votre valeur en tant que client et le montant qu'ils peuvent dépenser pour vous acquérir.

**Verizon offre un téléphone gratuit et 300 \$ aux nouveaux abonnés**



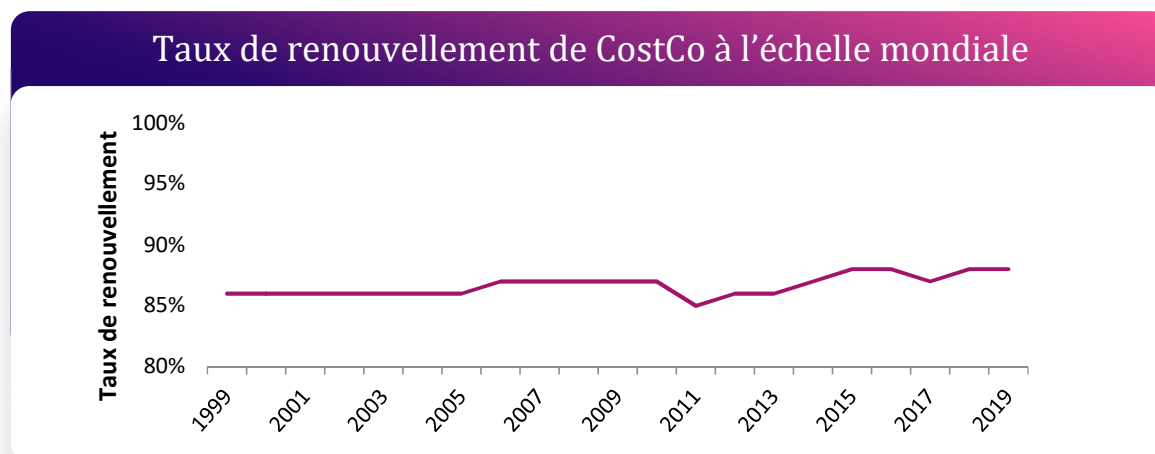
*Source : Site Internet de Verizon Wireless au 1<sup>er</sup> avril 2020*

## CYCLIQUE OU PAS ?

L'une des questions que l'on nous pose souvent est la suivante : les entreprises dont le modèle est basé sur l'abonnement sont-elles plus ou moins cycliques que les entreprises traditionnelles ? Il serait insensé de dire que ces entreprises sont immunisées contre toute cyclicité et imperméables à la récession, mais il est certain que certains éléments les rendent plus résistantes que les autres.

Lorsque l'économie ralentit, les consommateurs doivent réduire leurs dépenses. Si jusqu'ici vous avez changé de téléphone tous les deux ans, vous prolongerez probablement la durée de vie de votre téléphone actuel et ne le remplacerez qu'au bout de trois ans, voire plus. En prolongeant la durée de vie de votre téléphone, vous économisez sur certaines dépenses et, en même temps, vous pouvez toujours utiliser votre ancien téléphone même s'il ne dispose pas des dernières innovations technologiques. La situation est toutefois différente s'agissant de votre plan tarifaire. Si vous cessez de payer, votre téléphone cesse de fonctionner. Plus d'appels, plus de messages et plus de connexion Internet. Vous pouvez toujours opter pour un forfait moins cher, mais vous continuez à dépenser votre argent auprès de votre opérateur télécom. Ce dernier serait donc moins affecté par une récession. Costco, qui fonctionne sur

le principe de club-entrepôt avec adhésion, a connu un taux de renouvellement globalement stable, même pendant les périodes difficiles. Les clients peuvent dépenser moins dans l'entrepôt si nécessaire, mais ils restent membres de Costco.



Source : Rapports annuels de Costco

Au cours des dix dernières années, l'industrie du logiciel a progressivement basculé d'un modèle basé sur la licence vers un modèle basé sur l'abonnement. Dans le passé, lorsque vous achetiez une licence, vous achetiez en fait le logiciel que vous pouviez utiliser indéfiniment. Si une entreprise était contrainte de réduire ses dépenses informatiques, elle pouvait toujours attendre avant de faire la mise à jour vers la dernière version du logiciel et continuer à utiliser la licence actuelle. Aujourd'hui, les entreprises s'abonnent à des services logiciels. Si elles cessent de payer Microsoft Office 365, la version par abonnement de Microsoft Office qui est maintenant principalement utilisée dans les entreprises, leurs employés n'ont plus accès à Microsoft Outlook ou à Word !

Bien que cela engendre une certaine stabilité au niveau des abonnements, les entreprises du secteur ne sont pas totalement à l'abri en cas de récession. Leurs clients peuvent faire faillite et donc cesser de payer des abonnements pour leurs employés. Ils peuvent aussi passer à des abonnements moins chers ou réduire le nombre d'abonnés à un service spécifique. C'est notamment le cas lorsqu'une entreprise doit licencier des employés qui, bien entendu, ne s'abonneront plus au service. Dans certaines situations graves, nous avons également vu des entreprises offrir des réductions sur quelques mois pour aider leurs propres clients à survivre à la crise. N'oublions pas qu'il est toujours plus facile de ne pas perdre un client que de devoir le réacquérir quelques mois plus tard. Il s'agit toujours de prolonger la durée de vie d'un client tout en minimisant les coûts d'acquisition.

L'économie de l'abonnement bénéficie de puissants moteurs de croissance, mais l'attrait du modèle commercial pousse également les fournisseurs à l'adopter et à proposer des abonnements à leurs clients. Des revenus très récurrents offrent une visibilité importante sur les flux financiers à venir d'une entreprise ainsi qu'une grande résilience.



Nolan Hoffmeyer est gérant de portefeuille senior en charge de la stratégie Subscription Economy. Nolan est également co-gérant de la Stratégie IA & Robotics. Il possède sept ans d'expérience dans la gestion de fonds actions thématiques. Il travaillait auparavant chez Pictet Asset Management.



Karen Kharmandarian est gérant de portefeuille senior et directeur des investissements (CIO) de l'entreprise. Il pilote la stratégie IA & Robotics et est co-gérant de la stratégie Subscription Economy. Karen possède 25 ans d'expérience dans le domaine de l'investissement, partagée entre le « sell-side » et le « buy-side », dont 12 ans dans la gestion de fonds thématiques d'actions mondiales. En 2015, il a notamment créé et géré le premier fonds actif dédié à l'industrie robotique.



Sam Richmond-Brown est gérant de portefeuille client. Au bénéfice de 13 années d'expérience, il a occupé divers postes dans le développement et la gestion de produits à Londres, Paris et Boston. En 2011, M. Richmond-Brown rejoint une division d'investissement quantitatif en tant que spécialiste en investissements au service d'une vaste clientèle aux quatre coins du monde. Arrivé à Boston en 2014, il a pour mission de concevoir, promouvoir et commercialiser les capacités d'investissement sur le marché américain. De retour à Paris depuis 2017, il supervise le développement de la salle de marché externalisée du groupe.

### Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruelles, Belgium.

**En Suisse:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

**NATIXIS INVESTMENT MANAGERS** - Paris 453 952 681 Capital : 178 251 690 € - 43, avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris - [www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)

**NATIXIS INVESTMENT MANAGERS S.A.** - Société de gestion luxembourgeoise agréée par la CSSF (RCS Luxembourg B 115843) 2, rue Jean Monnet L-2180 Luxembourg

**THEMATICS ASSET MANAGEMENT** - Un affilié de Natixis Investment Managers. Société par actions simplifiée au capital de 150 000 euros - 843 939 992 RCS Paris. Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 19000027. 43, avenue Pierre Mendès France 75013 Paris.