

Quels enseignements tirer des valorisations boursières des sociétés Internet ?

par Maurice Nussenbaum, associé Sorgem Evaluation, expert financier près la cour d'appel de Paris, Claire Karsenti, Edouard Chastenet, Teddy Guérineau, consultants Sorgem Evaluation

«... L'Angleterre a mis mille ans pour atteindre un produit national brut de 1 200 milliards de dollars, le commerce électronique devrait réaliser ce même niveau de revenu en 2003, soit huit ans après l'apparition d'Internet...», Pegasus International.

I. INTRODUCTION

Les analystes financiers s'accordent à reconnaître le caractère très spéculatif du marché actuel des valeurs Internet. Il est vraisemblable que ce marché connaîtra tôt ou tard une correction qui affectera les valeurs qui n'auront pu démontrer leur potentiel économique.

A ce jour, les valeurs Internet ont le plus souvent des capitalisations boursières déconnectées de leur rentabilité par le simple fait que, se trouvant dans un stade préliminaire de leur développement, elles accusent surtout des pertes. Que peuvent alors nous apporter les méthodes traditionnelles d'évaluation des sociétés ?

En effet, ces dernières reposent essentiellement sur des bénéfices ou des cash-flows réalisés ou prévus, alors que la valorisation de ces sociétés est avant tout liée aux caractéristiques des fonds de commerce qu'elles développent, et qui constituent des actifs essentiellement immatériels. Elle ne peut être appréhendée que par l'utilisation de critères spécifiques qui jouent plus de manière relative qu'absolue.

Cependant, tous les secteurs d'activité économique sont affectés par les changements in-

duits par Internet. Pour bénéficier, elles aussi, du potentiel de croissance du e-business, les entreprises plus «traditionnelles» doivent prendre en compte l'impact de ces changements sur leur rentabilité future et leur aptitude à créer de la valeur, et cela en construisant des business plans étayés et non pas en appliquant directement des multiples constatés pour les valeurs Internet.

II. L'IRRATIONALITE APPARENTE DES VALORISATIONS BOURSIERES DES SOCIETES INTERNET AU REGARD DES METHODES TRADITIONNELLES D'EVALUATION

A. Tenter d'expliquer les valorisations boursières actuelles des sociétés Internet par les méthodes traditionnelles d'évaluation conduit à des aberrations

1. Présentation des méthodes traditionnelles d'évaluation

Pour la théorie financière, la valeur fondamentale d'une société dépend de ses flux de revenus futurs. Son cours boursier ne peut s'écarter du-

■■■■

5 erreurs à ne pas commettre

- ❶ L'envolée des valeurs Internet ne doit pas faire oublier le sage principe de la diversification : il existe d'autres sources d'innovation et de forte croissance (biotechnologie, robotique, intelligence artificielle, etc.), et d'autres activités plus traditionnelles capables de créer de la valeur.
- ❷ L'envolée des valeurs Internet, et notamment la médiatisation de sociétés s'adressant à des communautés grand public, ne doit pas occulter l'origine des revenus du Net, des biens et des services qui seront produits et distribués (logistiques) par des entreprises traditionnelles qui seront partie intégrante du e-commerce.
- ❸ L'envolée des valeurs Internet, qui peut donner une image individualiste du jeune entrepreneute, ne doit pas faire oublier les principes communautaires du Net : la nouvelle économie est celle des partenariats verticaux et horizontaux, entre producteurs, logisticiens et sites portails, créant ainsi de nouvelles relations économiques.
- ❹ L'envolée des valeurs Internet, valorisation d'actifs immatériels (clientèle, marques, etc.), n'implique pas l'existence d'une stratégie unique pour entrer dans la nouvelle économie (spécialisation-concentration, intégration-externalisation, création-acquisition, etc.).
- ❺ L'envolée des valeurs Internet, remettant en cause les modèles traditionnels d'évaluation, ne doit pas occulter les critères de choix d'investissement reposant sur l'analyse de la rentabilité prévisionnelle, indispensables pour que l'entrée des entreprises traditionnelles dans le e-commerce soit créatrice de valeur ■

blement de cette valeur sans que le marché n'exerce un jour une force de rappel.

