

Nvidia : nous assistons à l'histoire

Publié le 1 mars 2024

Christopher Gannatti, CFA

Global Head of Research

- Nvidia est sur une lancée historique, sur une incroyable trajectoire d'exécution.
- Son chiffre d'affaires s'élevait à environ 4 milliards de dollars pour la période de 12 mois close le 31 janvier 2013, et au-dessus de 60 milliards de dollars pour la période de 12 mois close le 31 janvier 2024.
- La question essentielle est la suivante : Nvidia pourra-t-elle à nouveau multiplier par dix son chiffre d'affaires au cours de la décennie à venir, pour le faire passer de 60 milliards de dollars à environ 600 milliards de dollars ?

À l'approche du dernier rapport sur les bénéfices de Nvidia, de plus en plus d'observateurs s'attendaient à voir le cours de son action entamer une baisse. Prenons cet exemple dans le Financial Times :

*Nvidia en plein boom, à quand le crash ?*¹

Bien que les résultats de l'année dernière aient été spectaculaires, il n'existe pas réellement de précédent historique dans lequel une société passe en moins d'un an d'une capitalisation boursière bien inférieure à 1 000 milliards de dollars à une capitalisation boursière proche des 2 000 milliards de dollars².

Deux interprétations logiques sont possibles :

1. Tout cela n'est qu'une histoire de mode. Les cours des actions sont susceptibles de fluctuer pour de nombreuses raisons, et, comme le veut l'adage, « À court terme, le marché est une machine à voter, mais à long terme une machine à peser »³. C'est ce que nous avons observé avec l'épisode GameStop : la puissance d'investisseurs très nombreux peut propulser le cours d'une action bien au-delà de toute justification fondamentale. Néanmoins, rappelons que plus la capitalisation de marché d'une société est élevée, plus les investisseurs doivent être nombreux, et nous parlons aujourd'hui d'une action qui dépasse les 1 900 milliards de dollars de capitalisation boursière.
2. Un destin caractérisé par une croissance exponentielle se concrétise sous nos yeux. Nous pourrions uniquement y voir une année de résultats remarquables, mais en réalité la société a procédé à un ensemble de démarches au cours des années précédentes, afin d'être prête lorsque les conditions évolueraient dans une direction particulière. Nvidia était prête, puis ChatGPT a provoqué un déploiement d'infrastructures sans précédent afin que les modèles d'IA puissent être mis en œuvre. Or, en matière d'exécution de ces infrastructures, Nvidia est absolument inégalée⁴.

L'astuce à ne pas oublier est la suivante : le cours actuel d'une action ne nous éclaire pas nécessairement sur le passé, mais nous fournit plutôt une vision concernant l'avenir. Un article a attiré notre attention. Il indiquait que la valorisation actuelle de Nvidia pourrait être soutenue **à condition** que la société parvienne à multiplier par 10 son chiffre d'affaires actuel, et cela avec une marge d'exploitation – stable – d'environ 55 % pendant les 10 prochaines années. Il nous est impossible de savoir aujourd'hui si cela se produira ou non, mais ce que nous pouvons observer, c'est que le marché des semi-conducteurs dans son ensemble (toutes ventes de semi-conducteurs incluses, pas seulement les semi-conducteurs accélérateurs d'IA) a représenté 500 à 600 milliards de dollars ces dernières années, et nous pensons que Nvidia pourrait à elle seule atteindre un chiffre d'affaires annuel de 600 milliards de dollars dans 10 ans⁵.

Ce qu'il faut retenir : Bien que rien ne soit impossible, la concrétisation d'une thèse de croissance exponentielle pérenne est un défi monumental.

À quoi ressemble une multiplication par 10 du chiffre d'affaires ?

