

Où sont les revenus de l'IA ? Un aperçu des multiples de chiffre d'affaires des très grandes capitalisations technologiques

Publié le 14 août 2024

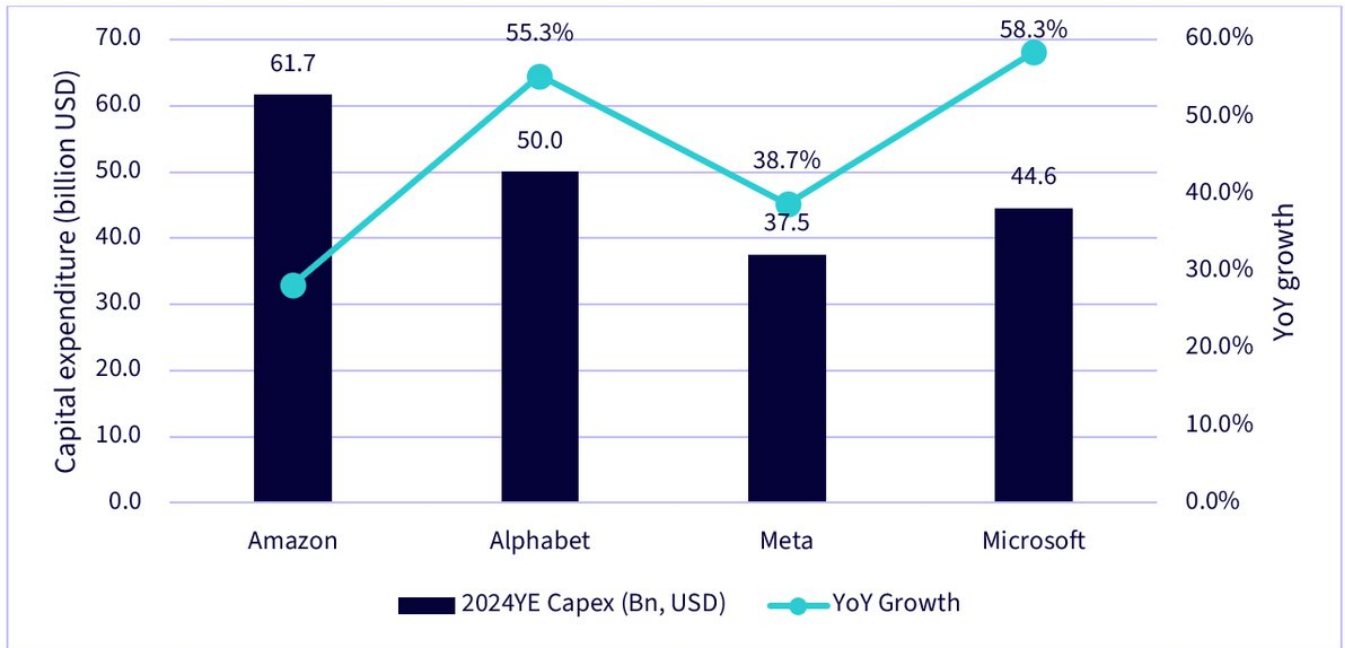
Blake Heimann

Senior Associate, Quantitative Research

- Les entreprises investissent des milliards dans une infrastructure d'IA qui leur permettra de répondre aux demandes futures.
- Au pic de l'engouement autour de l'IA, les multiples de valorisation des très grandes capitalisations ont considérablement augmenté.
- Certaines valorisations demeurent à des niveaux historiques normaux, et ne sont pas entièrement déconnectées de la réalité.
- Il est important de rester sensible aux valorisations lors du dimensionnement des positions, afin d'éviter une surconcentration au plus haut des valorisations.

Depuis la sortie de ChatGPT, les très grandes capitalisations technologiques vouées à tirer profit d'outils logiciels optimisés par l'IA, ou de capacités de formation des modèles d'IA dans le cloud, ont vu le cours de leurs actions grimper en flèche. Beaucoup d'entre elles n'ont cependant pas encore enregistré une croissance significative de leur chiffre d'affaires en lien avec l'IA, ni connu d'impact substantiel sur leurs résultats financiers. C'est ce qui constitue la base de ce que Sequoia Capital appelle la [question des 600 milliards de dollars de l'IA](#) c'est-à-dire la question de savoir si les niveaux actuels de dépenses d'investissement (capex) peuvent aboutir à un chiffre d'affaires estimé à 600 milliards de dollars, généré par les logiciels et services d'IA, pour fournir un retour sur investissement (RSI) positif, compte tenu de l'importance des fonds investis par l'industrie dans l'infrastructure matérielle.