Les flux futurs généralement pris en compte pour déterminer la valeur fondamentale sont les flux de trésorerie actualisés, ce qui repose sur l'idée que seuls ces flux contribuent à créer de la valeur pour les actionnaires. Cette méthode est connue sous le nom d'évaluation par les discounted cash-flows (DCF).

En pratique, l'évaluation par les DCF nécessite de définir une période prévisionnelle, un taux d'actualisation et une valeur résiduelle. Les incertitudes inhérentes à toute prévision et la sensibilité des valorisations au taux d'actualisation retenu conduisent à associer à cette méthode l'application de multiples.

La valorisation par le *price earning ratio* ⁽¹⁾ (PER), multiple le plus couramment utilisé, suppose de définir, très précisément, à la fois un échantillon de sociétés comparables permettant de définir un PER de référence, et le bénéfice auquel il s'applique. La pertinence de l'échantillon est essentielle pour la mise en œuvre de cette méthode.

De même, le bénéfice doit être déterminé avec rigueur, du fait de l'existence de différences de traitement comptable (exemple : règle de comptabilisation des survaleurs).

Dans la plupart des cas, on compare la valeur fondamentale (DCF) à celle obtenue par l'approche analogique (PER). Pour des sociétés traditionnelles, ces deux méthodes doivent aboutir à des résultats cohérents puisque toutes deux reposent sur l'idée qu'il existe une relation positive entre la rentabilité attendue d'une entreprise et sa valeur fondamentale.

2. L'inadéquation des méthodes traditionnelles d'évaluation aux valeurs Internet

La mise en œuvre de ces méthodes pour des sociétés de croissance, et particulièrement pour les valeurs Internet, est évidemment rendue difficile par les caractéristiques de ces sociétés : elles sont dans la phase initiale de leur développement, affichent des pertes ou des bénéfices très faibles, et connaissent une croissance exponentielle de leur chiffre d'affaires.

L'application des méthodes traditionnelles d'évaluation à ce type de société à faible rentabilité conduit soit à des valeurs faibles, en contradiction avec l'envolée actuelle des cours boursiers des valeurs Internet, soit à des valorisations indéterminées, parce que très sensibles aux hypothèses de rentabilité future et de taux de croissance.

Cette contradiction est illustrée par la comparaison entre les prix d'introduction en Bourse des valeurs Internet, estimés pour partie par des approches traditionnelles, et leurs cours boursiers postérieurs :

Sociétés	Cours de l'action au 9.12.1999	Capitalisation boursière (M\$)	Résultat net (M\$)	Date de l'introduction	Prix d'introduction (\$)	Variation (%)
AOL	84,17	92 607	762	19.3.1992	11,22	650
Lycos	83,50	7 159	-52	1.4.1996	15,61	435
Yahoo!	331,81	85 204	26	13.4.1996	12,69	2 515
Amazon.com	101,13	36 171	-125	15.5.1997	17,57	476
eBay	156,75	19 879	2,4	24.9.1998	17,57	792
Consors	76,75	3 246	20,5	26.4.1999	33	133
Freeserve	6,98	6 887	2,9	26.7.1999	2,38	193
QXL	14,83	1 639	nd	7.10.1999	3,09	380
Bourse Directe	25,00	90	0,2	10.10.1999	13,50	85
Terra Network	48,82	13 546	-3,8	17.10.1999	13	276
Tiscali	249,45	3 909	nd	27.10.1999	46	442

Source : Robertson Stephens

Le tableau ci-dessus met en évidence la déconnexion entre le niveau de rentabilité de ces sociétés et leur valeur boursière. Amazon.com, exemple le plus connu, exprime parfaitement ce phénomène : ce site Internet de vente par correspondance affichait ainsi en 1999 une capitalisation boursière de 36 milliards de dollars, pour une perte de 125 millions de dollars au 31 décembre 1998.