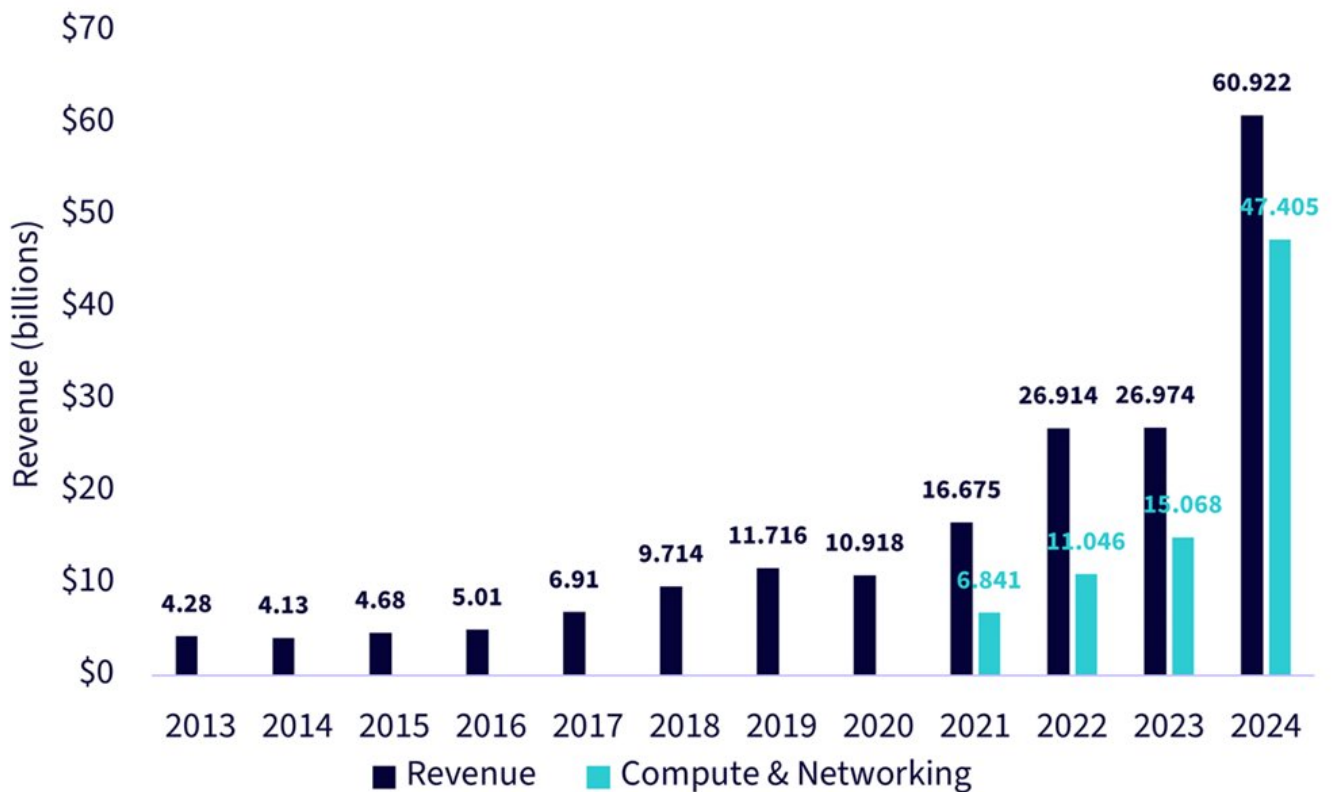
Nvidia est une société cotée depuis de nombreuses années, qui a fait son entrée en bourse en 1999, avec un cours de 12 dollars par action⁶. Avant de nous laisser submerger par un sentiment de FOMO (la peur de manquer une opportunité), n'oublions pas que l'idée d'utiliser les unités de traitement graphique (GPU) pour des applications d'intelligence artificielle ne s'est généralisée qu'à partir de la période « AlexNet » en 2012⁷.

Cela signifie que nous pouvons examiner le chiffre d'affaires de Nvidia, année après année, sur une durée relativement longue. Nous avons passé en revue les rapports annuels 10-K pour élaborer l'illustration 1 :

- Chaque année, le chiffre d'affaires est indiqué dans le rapport 10-K. Ainsi, 2013 représente le chiffre d'affaires de NVIDIA sur la période de 12 mois ayant précédé le 31 janvier 2013, comme indiqué dans le rapport de 2013. La société dans son ensemble a enregistré un chiffre d'affaires de 4,28 milliards de dollars sur cette période. Puis, sur la période de 12 mois ayant précédé le 31 janvier 2024, la société dans son ensemble a enregistré un chiffre d'affaires de 60,92 milliards de dollars. Nous pouvons tous constater qu'il ne s'agit pas d'une simple multiplication par 10. Nous pouvons également observer la forme exponentielle de la trajectoire de croissance, puisque les premières années sont marquées par une augmentation, mais que la valeur associée au fait de disposer du bon produit au moment du déploiement de l'IA générative en 2023 a constitué la décision la plus précieuse que la société ait prise sur le long terme.

