

# GAFAM: que signifie leur performance?

PAR FRÉDÉRIC POTELLE \* Le cours des acteurs américains de la tech fait partie des sujets chauds de l'été. Comment expliquer de tels ratios de valorisation? Ces entreprises se «valent-elles»? Explication.

**G**OOGLE, APPLE, Facebook, Amazon et Microsoft (GAFAM) connaissent actuellement une flambée de leurs cours. Comment interpréter de telles valorisations?

Un premier élément de réponse est apporté par l'effet des taux sur les marchés d'actions. Il est acquis que ceux-ci resteront, à horizon visible, manipulés par les banques centrales pour garantir la soutenabilité de la dette des Etats et des acteurs économiques. Ils sont cependant un facteur d'inflation des actifs.

Démonstration: un résultat ou cash-flow net de 100 dollars croissant à 2% l'an et actualisé à perpétuité à 8,5% (soit un taux sans risque de 3,5% et 5% de prime de risque) offre une valeur actuelle de 1540 dollars. Cela correspond à un PE (ratio cours-bénéfice) induit de 15,4 fois. C'est en gros la valorisation du marché américain à laquelle nous étions habitués (la valeur réelle a été de 15 fois sur 2005-2015 pour le S&P 500). Or, entériner 150 points de base de baisse du taux sans

risque, soit 2%, et l'appliquer aux mêmes 100 dollars conduit à une valeur actuelle de 2000 dollars et un PE induit de 20 fois. Dans la nouvelle perspective de taux, cela correspond au PE de 15,4 fois de l'Ancien-Monde. Cette inflation de 30% est valable pour le marché des actions... dont la tech.

Un autre facteur important de compréhension touche à la résilience des cash-flows de ces sociétés. Au cours des dix dernières années, les GAFAM se sont distinguées par un élément clé: un cash-flow libre perpétuellement positif et en croissance. Chacune de ces cinq sociétés dégage aujourd'hui entre 20 et 60 milliards de dollars de cash-flow libre annuel, pour un total de 180 milliards de dollars en 2019, équivalant à 20% de leur chiffre d'affaires. Et une valeur résiliente, ou non cyclique, se valorise sur une prime de risque inférieure au marché. 100 dollars d'une entreprise résiliente actualisés sur une prime de risque de 4,5% (un bêta de 0,9, diront les experts) valent dans les mêmes conditions 2222 dollars, soit un PE induit de 22,2 fois ou une prime apparente

de plus de 40% par rapport à la «valorisation historique moyenne» du S&P 500.

Il faut ici introduire une alerte. Ce deuxième étage de la fusée de valorisation doit être réservé, selon nous, aux entreprises générant un cash-flow libre largement positif sur une période longue. Ce qui n'est le cas ni de Netflix, dont le cash-flow libre est (pour de bonnes raisons) non seulement négatif mais décroissant, ni de Tesla, par exemple, dont l'année 2019 constitue la première édition de génération de cash après quinze ans de travail: n'est pas GAFAM qui veut, aujourd'hui.

## 900 milliards de dollars de ventes

Enfin, il faut relever le potentiel de croissance significatif des GAFAM. Ces dernières ont en effet réalisé en 2019 des ventes de plus de 900 milliards de dollars, soit 1,3 fois le PIB suisse. Elles sont un oligopole dont le terrain de jeu s'étend des médias à l'e-commerce, au cloud et bientôt la finance, la santé, l'énergie et touchent aujourd'hui un humain sur deux... seulement. Leur objectif à terme est de générer du revenu avec chaque individu dans chaque compartiment et sur la durée de son existence. Rien de moins. Pour y parvenir, elles ont dépensé, en 2019, 110 milliards de dollars en recherche et développement (R&D), chiffre équivalent aux montants de R&D de... l'Allemagne.

Sur la base des positions constituées, de l'avance prise et de la R&D engagée pour les maintenir, qui contestera qu'elles continueront à croître plus que le monde sur les dix ans à venir? La croissance moyenne de leur cash-flow libre a été de 15% par an ces dix dernières années. Divisons ce chiffre par deux, pour revenir après 2030 aux 2% de croissance normative du monde. Alors, 100 dollars de résultat des GAFAM valent aujourd'hui 3640 dollars, soit un PE induit de 36 fois. La moyenne pondérée des PE des GAFAM est aujourd'hui à 43 fois et celle de leur P/FCF (le prix rapporté au cash-flow libre) de 29,5 fois. Des chiffres similaires à ce que serait un panier de valeurs suisses résilientes et de croissance constitué par exemple de Schindler, Sika et Givaudan...

S'agissant d'entreprises de qualité et de croissance, les ratios de valorisation doivent être pris pour ce qu'ils sont: des mesures a posteriori. Les multiples constatés aujourd'hui reflètent à la fois l'inflation du prix des actifs induite par les taux, la résilience des cash-flows et les perspectives déjà embarquées de croissance. Pas plus. ■

\* Directeur de la recherche chez Bordier & Cie