Le deuxième exemple le plus médiatisé est celui de Yahoo!, société qui réalise en revanche des profits : avec une capitalisation boursière de 85 milliards de dollars au mois de décembre 1999 et un bénéfice net attendu pour 2000 de 237 millions de dollars, le PER de cette valeur Internet s'élève ainsi à 359 fois son bénéfice net, multiple qui doit être comparé au PER moyen des valeurs boursières américaines, compris entre 20 et 30.

Une interprétation classique de ce PER de 359 conduirait à considérer que le marché anticipe une croissance à l'infini de 19,72 % des résultats de Yahoo! (en retenant un taux d'actualisation de 20 %⁽²⁾). Sur cette base, une anticipation de la croissance revue à la baisse, à 19 % par exemple, aurait pour conséquence une diminution du PER de Yahoo! à 100.

Cet exemple montre à quel point la notion de PER perd de son sens dès lors qu'elle est appliquée aux valeurs Internet. Et Yahoo! n'est pas le seul exemple dans ce cas, comme le montre le tableau ci-dessous (ces PER doivent être comparés au PER moyen du marché français, qui s'établit à 24, et à celui du marché américain, qui s'établit à 22) :

Sociétés	Pays	Capitalisation boursière	PER
Yahoo!	Etats-Unis	85 204 M\$	359
AOL	Etats-Unis	92 607 M\$	101
eBay	Etats-Unis	19 879 M\$	352
Bourse Directe	France	104 M€	259
Cross Systems	France	179 M€	159
Integra	France	467 M€	-133

Source : Barra Global Estimates, Robertson Stephens

Devant ce phénomène, certains concluent à l'irrationalité des investisseurs et attendent que la valeur fondamentale, encore indéterminée, joue son rôle de force de rappel.

Dans tous les cas, les valorisations boursières actuelles des sociétés Internet reflètent le déséquilibre du marché entre une offre de titres réduite (seulement 10 % du capital sont généralement mis sur ce marché à chaque introduction) et une demande démesurée, celle des investisseurs, attirés par les perspectives de la nouvelle économie, celle du e-business ou du e-commerce.

Ainsi, compte tenu de ces perspectives économiques bien réelles et de l'ampleur d'un phénomène qui semble s'inscrire dans la durée, les spécialistes des valeurs Internet ont défini des critères de valorisation plus adaptés aux spécificités des fonds de commerce potentiels de ces sociétés.

B. Les perspectives de résultats sont écartées au profit de critères d'attractivité commerciale et de pénétration du marché

1. Présentation des multiples spécifiques aux valeurs Internet

L'étude des principaux multiples utilisés

par les analystes du secteur Internet montre que les multiples de rentabilité, comme le PER, sont écartés au profit des critères d'attractivité commerciale et de pénétration du marché. Ainsi, ces nouveaux multiples visent à établir des normes de comparaison des sociétés Internet entre elles :

→ la capitalisation boursière rapportée au chiffre d'affaires (price-to-sales ratio) ;

→ la capitalisation boursière rapportée au chiffre d'affaires pondérée par le taux de croissance de ce chiffre d'affaires (price-to-sales-to-growth ratio) ;

→ la capitalisation boursière rapportée au nombre d'utilisateurs (price-to-users ratio), le marché valorisant les clients potentiels comme un actif de l'entreprise.

Ces ratios reflètent des critères économiques de sélection et donc de valorisation des sociétés Internet :

→ le chiffre d'affaires rapporté au nombre d'abonnés pour estimer la capacité du site à attirer des clients payant et/ou l'attractivité du site pour des annonceurs ou des distributeurs ;

→ la marge brute par abonné, estimateur de la rentabilité par abonné à défaut de pouvoir utiliser, dans un premier temps en tout cas, un résultat d'exploitation par abonné ;

→ les dépenses commerciales et marketing en tant qu'estimateur du coût de capture et de fidélisation des abonnés.

2. Les multiples de valorisation sont adaptés aux spécificités de la nouvelle économie

En 1999, le nombre d'utilisateurs d'Internet dans le monde était estimé à 184 millions, répartis pour près de la moitié aux Etats-Unis, de 30 % en Europe et de 20 % en Asie. Dans deux ans, le nombre d'internautes dans le monde devrait passer à 500 millions.

Le réseau Internet offre de nombreux services, que l'on peut regrouper en 7 catégories :

Les 7 catégories du e-business

- ☛ e-Financials : courtiers et services financiers en ligne
- ☛ e-Content : portails, moteurs de recherche et contenus
- ☛ e-Tailers : commerce électronique
- ☛ e-Access : fournisseurs d'accès
- ☛ e-Software : logiciels et applications
- ☛ e-Security : sécurité informatique
- ☛ e-Services : autres services du Net

Si l'on retient l'indice des valeurs Internet américaines Intdex, les capitalisations boursières des premières sociétés de chaque catégorie se décomposent de la manière suivante :



Sociétés	en %	Capitalisation boursière au 31.12.1999 (M\$)	Price-to-sales ratio
e-Financials (Ameritrade, E*Trade, etc.)	7,6	42 951	9,4
e-Content (Yahoo!, AOL, etc.)	58,3	329 916	48,2
e-Tailers (Amazon.com, eBay, etc.)	9	51 089	20,0
e-Access (Prodigy, Earthlink, etc.)	2,3	13 181	8,6
e-Software (RealNetworks, BroadVision, etc.)	5,7	31 838	47,6
e-Security (VeriSign, Check Point, etc.)	6,2	34 742	24,7
e-Services (DoubleClick, CMGI, etc.)	11	62 157	36,1
INTDEX	100	565 875	

Source (au 3 janvier 2000) : Pegasus Research International LLC

Ce tableau montre la concentration des investissements sur le segment du e-Content, qui n'est pourtant que la partie immergée de l'iceberg que représente le e-commerce.

Au sein de ces différents services, il convient d'opérer une distinction entre ceux qui constituent de nouveaux modes de distribution d'activités traditionnelles préexistantes (par exemple, la vente de livres ou de CD) et ceux qui correspondent à des nouveaux services spécifiques à Internet (par exemple, moteurs de recherche, portails...).

→ Les sociétés Internet dérivées d'activité pré-existantes (par exemple les e-Tailers) ont des structures de compte de résultat proches de celles des activités classiques.

Cependant, elles se distinguent des activités traditionnelles par la croissance exponentielle de leur chiffre d'affaires et par l'importance de leurs coûts fixes initiaux liés à la volonté de constituer rapidement une importante base de clientèle et d'imposer une marque forte.

→ Les valeurs Internet proposant de nouveaux services spécifiques au Net (par exemple les e-Contents et e-Access) présentent quant à elles une structure de compte de résultat avec des recettes, mais des coûts essentiellement fixes relatifs aux investissements marketing et de recherche et développement progressant par effet de seuil.

Ainsi, pour ces deux types de société, le price-to-sales ratio (voir supra) constitue de ce fait un multiple de rentabilité si l'on admet que, au-delà de la couverture des coûts fixes, la progression du chiffre d'affaires devient, dans le e-business, essentiellement du bénéfice.

En normant ce multiple par le taux de croissance (price-sales-to-growth ratio, voir supra), on affine la comparaison des sociétés entre elles en fonction du prix payé par rapport au taux de croissance de leur chiffre d'affaires.

A titre d'illustration, pour les trois derniers mois de l'année 1999, les résultats de la société AOL ont progressé de 164 %, tandis que le chiffre d'affaires augmentait, lui, seulement de 41 %, témoignant ainsi d'une

profitabilité s'accroissant plus que proportionnellement au chiffre d'affaires.

Si la valeur des sociétés Internet repose quasi exclusivement sur le taux de croissance anticipé de leur chiffre d'affaires, cela justifie que les multiples couramment utilisés soient des multiples commerciaux adaptés à chaque activité.

→ Dans le cas des sites portails, il est important de suivre le nombre de visiteurs, qui traduit la capacité du site à drainer des recettes publicitaires et des partenariats pour le e-commerce :

Sociétés	Visiteurs uniques (en millions - nov. 1999)	Capitalisation boursière (en M\$)	Prix par visiteur
AOL	54,2	92 607	1 708
Yahoo!	41,8	85 204	2 039
Lycos	29,2	7 159	246
Excite@Home	15,0	16 585	1 108
Xoom.com	8,5	1 196	141

Source : Mediamatrix.com, Robertson Stephens

→ Dans le cas des sites dédiés au courtage en ligne, il est important de suivre le nombre de comptes ouverts (ainsi que les actifs gérés), qui traduit le potentiel de revenus du site.

Sociétés	Comptes	Capitalisation boursière (M\$)	Capitalisation par compte	Actifs des clients (M\$)	Capitalisation/actifs des clients
Conyors	137 000	2 597	18 956	5 243	49,5 %
Ameritrade	505 000	3 011	5 962	22 600	13,3 %
DLJ Direct	277 000	1 479	5 339	13 300	11,1 %
E*Trade	1 241 000	5 964	4 806	26 000	22,9 %
Schwab	6 200 000	23 994	3 870	591 700	4,1 %

Source : Morgan Stanley Dean Witter

→ Pour les services d'accès à Internet, l'éta- lon de mesure de la valeur est le plus souvent le nombre d'abonnés.

Sociétés	Abonnés (en millions)	Capitalisation boursière (en M\$ - déc. 1999)	Capitalisation/abonné
AOL	20,90	92 607	4 431
Earthlink	1,57	1 711	1 090
Mindspring	1,30	2 087	1 605
Netzero	1,06	2 573	2 427
Excite@Home	1,00	16 585	16 585
Flashnet	0,24	98	408

Source : Pegasus Research International LLC, Robertson Stephens, Disclosure Global Access

Les ratios de valorisation présentés ci-dessus fonctionnent davantage comme des éléments comparatifs entre sociétés que comme des ratios normatifs en valeur absolue puisque l'on ne sait pas aujourd'hui, compte tenu, notamment, de l'envolée des coûts de marketing et de communication, à partir de quel niveau le chiffre d'affaires additionnel deviendra du profit.

Ainsi, si les méthodes traditionnelles d'évaluation se révèlent inadaptées à la valorisation des sociétés Internet, d'autres méthodes fondées sur des multiples essentiellement commerciaux se sont imposées.

III. VERS UNE VALEUR RATIONNELLE DES ACTIFS INTERNET : LA VALEUR DU E-COMMERCE

Les valorisations boursières ne doivent pas faire oublier la réalité économique des entreprises : obtenir des recettes, maîtriser ses coûts et établir une stratégie rationnelle appuyée par un business plan.

Les valorisations médiatiques de sociétés, s'adressant bien souvent au grand public, risquent de cacher une réalité économique, celle de la valeur du contenu, comme en témoigne la fusion entre AOL et Time Warner, annonciatrice des grands partenariats du Web.

Si, aujourd'hui, le classement des valeurs Internet se fait sur la base des valeurs d'actifs immatériels (savoir-faire, marques, clientèle, partenariats, etc.), la sélection des sociétés qui participeront demain au e-commerce, en lui apportant son contenu, se fera sur des critères de rentabilité.

A. La valeur du droit d'entrée dans la nouvelle économie

Le phénomène des «valeurs Internet», qui sont caractérisées en particulier par une valorisation positive de sociétés dégageant des résultats parfois négatifs, n'est pas unique : de nombreuses études montrent par exemple que les dépenses de recherche & développement sont valorisées positivement par les marchés financiers.

Un projet Internet a en commun avec un projet de R&D la nécessité de recourir à un investissement initial important, avec une grande incertitude concernant les cash-flows prévisionnels. Dans les deux cas, l'entreprise crée un actif immatériel qui s'apparente à l'achat d'une option sur l'avenir.

Dans le cas de la R&D, il s'agit d'un droit d'accès à de nouvelles technologies, potentiellement profitables pour l'entreprise. Dans le cas d'Internet, il s'agit d'un droit d'entrée dans la nouvelle économie, le e-business, que le marché valorise à l'instar de tout autre actif incorporel de l'entreprise.

Ce comportement s'explique par la conscience accrue de la valeur des actifs immatériels (le management, les marques, la R&D, la clientèle) : cette valeur est parfaitement intégrée par le marché, puisque la capitalisation boursière des sociétés cotées est nettement supérieure à leur situation nette comptable.

La valeur des sociétés Internet est quant à elle essentiellement immatérielle : celle d'un droit sur un avenir, où les entreprises réaliseront dans le e-business des profits mesurables.

Pour acquérir ce droit, il faut investir, afin de constituer jour après jour des actifs incorporels spécifiques :

- des e-marques (Yahoo.com, Nomade.fr, etc.),
- de la e-clientèle (visiteurs, communautés, etc.),
- du e-savoir-faire (commerce en ligne, régie publicitaire, logistique, etc.).

Ces actifs, points de départ de la nouvelle économie, seront nécessaires pour rentabiliser le e-business dans un univers particulièrement concurrentiel, mais ne seront pas forcément exploités par ceux qui les ont créés.

B. Le développement du e-business

Les valeurs Internet les plus médiatiques (Yahoo!, Amazon.com, etc.) sont aujourd'hui celles qui s'adressent prioritairement au grand public, alors que les perspectives économiques du e-commerce seront, pour la plus grande part, la face cachée de l'iceberg Internet, générées par le business-to-business, par opposition au business-to-consumer :

Année	e-commerce (en Md\$)	Business-to-business (en Md\$)	Business-to-consumer (en Md\$)
1998	32	24	8
1999	82	59	23
2000	176	132	44
2001	357	284	73
2002	667	553	114
2003	1 200	1 036	165

Source : Pegasus Research International, LLC

1. Le business-to-consumer : un nombre d'intervenants limité

Internet a dans un premier temps été assimilé à un nouveau média, tel la radio ou la télévision, susceptible de générer des recettes publicitaires.

Au-delà de cette vision restrictive, le marché valorise déjà les utilisateurs comme un actif incorporel : part de marché pour le e-commerce.

Cependant, compte tenu des coûts d'entrée actuels dans le business-to-consumer (notamment constitué par les investissements en marketing et en R&D), déjà marqué par les premières concentrations, le marché devrait peu à peu laisser un nombre d'intervenants limité sur ce segment du Net, ceux qui auront établi une marque forte et réalisé des économies d'échelle substantielles.

Ce constat, qui peut être fait sur les segments les plus médiatiques d'Internet, ne doit cependant pas être généralisé à l'ensemble du e-business, dans la mesure où les valeurs Internet dont on parle constituent un portail d'entrée dans cette nouvelle économie pour de nombreuses entreprises.

2. Le business-to-business : une gigantesque opportunité pour les entreprises

Le e-commerce, représentant la plus grande partie des recettes du e-business, devra nécessairement suivre les règles de la verticalité traditionnelle en associant les détaillants – sites portails⁽³⁾, spécialisés ou non – les grossistes «logisticiens», les producteurs de biens et services qui seront commercialisés, et, enfin, les fournisseurs et les sous-traitants de ces producteurs.

Le e-business, s'il modifie les données économiques dans un nouveau rapport aux consommateurs et aux entreprises, ainsi qu'un nouveau partage de la valeur, maintient toutefois les métiers traditionnels de l'industrie et du commerce (sans éliminer toutes possibilités de concentrations, tant verticales que transversales).