- Bien que le chiffre d'affaires total figurant sur le compte de résultat soit un champ comptable régi par des normes, les sociétés ont la possibilité de catégoriser différentes sources de ce chiffre d'affaires en fonction de l'image qu'elles souhaitent communiquer. Au fil du temps, la manière dont ces catégorisations sont effectuées peut changer. Nous avons constaté que Nvidia avait commencé à catégoriser une partie de son chiffre d'affaires dans le segment « Informatique et réseaux » à partir de 2021. Ce segment est composé des plateformes de calcul accéléré ainsi que des plateformes de réseau de bout en bout de Nvidia destinées aux centres de données. L'attention suscitée en 2024 par Nvidia s'explique par la demande relative à ses puces électroniques accélératrices d'IA destinées aux centres de données, raison pour laquelle il est important d'examiner ce segment de chiffre d'affaires.

Illustration 1 : Chiffre d'affaires annuel de NVIDIA au cours du temps (du 31 janvier 2013 au 31 janvier 2024)



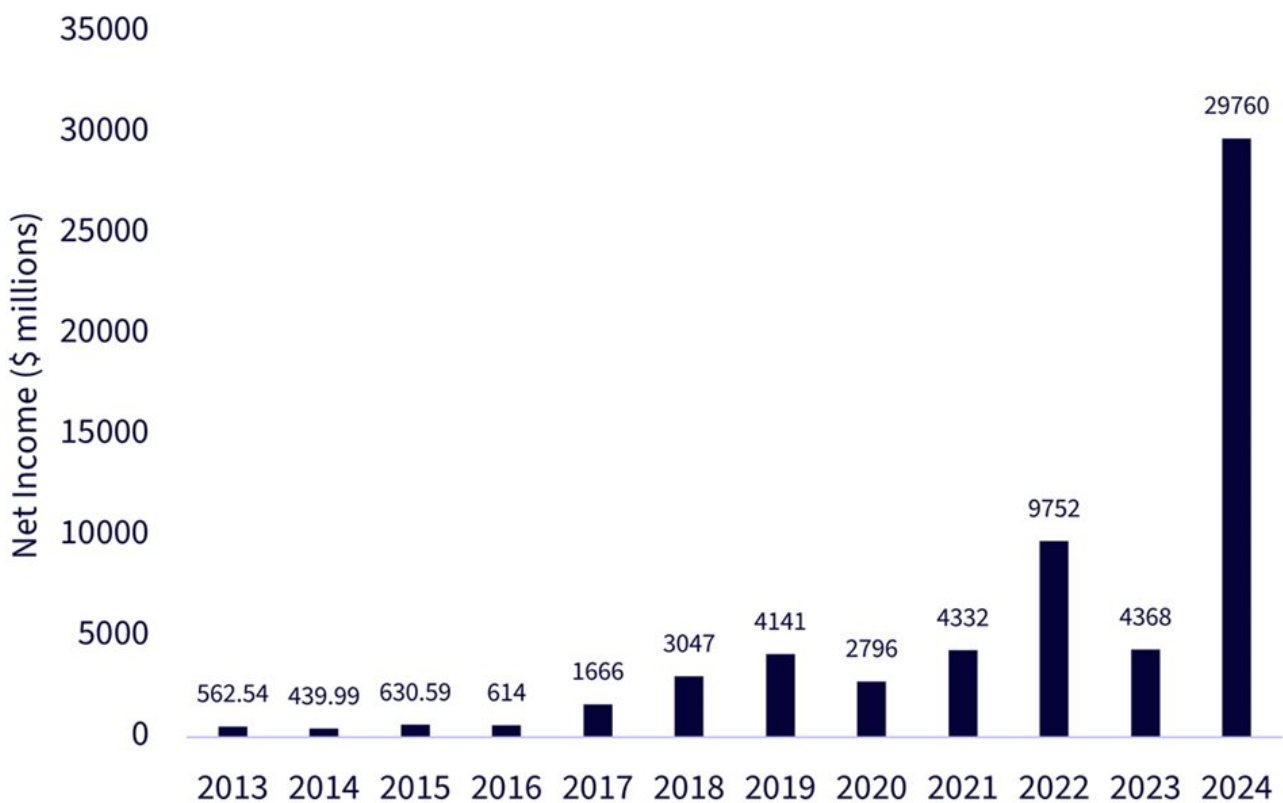
Source : Rapports déposés par Nvidia auprès de la Securities and Exchanges Commission (SEC), plus précisément ses rapports annuels 10-K pour chacune des années indiquées. **Les performances passées ne constituent pas une indication fiable des résultats futurs.**

