

# Ce que nous enseigne Cisco concernant Nvidia, la nouvelle « star de l'IA »

Publié le 7 septembre 2023

**Jeremy Schwartz, CFA**

Global Chief Investment Officer

**Joseph Attia**

Research Analyst

L'ascension fulgurante qu'a récemment connue Nvidia rappelle l'essor de Cisco au cours de l'ère dot-com. Les deux entreprises étaient des géants de la technologie, promouvant des évolutions technologiques significatives, et se sont inscrites au cœur de révolutions technologiques transformatrices.

À la fin des années 1990 et au début des années 2000, Cisco était non seulement un géant de la technologie, mais également un pilier d'un Internet en pleine croissance. Lorsque le monde a pris conscience du potentiel d'Internet, les routeurs et commutateurs de Cisco sont devenus indispensables, en transformant les rêves numériques en réalités tangibles. Son matériel informatique a joué un rôle essentiel en tant qu'infrastructure critique dans la création de l'Internet moderne.

De la même manière, Nvidia, qui était initialement reconnue pour son expertise dans le domaine des unités de traitement graphique (GPU), s'est positionnée à l'avant-garde d'un autre changement de paradigme numérique : l'intelligence artificielle (IA).

En raison de ses vastes applications allant de l'analyse de données aux véhicules autonomes, l'IA nécessite une puissance de calcul considérable. Les GPU de Nvidia sont désormais utilisés à d'autres fins que les simples jeux vidéo, alimentant aujourd'hui les calculs des applications d'IA les plus avancées.

## **Illustration 1 : Les ratios cours/chiffre d'affaires (C/CA) de NVDA et CSCO atteignent des niveaux similaires à leurs niveaux record**

*Source: Jeremy Siegel et Jeremy Schwartz, recherche pour Stocks for the Long Run, 6e édition, 2022. Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.*

À leurs niveaux record, les deux entreprises ont affiché des valorisations considérables, attirant les investisseurs grâce à leur potentiel de croissance apparemment illimité. À mesure de l'évolution du paysage technologique, Cisco a néanmoins dû affronter de nouveaux concurrents tels qu'Arista, Brocade et Juniper. Ces « nouveaux venus » ont enregistré une croissance rapide de leur chiffre d'affaires, dépassant souvent Cisco après l'éclatement de la bulle Internet. Tandis que la croissance du chiffre d'affaires de Cisco depuis 2003 a atteint 5,15 % par an, Juniper et Brocade ont respectivement affiché

une croissance de 12,08 % et 10,15 %. Depuis 2015, Arista a affiché une croissance impressionnante de son chiffre d'affaires annuel, qui a atteint 28,34 %<sup>1</sup>.

Les actualités récentes pourraient faire douter les investisseurs de la capacité de Nvidia à conserver sa part de marché dominante ainsi qu'à soutenir la croissance de son chiffre d'affaires à long terme. AMD prévoit de sortir sa puce MI300X dans le courant de l'année, laquelle concurrencera directement les puces de Nvidia. Bien qu'il soit peu probable que cela réduise significativement la part de marché de Nvidia, cela indique néanmoins une concurrence croissante et un paysage en évolution. AMD prévoit également d'investir près de 400 millions de dollars en Inde au cours des cinq prochaines années, en construisant son plus grand centre de conception au sein du pôle technologique de Bangalore<sup>2</sup>.

Intel, autre acteur majeur de l'industrie des puces électroniques, a récemment annoncé un investissement massif de 80 milliards d'euros en Europe au cours de la prochaine décennie, dont une part importante sera consacrée à la construction d'usines de fabrication de semi-conducteurs en Allemagne<sup>3</sup>. Ces initiatives devraient renforcer la présence d'AMD et d'Intel sur le marché des puces d'IA, remettant directement en question la capacité de Nvidia à étendre son leadership à d'autres régions du monde.

Bien que Nvidia détienne actuellement une position dominante sur le marché des GPU d'IA, ses concurrents se positionnent stratégiquement afin de contester cette domination, notamment dans les régions où l'influence de Nvidia continue de croître. De la même manière que Cisco a fait face à la concurrence féroce d'acteurs émergents au début des années 2000, Nvidia doit désormais naviguer dans un environnement où ses concurrents progressent considérablement sur de nouveaux marchés.