Illustration 1 : Estimations des dépenses d'investissement des très grandes capitalisations technologiques pour la fin de l'année 2024



Source : Koyfin, 29 juillet 2024. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Les bénéficiaires évidents de cet investissement sont jusqu'à présent Nvidia et ses homologues dans le domaine des semi-conducteurs, qui ont enregistré une croissance exponentielle de leur chiffre d'affaires en raison de la forte demande de puces électroniques destinées à former l'IA. Des dépenses d'investissement importantes étant réalisées pour l'achat de ces puces et pour la construction de la prochaine vague de centres de données d'IA, plusieurs questions essentielles se posent : Les utilisateurs finaux et les entreprises bénéficieront-ils de suffisamment de valeur pour que ces coûts soient justifiés ? Les investissements actuels dans l'infrastructure d'IA généreront-ils des rendements positifs ? Et, plus important encore, ces sociétés sont-elles valorisées à leur juste niveau ?

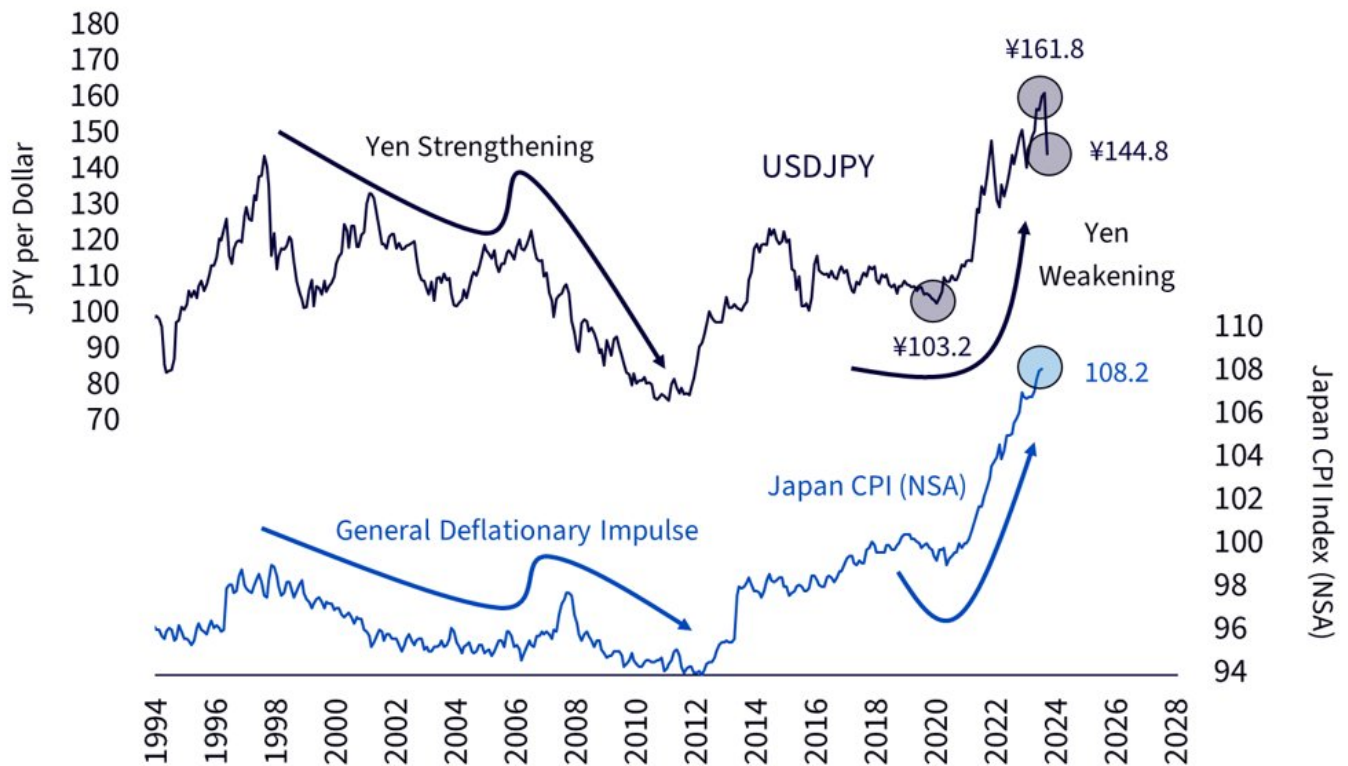
Dans cet article, nous nous concentrerons sur la question de la valorisation, et nous examinerons si les cours actuels des actions de ces géants technologiques sont justifiés, compte tenu de l'impact modeste de l'IA sur leur chiffre d'affaires jusqu'à présent.

Tendances de valorisation et sentiment du marché

Le discours prédominant a toujours présenté l'IA comme une révolution dans le domaine des logiciels. Bien que les semi-conducteurs soient des outils essentiels, les logiciels sont voués à constituer le principal facteur de différenciation, les utilisateurs recherchant en effet les plateformes intelligentes les plus avancées. Ainsi, les très grandes capitalisations technologiques ont connu une appréciation significative du prix de leurs actions depuis le lancement de ChatGPT en raison de l'optimisme des investisseurs quant à une concentration des futurs bénéfices potentiels de l'IA dans ces acteurs de premier plan. Cet enthousiasme a cependant conduit à une forte augmentation des multiples de valorisation, ce que beaucoup considèrent comme l'indicateur potentiel d'une bulle.

Sur la période écoulée depuis le lancement de ChatGPT, l'illustration 2 indique que le ratio cours/chiffre d'affaires prévisionnel (C/CA) du Nasdaq est passé de 3,8 à 5,0, soit une augmentation modérée de 34 %. En revanche, les ratios d'Amazon, Google, Meta et Nvidia ont tous augmenté de plus de 50 %, parfois de plus de 100 %. Ceci pourrait indiquer soit que ces actions sont surévaluées, soit que le marché les considère comme évaluées à leur juste niveau en raison de prévisions de potentiels revenus et bénéfices substantiels futurs liés à l'IA, au-delà des prévisions actuelles de revenus.

Illustration 2 : Augmentation des multiples relatifs au ratio cours/chiffre d'affaires prévisionnel après le lancement de ChatGPT



Source : Bloomberg 24 juillet 2024. La période débute au lancement de ChatGPT, le 30 novembre 2022.

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

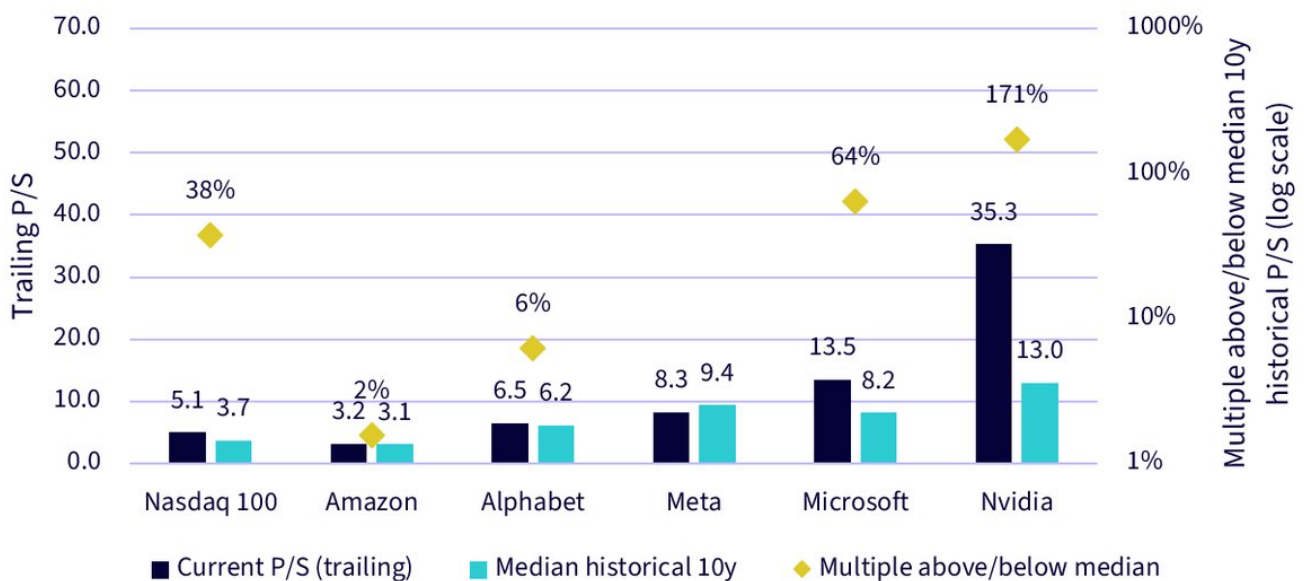
Plus récemment, le sentiment de Wall Street à l'égard de ces entreprises est passé de positif à négatif, les investisseurs remettant en question le retour sur investissement potentiel des dépenses d'investissement importantes, ainsi que le calendrier de réalisation de ces rendements. Les publications des résultats financiers des grandes entreprises technologiques la semaine dernière révèlent des résultats mitigés.

L'action Amazon a diminué en raison de perspectives prudentes de revenus, ainsi que de ventes décevantes, le tout accentué par les coûts croissants d'expansion d'Amazon Web Services. Microsoft a rapporté un ralentissement de sa croissance dans sa branche de cloud computing Azure, et prévoit de poursuivre ses investissements substantiels dans les centres de données. Meta rapporte en revanche

de solides bénéfiques, apaisant ainsi les investisseurs et donnant du temps pour que ses investissements dans l'IA portent leurs fruits. Dans le même temps, l'action Alphabet a chuté, après que l'entreprise a surpris Wall Street avec des coûts nettement plus élevés, ce qui a éclipsé un chiffre d'affaires pourtant meilleur que prévu. En fin de semaine, l'impact d'un rapport sur l'emploi décevant a encore accentué la baisse de ces actions, conduisant les investisseurs à réévaluer leurs positions dans un contexte de ralentissement de l'économie. Par conséquent, **les multiples ont significativement diminué, à mesure que les investisseurs vendent leurs actions et se repositionnent.** La prime de valorisation précédemment accordée à ces titres a diminué, l'inquiétude grandissant quant au risque d'écart entre l'engouement autour de l'IA et les résultats réels.

L'examen des ratios cours sur chiffre d'affaires (C/CA) actuels dans le contexte des tendances historiques est susceptible de fournir des informations précieuses concernant la question de savoir si les valorisations sont devenues excessives par rapport au passé. L'illustration 3 nous éclaire sur la question de la justification des récentes baisses du cours des actions.

Illustration 3 : Ratios C/CA actuels vs. période de 10 ans



Source : Bloomberg 24 juillet 2024. Le ratio C/CA de Meta au-dessus/en dessous du ratio C/CA historique sur 10 ans n'apparaît pas en raison des limites de l'axe, et s'élève à -12 %. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Nvidia et Microsoft se démarquent comme des cas spécifiques, présentant des ratios C/CA significativement plus élevés que leurs médianes historiques sur 10 ans. Cela pourrait suggérer deux possibilités : soit le marché établit une juste valeur car il s'attend à une croissance future extrêmement forte, soit il s'agit d'une surévaluation. En rassemblant les ratios prévisionnels et historiques, nous observons qu'Amazon, Google et Meta se sont récemment rétablis après des ratios de valorisation relativement faibles. Après l'augmentation significative des multiples de valorisation suite au lancement de ChatGPT,

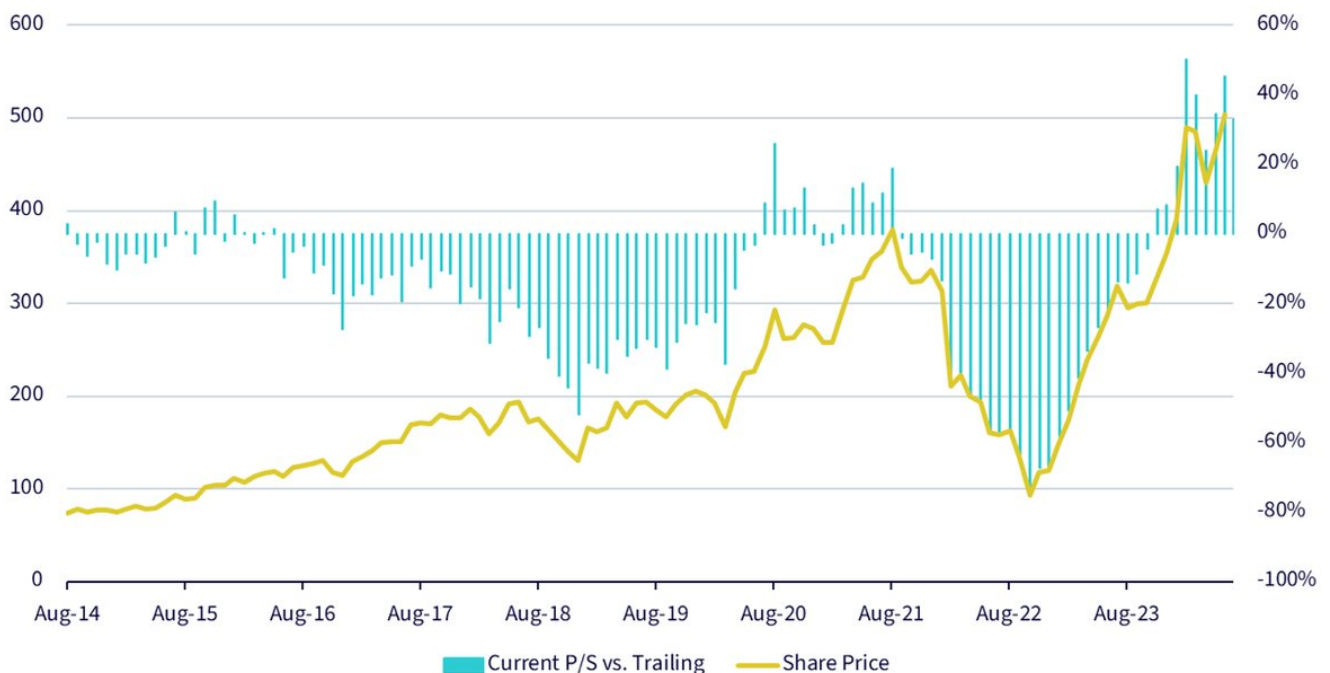
elles ont retrouvé des valorisations plus en phase avec leurs chiffres historiques. La situation pourrait en revanche être différente pour Microsoft et Nvidia, dans la mesure où ces deux sociétés ont connu une augmentation significative de leur multiple de valorisation au-delà de ce que l'on observe plus largement sur l'indice Nasdaq, nettement au-dessus des niveaux historiques normaux.

La possibilité que l'IA change considérablement la donne pour les très grandes capitalisations technologiques pourrait justifier des valorisations plus élevées aujourd'hui et à l'avenir. Historiquement, un investissement dans ces sociétés réalisé il y a cinq ans ou plus se révèle extrêmement rentable, quelle que soit la valorisation. Pour autant, les valorisations actuelles de certaines d'entre elles indiquent une importante « prime de valorisation » par rapport au passé, ce qui explique sans doute pourquoi les investisseurs se montrent plus prudents. Cette prudence a contribué aux récentes baisses de prix, même dans un contexte de résultats positifs.

Perspectives historiques relatives aux valorisations

Le fait d'investir dans des technologies exponentielles telles que l'IA peut bénéficier aux portefeuilles, mais il est essentiel de gérer le risque de concentration et le timing du marché. En gardant conscience des tendances relatives aux valorisations, les investisseurs peuvent alléger stratégiquement leurs positions lorsqu'elles sont surévaluées, et les renforcer lorsqu'elles sont sous-évaluées, en suivant le fameux adage « acheter bas, vendre haut ». Un graphique relatif à Meta, sur une période de 10 ans, illustre comment l'allègement des positions en périodes de surévaluation, et l'accumulation en périodes de sous-évaluation, par rapport aux niveaux historiques normaux, auraient pu se révéler bénéfiques.

Illustration 4 : Cours de l'action Meta et historique du ratio C/CA (médiane actuelle vs. historique)



Source : Bloomberg 24 juillet 2024. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Le fait de réfléchir aux bulles passées du marché, telles que Cisco à l'époque de la bulle Internet, peut apporter de précieux éléments contextuels pour rester attentif aux valorisations au moment d'investir dans des actions technologiques. Le ratio C/CA de Cisco avait à l'époque explosé jusqu'à atteindre 60, avant que le cours de l'action ne s'effondre de plus de 80 % au début des années 2000. Comparativement, le ratio C/CA actuel de Nvidia s'élève à environ 35, loin des niveaux observés lors de la bulle Internet, ce qui indique une valorisation moins extrême.

Illustration 5 : Ratio C/CA Nvidia vs. Cisco



Source : WisdomTree, Bloomberg, au 24 juillet 2024. **Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Cette mise en perspective historique permet de répondre à la question « Où se situe la limite ? », lorsque les valorisations semblent excessives. Bien que les ratios C/CA des très grandes capitalisations technologiques aient considérablement augmenté depuis le début de la vague de l'IA, ils demeurent bien inférieurs aux extrêmes observés à l'époque de la bulle Internet. Nous pouvons par conséquent considérer que même si les multiples de valorisation ont bondi depuis le lancement de ChatGPT, nous ne sommes pas en présence d'une bulle comparable à celle du début des années 2000.

Conclusion

Bien que l'investissement dans l'IA et les technologies exponentielles apparaisse très enthousiasmant, il est indispensable d'adopter une approche consciente des valorisations. Plutôt que de renoncer en-

tièrement à ces investissements, les investisseurs doivent ajuster leur exposition à mesure que les valorisations fluctuent, en veillant à éviter la surconcentration en périodes de pic des valorisations, ainsi qu'en conservant un portefeuille diversifié.

Chez WisdomTree, nous appliquons cette approche dans le cadre du [WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF](#). Ce fonds suit un raisonnement méthodique visant à exploiter les gains potentiels dans le domaine de l'IA à travers sa chaîne de valeur, qui inclut des entreprises pionnières, facilitatrices et amélioratrices. Exposé aux entreprises pionnières (sociétés de logiciels opérant directement dans l'IA et menant une activité d'IA), aux entreprises facilitatrices (sociétés de matériels qui fournissent l'infrastructure permettant à l'IA de fonctionner), et aux entreprises amélioratrices (géants technologiques de premier plan dans le domaine de l'IA, mais dont l'essentiel du chiffre d'affaires ne provient pas de l'IA), ce fonds demeure diversifié grâce à une approche équilibrée spécifique, conférant aux investisseurs la possibilité de rééquilibrer leurs allocations, ainsi que l'avantage de la souplesse dans un environnement de marché très dynamique.

Important Risks Related to this Article

IMPORTANT INFORMATION

Marketing communications issued in the European Economic Area (“EEA”): This document has been issued and approved by WisdomTree Ireland Limited, which is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland. **Marketing communications issued in jurisdictions outside of the EEA:** This document has been issued and approved by WisdomTree UK Limited, which is authorised and regulated by the United Kingdom Financial Conduct Authority. WisdomTree Ireland Limited and WisdomTree UK Limited are each referred to as “WisdomTree” (as applicable). Our Conflicts of Interest Policy and Inventory are available on request. For professional clients only. Past performance is not a reliable indicator of future performance. Any historical performance included in this document may be based on back testing. Back testing is the process of evaluating an investment strategy by applying it to historical data to simulate what the performance of such strategy would have been. Back tested performance is purely hypothetical and is provided in this document solely for informational purposes. Back tested data does not represent actual performance and should not be interpreted as an indication of actual or future performance. The value of any investment may be affected by exchange rate movements. Any decision to invest should be based on the information contained in the appropriate prospectus and after seeking independent investment, tax and legal advice. These products may not be available in your market or suitable for you. The content of this document does not constitute investment advice nor an offer for sale nor a solicitation of an offer to buy any product or make any investment. An investment in exchange-traded products (“ETPs”) is dependent on the performance of the underlying index, less costs, but it is not expected to match that performance precisely. ETPs involve numerous risks including among others, general market risks relating to the relevant underlying index, credit risks on the provider of index swaps utilised in the ETP, exchange rate risks, interest rate risks, inflationary risks, liquidity risks and legal and regulatory risks. The information contained in this document is not, and under no circumstances is to be construed as, an advertisement or any other step in furtherance of a public offering of shares in the United States or any province or territory thereof, where none of the issuers or their products are authorised or registered for distribution and where no prospectus of any of the issuers has been filed with any securities commission or regulatory authority. No document or information in this document should be taken, transmitted or distributed (directly or indirectly) into the United States. None of the issuers, nor any securities issued by them, have been or will be registered under the United States Securities Act of 1933 or the Investment Company Act of 1940 or qualified under any applicable state securities statutes. This document may contain independent market commentary prepared by WisdomTree based on publicly available information. Although WisdomTree endeavours to ensure the accuracy of the content in this document, WisdomTree does not warrant or guarantee its accuracy or correctness. Any third party data providers used to source the information in this document make no warranties or representation of any kind relating to such data. Where WisdomTree has expressed its own opinions related to product or market activity, these views may change. Neither WisdomTree, nor any affiliate, nor any of their respective officers, directors, partners, or employees accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its contents. This document may contain forward looking statements including statements regarding our