Qu'en est-il des bénéfices ?

Bien entendu, chiffre d'affaires et bénéfices sont deux choses différentes. Or, la trajectoire de croissance du bénéfice net de Nvidia est plus impressionnant encore que la composante de croissance de son chiffre d'affaires, comme nous l'observons dans l'illustration 2 :

- Sur la période de douze mois ayant précédé le 31 janvier 2013, nous constatons que le bénéfice net de Nvidia s'élevait à 563 millions de dollars. Sur la période de douze mois ayant précédé le 31 janvier 2024, nous observons que ce chiffre a bondi jusqu'à atteindre 30 milliards de dollars.
- Sans conteste, la majeure partie de cette croissance a de nouveau reposé sur le positionnement idéal de Nvidia, qui était prête pour le déploiement massif et sans précédent de l'infrastructure de calcul liée au lancement de ChatGPT ainsi qu'à l'IA générative. Sur la période de douze mois ayant précédé le 31 janvier 2023, le bénéfice net s'élevait à environ 4,4 milliards de dollars, en hausse significative par rapport au bénéfice net de 563 millions de dollars, mais très loin encore du bénéfice net de 30 milliards de dollars enregistré l'année suivante.

Illustration 2 : Bénéfice net de NVIDIA au cours du temps (du 31 janvier 2013 au 31 janvier 2024)



Source : Rapports déposés par Nvidia auprès de la Securities and Exchanges Commission (SEC), plus précisément ses rapports annuels 10-K pour chacune des années indiquées. **Les performances passées ne constituent pas une indication fiable des résultats futurs.**

Conclusion : Mégatendances et loi de puissance

Nous irions jusqu'à dire que les résultats de Nvidia sur la période examinée dans cet article sont si remarquables qu'il serait difficile pour n'importe quelle autre société d'y comparer les siens. En matière d'investissements thématiques, tels que le capital-risque, une « loi de puissance » peut être à l'œuvre : plutôt que de voir toutes les sociétés enregistrer des résultats proches de la « moyenne », il peut

arriver que nous voyions un petit nombre de sociétés enregistrer des résultats stratosphériques, et les autres entreprises tendre vers des résultats médiocres. La bonne nouvelle, c'est que ces résultats stratosphériques peuvent annuler les résultats médiocres au fil du temps.

Tandis que nous nous préparons aux dix prochaines années, nous n'estimons pas judicieux de parier contre Nvidia, même si nous ignorons si la société parviendra à multiplier de nouveau par 10 son chiffre d'affaires annuel. Dans le cadre des stratégies axées sur l'IA, cette société est importante, et doit faire partie de la composition du portefeuille. Pour autant, nous préconisons la prudence quant à la réussite de Nvidia et la mégatendance de l'IA ne progressera pas sur la base d'une seule société. La chaîne de valeur des semi-conducteurs est complexe et nous préconisons de réfléchir aux relations qu'elle illustre, par exemple le fait que Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC) fabrique les puces électroniques avancées de NVIDIA. Nvidia ne fabrique actuellement pas elle-même de puces physiques.