**Illustration 2 : Croissance du chiffre d'affaires dans le secteur technologique de l'indice S&P 500, et de Cisco depuis mars 2000**



Même face à la concurrence, le statut de géant de la tech de Cisco a été indéniable. L'entreprise a même réussi à maintenir un taux de croissance annuel du chiffre d'affaires de 9,9 % pendant la décennie qui a suivi son pic de valorisation P/S en mars 2000, soit un taux de croissance près de trois fois plus élevé que les 3,4 % du marché. Au cours des 22 années suivantes, la croissance du chiffre d'affaires de Cisco a ralenti, et s'élève actuellement à environ 6,2 % par an, soit un taux nettement supérieur aux taux de croissance annuels du chiffre d'affaires du marché et du secteur technologique, qui s'élèvent respectivement à 4,2 % et 5,4 %. Cependant, malgré une croissance solide et une domination continue (bien que réduite) sur le marché, le cours de ses actions n'a toujours pas retrouvé les niveaux atteints au début des années 2000.

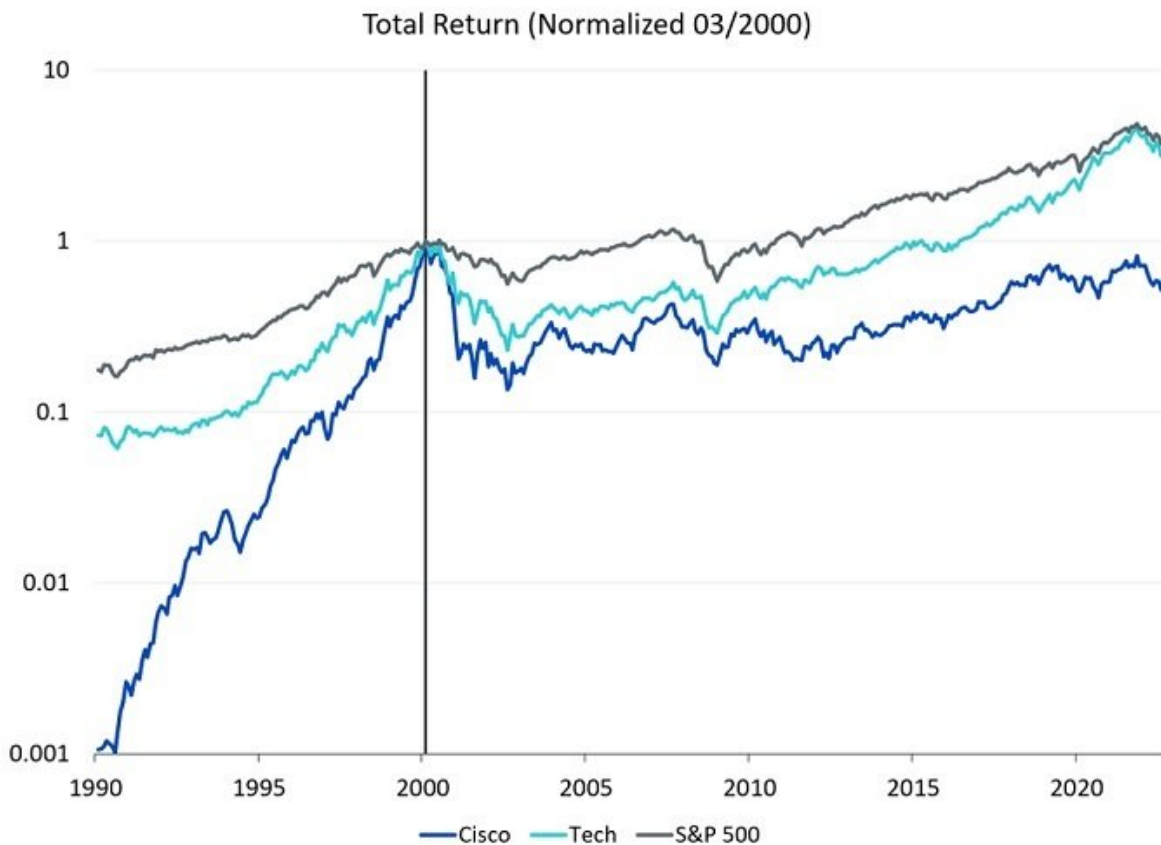
Sa mauvaise évaluation de la dynamique de l'offre et de la demande fait partie des facteurs qui ont contribué à la chute de Cisco. Au début des années 2000, Cisco a été excessivement optimiste quant à la poursuite de la croissance d'Internet et à son rôle dans celle-ci, même lorsque ses concurrents et fournisseurs ont commencé à réviser à la baisse leurs prévisions de croissance. Cet optimisme l'a conduite à passer d'importantes commandes auprès de ses fabricants d'électronique sous contrat (CEM), dans la mesure où, à l'époque, Cisco avait reçu plus de commandes qu'elle ne pouvait en traiter, prévoyant que la demande future se maintiendrait. Cependant, lorsque la bulle Internet a éclaté et que les prévisions de croissance de l'industrie ont commencé à décliner, Cisco s'est retrouvée dans une situation difficile.

Ses CEM, qui profitaient d'une production supplémentaire indépendamment de la demande, avaient augmenté leur production. Cependant, en raison du ralentissement de la demande, Cisco a été confrontée

à une offre excédentaire. Cette erreur de calcul a abouti à une dépréciation massive des stocks de 2,25 milliards de dollars en 20014.

Aujourd'hui, Nvidia exprime un sentiment similaire, en affirmant que les fabricants de puces électroniques ne parviennent pas à suivre la demande croissante de leurs produits. Le rapport d'UBS sur Nvidia du mois d'août 2023 a indiqué que la demande relative à ces puces était « au moins cinq à dix fois » supérieure à l'offre. Bien que le boom de l'IA soit indéniable, le paysage technologique présente de nombreuses incertitudes. En outre, d'autres préoccupations surgissent concernant l'incertitude de l'environnement économique futur, ainsi que la nouvelle concurrence. Si les prévisions de Nvidia ne prennent pas en compte tous ces facteurs au sein de cet environnement volatile, l'entreprise pourrait se retrouver dans une situation similaire à celle de Cisco. Comme l'histoire l'a montré, même les géants de la technologie ne sont pas à l'abri des conséquences de telles erreurs de calcul.

**Illustration 3 : Rendement du secteur technologique de l'indice S&P 500 et de Cisco à partir de février 1990, normalisé à la ligne verticale, soit mars 2000 (valorisation P/S maximale pour Cisco)**



*Source: Jeremy Siegel et Jeremy Schwartz, recherche pour Stocks for the Long Run, 6e édition, 2022. Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.*

Les conséquences du pic de Cisco au cours de l'ère dot-com prouvent que, dans l'univers de la technologie, une innovation révolutionnaire ne garantit pas automatiquement un succès à long terme.

Au-delà des produits et services, il est également important d'évaluer avec précision la demande du marché, de gérer les changements de dynamique, et d'anticiper la concurrence. Bien que Cisco ait été une entreprise emblématique aux débuts d'Internet, son incapacité à atteindre à nouveau son niveau de valorisation le plus élevé enregistré il y a plus de 20 ans démontre l'importance de ces nuances de marché.

### Les géants de la tech en mars 2000

Bien que Nvidia et Cisco partagent certaines similitudes, il serait intéressant d'élargir notre perspective aux plus grandes entreprises technologiques de mars 2000. Il s'agissait des entreprises au cœur de la frénésie de l'ère dot-com, affichant des valorisations qui reflétaient l'optimisme démesuré de l'époque. Que sont-elles devenues, et qu'est-ce que cela signifie pour Nvidia ?

### Illustration 4 : Rendements et croissance du chiffre d'affaires ultérieurs des 20 plus grandes actions technologiques + Amazon en mars 2000

Name	Mar 2000 P/S	5 Yr		10 Yr		20 Yr	
		Ret	Sales Growth	Ret	Sales Growth	Ret	Sales Growth
S&P 500	2.5	-3.1%	3.1%	-0.6%	3.4%	4.8%	3%
MICROSOFT CORP	27	-12.4%	12.5%	-3.8%	10.4%	8.0%	9.6%
CISCO SYSTEMS INC	37	-25.4%	11.2%	-10.3%	9.9%	-2.1%	7.0%
INTEL CORP	15	-18.5%	3.3%	-9.0%	2.4%	1.3%	4.7%
ORACLE CORP	21	-20.4%	3.5%	-4.0%	10.9%	1.8%	6.9%
INTERNATIONAL BUSINESS MACHS COR	2	-4.4%	2.3%	1.9%	1.1%	1.8%	-0.6%
LUCENT TECHNOLOGIES INC	7	-43.3%	-20.0%				
SUN MICROSYSTEMS INC	12	-38.7%	-1.9%				
DELL INC	5	-6.6%	13.5%	-12.0%	7.5%		
E M C CORP MA	19	-27.5%	4.0%	-11.6%	7.7%		
H P INC	3	-15.0%	13.3%	1.1%	10.3%	-0.2%	1.5%
TEXAS INSTRUMENTS INC	13	-20.2%	3.4%	-10.5%	1.0%	2.8%	1.5%
QUALCOMM INC	27	-13.0%	4.2%	-4.8%	9.9%	1.3%	8.2%
MOTOROLA SOLUTIONS INC	3	-18.4%	-1.1%	-15.8%	-8.0%	0.0%	-7.0%
APPLIED MATERIALS INC	12	-19.2%	6.6%	-11.2%	-0.8%	1.2%	4.7%
VIAVI SOLUTIONS INC	158	-57.5%	8.4%	-35.2%	10.2%	-17.9%	4.8%
CORNING INC	10	-29.5%	-4.6%	-10.6%	1.5%	-4.3%	4.0%
VERITAS SOFTWARE CORP	68	-29.3%	22.4%				
JUNIPER NETWORKS INC	265	-30.1%	58.4%	-13.6%	36.3%	-8.6%	18.2%
C A INC	5	-14.2%	-10.1%	-8.4%	-3.7%		
MICRON TECHNOLOGY INC	7	-30.3%	1.1%	-16.5%	1.8%	-2.0%	8.1%
AMAZON INC	12	-12.5%	30.5%	7.3%	30.1%	18.3%	28.6%

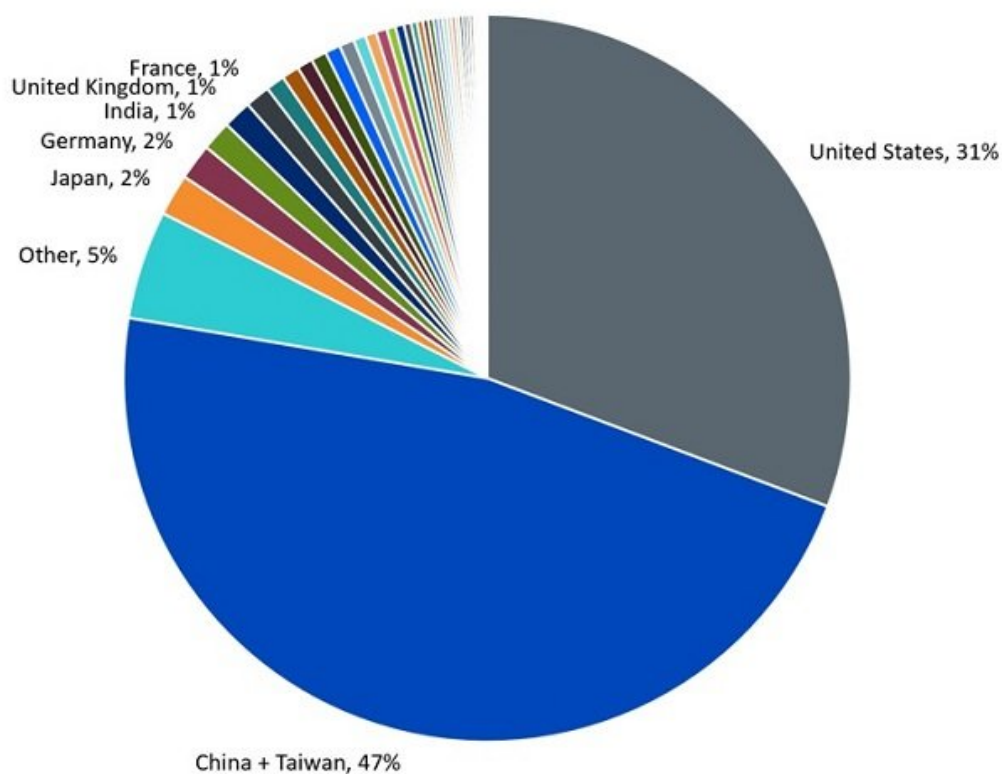
Source: Jeremy Siegel et Jeremy Schwartz, recherche pour *Stocks for the Long Run*, 6e édition, 2022. Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.

Seules deux entreprises parmi les 20 premières actions technologiques en 2000 ont surperformé au cours des 20 années suivantes : Microsoft et Amazon. Microsoft a affiché une croissance de son chiffre d'affaires de près de 10 % par an pendant vingt ans, tandis qu'Amazon a enregistré une croissance de près de 30 % par an. Ceci peut potentiellement s'expliquer par la taille de ces deux entreprises ainsi que par la diversification de leurs revenus, qui leur permet de se protéger contre les changements soudains du

paysage concurrentiel susceptibles de réduire leur valeur. Ce sont également deux leaders du secteur des infrastructures de cloud computing public.

Tandis que Microsoft et Amazon bénéficient d'une plus grande résilience grâce à leurs sources de revenus diversifiées, Nvidia semble connaître une situation plus difficile. Le dernier compte de résultat de Nvidia montre que ses revenus de 26 milliards de dollars proviennent principalement de deux segments de produits : environ 15 milliards de dollars proviennent du segment Informatique et mise en réseau, et 11 milliards de dollars proviennent du segment Graphique 5.

### Illustration 5 : Chiffre d'affaires de Nvidia par pays



Source: WisdomTree, Factset. Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.

Cette dépendance vis-à-vis de quelques facteurs principaux ressort plus clairement dans l'illustration 5, qui montre qu'une part significative (près de la moitié) de ses revenus provient de Chine et de Taïwan. Un flux de revenus aussi concentré, notamment en provenance de régions en proie à des tensions géopolitiques croissantes, met en lumière les risques géopolitiques potentiels et l'exposition à la Chine qui sont inhérents à un investissement dans Nvidia.

Même les moins bons élèves affichent une croissance de leur chiffre d'affaires plus que deux fois supérieure à celle du S&P 500 au cours des 10 et 20 années suivantes. Cependant, la valorisation initiale élevée a agi en tant qu'ancre, et a entraîné une baisse de leurs rendements futurs.

### Illustration 6 : Moyennes des 20 plus grandes actions technologiques + Amazon en mars 2000, classées en fonction de leur performance relative par rapport au marché

Name	Count	Mar 2000 P/S	5 Yr		10 Yr		20 Yr	
			Ret	Sales Growth	Ret	Sales Growth	Ret	Sales Growth
S&P 500		2.5	-3.1%	3.1%	-0.6%	3.4%	4.8%	3.0%
Total	21	35	-23.2%	7.7%	-9.3%	7.7%	0.1%	6.7%
10 Yr Winners	3	6	-10.6%	15.4%	3.5%	13.8%	6.6%	9.8%
10 Yr Losers	15	42	-22.9%	7.6%	-11.8%	6.5%	-1.6%	5.9%
20 Yr Winners	2	19	-12.5%	21.5%	1.7%	20.2%	13.1%	19.1%
20 Yr Losers	13	44	-23.2%	8.5%	-10.6%	6.7%	-1.9%	4.8%

Source: Jeremy Siegel et Jeremy Schwartz, recherche pour Stocks for the Long Run, 6e édition, 2022. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Ces histoires nous rappellent qu'être à la pointe de l'innovation ne garantit pas un succès continu et durable. Nvidia fait face à un double défi : se défendre face à la montée en puissance de concurrents, et anticiper correctement l'évolution du marché. Il faut garder à l'esprit que les concurrents peuvent être d'autres acteurs du marché des puces électroniques tels qu'AMD, ou de grandes entreprises qui investissent dans la conception de leurs propres puces personnalisées. Le marché n'est généralement pas favorable à l'existence d'un unique fournisseur de puissance de calcul pour l'intelligence artificielle (IA).

Cela rappelle aux investisseurs qu'ils ne doivent pas s'emballer et examiner la rentabilité à long terme d'une action dont la valorisation est actuellement très élevée.

#### Related products

+ [WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF – USD Acc](#)

#### Related blogs

+ [Performance after peak valuation: navigating the tech sector's high multiples](#)

1 Source Jeremy Siegel with Jeremy Schwartz, research for Stocks for the Long Run, 6th ed., 2022.

2 Source TechCrunch. (28 July 2023). AMD plans to invest \$400 million in India by 2028.

3 Source TechCrunch. (15 March 2022). Intel plans to build a \$19 billion chip plant in Germany.

4 Source CNET. (2 January 2000). Cisco's \$2.25 billion mea culpa.

5 Source Statista Intelligence. (2023). Nvidia Revenue by Segment Report.

## 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'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.