belief or current expectations with regards to the performance of certain assets classes and/or sectors. Forward looking statements are subject to certain risks, uncertainties and assumptions. There can be no assurance that such statements will be accurate and actual results could differ materially from those anticipated in such statements. WisdomTree strongly recommends that you do not place undue reliance on these forward-looking statements. WisdomTree Issuer ICAV The products discussed in this document are issued by WisdomTree Issuer ICAV ("WT Issuer"). WT Issuer is an umbrella investment company with variable capital having segregated liability between its funds organised under the laws of Ireland as an Irish Collective Asset-management Vehicle and authorised by the Central Bank of Ireland ("CBI"). WT Issuer is organised as an Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities ("UCITS") under the laws of Ireland and shall issue a separate class of shares ("Shares") representing each fund. Investors should read the prospectus of WT Issuer ("WT Prospectus") before investing and should refer to the section of the WT Prospectus entitled » Risk Factors¼ for further details of risks associated with an investment in the Shares. WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF Nasdaq® and the Nasdaq CTA Artificial intelligence Index are registered trademarks of Nasdaq, Inc. (which with its ailiates is referred to as the "Corporations") and are licensed for use by WisdomTree Management Limited. The WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF (the "Fund") has not been passed on by the Corporations as to its legality or suitability. Shares in the Fund are not issued, endorsed, sold, or promoted by the Corporations. THE CORPORATIONS MAKE NO WARRANTIES AND BEAR NO LIABILITY WITH RESPECT TO THE FUND. Notice to Investors in Switzerland – Qualified Investors This document constitutes an advertisement of the financial product(s) mentioned herein. The prospectus and the key investor information documents (KIID) are available from WisdomTree¼s website <https://www.wisdomtree.eu/en-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports> Some of the sub-funds referred to in this document may not have been registered with the Swiss Financial Market Supervisory Authority ("FINMA"). In Switzerland, such sub-funds that have not been registered with FINMA shall be distributed exclusively to qualified investors, as defined in the Swiss Federal Act on Collective Investment Schemes or its implementing ordinance (each, as amended from time to time). The representative and paying agent of the sub-funds in Switzerland is Société Générale Paris, Zurich Branch, Talacker 50, PO Box 5070, 8021 Zurich, Switzerland. The prospectus, the key investor information documents (KIID), the articles of association and the annual and semi-annual reports of the sub-funds are available free of charge from the representative and paying agent. As regards distribution in Switzerland, the place of jurisdiction and performance is at the registered seat of the representative and paying agent. For Investors in France: The information in this document is intended exclusively for professional investors (as defined under the MiFID) investing for their own account and this material may not in any way be distributed to the public. The distribution of the Prospectus and the offering, sale and delivery of Shares in other jurisdictions may be restricted by law. WT Issuer is a UCITS governed by Irish legislation, and approved by the Financial Regulatory as UCITS compliant with European regulations although may not have to comply with the same rules as those applicable to a similar product approved in France. The Fund has been registered for marketing in France by the Financial Markets Authority (Autorité des Marchés Financiers) and may be distributed to investors in France. Copies of all documents (i.e. the Prospectus, the Key Investor Information Document, any supplements or addenda thereto, the latest annual reports and the memorandum of incorporation and articles of association) are available in France, free of charge

at the French centralizing agent, Societe Generale at 29, Boulevard Haussmann, 75009, Paris, France. Any subscription for Shares of the Fund will be made on the basis of the terms of the prospectus and any supplements or addenda thereto. **For Investors in Malta:** This document does not constitute or form part of any offer or invitation to the public to subscribe for or purchase shares in the Fund and shall not be construed as such and no person other than the person to whom this document has been addressed or delivered shall be eligible to subscribe for or purchase shares in the Fund. Shares in the Fund will not in any event be marketed to the public in Malta without the prior authorisation of the Maltese Financial Services Authority. **For Investors in Monaco:** This communication is only intended for duly registered banks and/or licensed portfolio management companies in Monaco. This communication must not be sent to the public in Monaco.