Lorsque nous envisageons différentes stratégies d'IA, nous considérons qu'il est important de soulever le capot et de comprendre simplement quelle est l'exposition relative à Nvidia ? Quelle est l'exposition relative aux Sept magnifiques⁸ ? Il n'existe pas de réponse tranchée, correcte ou incorrecte, à cette question. Il est toutefois important de veiller à ce que le degré d'exposition à ces différents aspects soit contrôlé au fil du temps, et à ce qu'il demeure en phase avec la vision que l'investisseur souhaite appliquer.

1 Source : McCrum, Dan. « Nvidia is nuts, when's the crash? » Financial Times. 16 février 2024.

2 Source : <https://companiesmarketcap.com/nvidia/marketcap/> (La capitalisation boursière de Nvidia s'élevait à environ 532 milliards de dollars le 18 février 2023, et à près de 1 900 milliards de dollars le 22 février 2024)

3 Source : Benjamin Graham, fréquemment popularisé par Warren Buffett, et consultable dans la lettre de Berkshire Hathaway aux actionnaires en 1987 : <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>

4 Source : <https://en.wikipedia.org/wiki/ChatGPT>

5 Source : McCrum, le 16 février 2024.

6 Source :

<https://investor.nvidia.com/investor-resources/faqs/default.aspx#:~:text=back%20to%20top-,When%20was%20NVIDIA's%20initial%20public%20offer-ing%20and%20what%20was%20the,%2C%201999%20at%20%2412%2Fshare.>

7 Source : <https://www.pinecone.io/learn/series/image-search/imagenet/>

8 Les actions des « Sept magnifiques » correspondent à un groupe de sociétés très performantes sur le marché boursier américain : Alphabet (GOOGL ; GOOG), Amazon (AMZN), Apple (AAPL), Meta Platforms (META), Microsoft (MSFT), NVIDIA (NVDA) et Tesla (TSLA).

Important Risks Related to this Article

Informations importantes

Communications commerciales publiées dans l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree Ireland Limited, une société autorisée et réglementée par la Central Bank of Ireland.

Communications commerciales émises dans des juridictions en dehors de l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree UK Limited, une société autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.

WisdomTree Ireland Limited et WisdomTree UK Limited sont toutes les deux désignées comme « WisdomTree » (le cas échéant). Notre Politique sur les conflits d'intérêts et notre Inventaire sont disponibles sur demande.

Réservé aux clients professionnels uniquement. Les informations figurant dans ce document sont fournies à titre informatif et ne constituent pas une ore de vente, ou une sollicitation d'ore d'achat de titres ou d'actions. Ce document ne doit pas être utilisé comme fondement d'une décision d'investissement. La valeur des investissements peut fluctuer et vous êtes susceptible de perte tout ou partie du montant investi. La performance passée ne constitue pas nécessairement une indication des performances futures. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations figurant dans le prospectus approprié et sur des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques.

L'application des réglementations et lois fiscales peut souvent conduire à des interprétations diérentes. Tous les points de vue ou opinions exprimés dans cette communication représentent les points de vue de WisdomTree et ne doivent pas être interprétés comme des conseils réglementaires, fiscaux ou juridiques. WisdomTree ne donne aucune garantie ou représentation quant à l'exactitude des vues ou opinions exprimées dans cette communication. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations contenues dans le prospectus approprié et après avoir sollicité des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques. Ce document n'est pas et ne doit en aucun cas être interprété comme une publicité ou une ore publique d'actions ou de titres aux États-Unis ou dans toute province ou tout territoire des États-Unis. L'introduction, la transmission et la distribution (directes ou indirectes) de l'original ou d'une copie de ce document sont interdites aux États-Unis.

Bien que WisdomTree s'efforce d'assurer l'exactitude du contenu de ce document, WisdomTree ne peut en garantir l'exactitude. Les fournisseurs de données tiers sollicités pour obtenir les informations contenues dans le présent document ne donnent aucune garantie ou représentation de quelque sorte en rapport avec ces données. Lorsque WisdomTree exprime ses propres opinions concernant le produit ou l'activité du marché, ces opinions sont susceptibles de changer. WisdomTree, ses alliés et leurs dirigeants, directeurs, partenaires ou employés respectifs déclinent toute responsabilité pour toute perte directe ou indirecte découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu.