

Le point de vue de

CHRISTOPHE THIBIERGE



Christophe Thibierge,
professeur
de finance
à l'ESCP-EAP.

J eudi 16 mars, LibertySurf a été introduit au règlement mensuel, au prix d'émission de 41 euros par action. Malgré les mises en garde qui commencent à se multiplier sur les valeurs Internet, cette introduction a été fortement suivie. Les participants de la « nouvelle économie » postulent que les méthodes de valorisation financière sont inopérantes pour juger du potentiel des valeurs Internet, et que cela justifie des multiples très élevés de ventes (après tout, si l'on prend une société qui fait zéro franc de ventes, proposer une valorisation à mille fois ses ventes ne paraît pas exagéré).

Ces méthodes nous paraissent pourtant parfaitement justifiées, comme on peut le démontrer à travers le cas de l'action LibertySurf.

En finance, on postule que la valeur d'un actif égale toujours la valeur actuelle des revenus futurs qu'il peut procurer. Une action vaut la valeur actuelle de ses dividendes futurs parce qu'on n'est pas prêt à payer plus que ce que l'action donnera. Pour calculer les revenus d'une action, il suffit de postuler le chiffre d'affaires de départ, le taux de marge nette (le pourcentage de résultat dégagé sur les ventes) et le taux de croissance des revenus. On fixe généralement une période où la société

croît fortement, puis une période de maturité où les revenus ne progressent plus que modérément. On actualise alors tous les revenus par le biais d'un taux d'intérêt. Ce taux d'actualisation permet de ramener tous les gains à une valeur présente et il représente l'exigence de rentabilité de l'investisseur. Les tenants de la « nouvelle économie » postulent que cette méthode n'est pas applicable aux valeurs Internet. On peut certes contester les hypothèses d'estimation des revenus (dividendes) futurs, ou la croissance envisagée, ou le taux d'actualisation retenu, mais pas la démarche. Appli-

qui est introduite en Bourse depuis plusieurs mois. Aujourd'hui, les ventes de Freeserve représentent 129 francs par an par abonné.

Supposons que la société LibertySurf vende déjà pour 129 francs par abonné actif. Cela nous donne un chiffre d'affaires de 48 millions pour l'an 2000. Pour les trois années suivantes, on suppose que le nombre d'abonnés progresse chaque semestre de 30 % (16 % pour Freeserve). Pour passer des ventes au résultat, on applique les taux de résultats observés sur Freeserve, c'est-à-dire une perte représentant le tiers des ventes la première année, la

d'un investisseur est estimée à 20 % par an. Toutes ces prévisions ne peuvent être taxées de pessimisme : on postule un chiffre d'affaires immédiat pour LibertySurf, là où Freeserve a mis deux ans à l'obtenir ; les taux de croissance des quatre premières années sont bien supérieurs aux taux de croissance actuels de Freeserve ; on suppose que LibertySurf arrivera effectivement à l'équilibre en quatrième année ; enfin, il n'est pas sûr que les sociétés croissent fortement jusqu'en 2020. Si l'on se fonde sur le prix d'émission des actions (41 euros), cela donne une valeur de LibertySurf estimée à 23,1 milliards de francs. Nous allons faire varier les paramètres de l'évaluation pour voir à quelles conditions on peut justifier cette valeur.

Quel devrait être le taux de croissance de la société sur les quinze années 2004-2019 pour que la valeur actuelle soit égale à 23,1 milliards de francs ? Il faudra un taux de croissance annuel de plus de 67 % sur quinze ans. Maintenir une telle croissance sur quinze ans est un sacré défi. Si la LibertySurf y parvient, cela signifie qu'elle aura en 2019 un chiffre d'affaires égal à 7,3 fois celui de Microsoft aujourd'hui...

Supposons maintenant qu'au maximum la société réalise le chiffre d'affaires actuel de Microsoft en 2019. La valorisation suppose alors que le taux de marge nette devra être de 67 %, c'est-à-dire un bénéfice égal à 67 % des ventes. Aujourd'hui, le secteur le plus profitable en Europe est celui de l'industrie pharmaceutique, avec des taux de marge de l'ordre de 16 % par an. Et

si l'on fixe 15 % comme taux de marge pour LibertySurf sur ces années, quelle est alors l'exigence de rentabilité qui permette d'aboutir à une valeur de 23,1 milliards ? On obtient une exigence de rentabilité de 12,7 % par an, ce qui peut être plausible dans le cas d'un portefeuille parfaitement diversifié, mais nous doutons que le grand public, qui a souscrit 67,5 fois à l'offre de titres, soit satisfait de cette rentabilité.

On peut enfin postuler que le marché n'arrivera à maturité que bien plus tard. Si l'on suppose une croissance sur quarante ans, en limitant la taille finale à deux fois la taille actuelle de Microsoft, avec un taux de marge de 15 % et une exigence de rentabilité de 20 % par an, LibertySurf vaut alors aujourd'hui 5,7 milliards de francs, soit un peu moins d'un quart de sa valeur à l'émission jeudi 16 mars.

La valorisation effectuée intègre tous les paramètres : le risque de l'action est pris en compte par le taux de rentabilité exigé par l'investisseur ; le taux de croissance des revenus permet de simuler les croissances les plus folles ; le temps que mettra un marché avant d'atteindre la maturité peut aussi être intégré. De plus, nos hypothèses ne sont pas vraiment pessimistes.

On nous répondra que le marché a toujours raison, et qu'il suffit que tous les investisseurs soient convaincus de la valeur de l'action LibertySurf pour que celle-ci continue à monter. En Bourse, on dit pourtant que les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. Que dire alors d'un bonsaï qu'on vendrait déjà sous l'étiquette « séquoia géant » ?

A travers le cas de LibertySurf, il est possible de montrer que les vieilles méthodes financières permettent d'évaluer les nouvelles sociétés.

quons cette démarche à la valorisation de LibertySurf. Dans le cas de LibertySurf, les seuls chiffres clefs fournis sont le nombre d'abonnés, de boîtes aux lettres électroniques, de sites en français, etc. Il n'y a aucune mention de revenus nets ou de recettes. La notice COB de la société donne plus d'informations historiques, mais pas de prévisions. Procédons par comparaison. Nous cherchons une société dans le même domaine d'activité (fournisseur d'accès Internet gratuit), qui publie des comptes. On sélectionne Freeserve, société anglaise créée en 1998,

moitié la deuxième année, le tiers la troisième année. LibertySurf prévoit d'arriver à l'équilibre dès la quatrième année. On postule alors que les revenus nets de LibertySurf représenteront 10 % de ses ventes dès la cinquième année (la marge nette de l'industrie des services informatiques en Europe est à 8 %, et le secteur des médias à 12 %). La période de croissance est estimée à quinze ans (2004-2019), le marché arrivant à maturité en 2020 et ne se développant plus qu'au taux de croissance de l'économie globale (2 % par an). Enfin, l'exigence de rentabilité