Il n'est donc pas nécessaire qu'une PME possède un site portail «médiatisé» pour faire du e-commerce, et pour disposer elle-même d'actifs Internet, au sens large (ces actifs reposant sur leur capacité à fournir le contenu du e-commerce).

Il est cependant primordial pour toute entreprise de s'associer à un site portail, sous la forme d'un référencement, par exemple, qui assurera la relation commerciale avec le consommateur final (entreprise ou particulier), et qui fera l'investissement et engagera son savoir-faire pour obtenir le maximum d'utilisateurs.

Les entreprises traditionnelles, qui disposent, elles, et toujours, d'actifs nécessaires au développement du e-commerce (la logistique, la technologie, des marques, etc.), ont donc leur place dans la nouvelle économie, sous réserve d'y entrer.

Pour ces entreprises traditionnelles, il s'agit d'évaluer les potentiels d'une stratégie de développement de leur activité dans le e-commerce, source de création de valeur : investissement initial, potentiel de recettes, coûts, partenariats, contrats de licence, commissions de ventes, partage de la valeur ajoutée avec le grossiste-logisticien et les portails.

Cela signifie évaluer leurs propres actifs Internet, en mettant en œuvre des méthodes d'évaluation traditionnelles, et non les multiples de chiffre d'affaires ou d'utilisateurs, qui ne s'appliquent réellement qu'aux valeurs dites Internet.

C. Des choix stratégiques et des risques

1. Le choix de la concentration verticale

Faut-il maîtriser la totalité de la chaîne du e-commerce, de la production au portail, ou

conclure des partenariats ? Cette question se pose autant pour le producteur ou le distributeur que pour l'entrepreneute.

La concentration verticale (site portail-logistique-production) peut comprendre des risques importants dans la mesure où le manque de savoir-faire, ou l'absence d'économies d'échelle horizontales, peut avoir pour conséquence une défaillance générale de l'organisation.

Les partenariats d'une PME peuvent donc constituer un actif Internet tout autant valorisé qu'une société spécifiquement Internet, sous réserve que le partage de la valeur ajoutée, entre les différents partenaires, soit équitable.

2. Les risques de «cannibalisation» de l'activité traditionnelle

Pour une PME traditionnelle, la notion de chiffre d'affaires n'est pas forcément additionnelle : le e-commerce d'une entreprise pourrait correspondre à un simple transfert de ses ventes des canaux de distribution classiques vers le Net.

Dans ce cas, l'entreprise pourrait réaliser un chiffre d'affaires identique mais avec des coûts supplémentaires, et engendrer ainsi une perte de valeur si des ressources identiques devaient être maintenues pour conserver les canaux de distribution traditionnels.

3. Le choix de la localisation juridique

Faut-il intégrer le e-business au sein de sa structure traditionnelle ou filialiser dès l'origine cette activité ?

La filialisation peut permettre aux entreprises d'obtenir des financements en mettant sur un pied d'égalité leur nouvelle filiale avec ces start-up qui obtiennent si «facilement» des financements auprès du capital-risque et des marchés financiers. Elle renforce cependant les risques de «cannibalisation» de l'activité traditionnelle, notamment si les meilleures ressources de l'entreprise (tant humaines que capitalistiques) étaient affectées de façon prioritaire à la nouvelle activité.

IV. Conclusion

Même si la valorisation boursière actuelle des sociétés Internet trouve pour partie son explication dans des mécanismes boursiers classiques (spéculation, offre réduite de titres, etc.), elle révèle néanmoins la prise de conscience par le marché du potentiel économique du e-business.

Cependant, la valeur fondamentale des sociétés Internet reste difficile à établir. Les transactions qui portent sur des petites

quantités de titres, ou les fusions avec paiement en titres, ne sont pas réellement révélatrices. Il faudra attendre les OPA en cash pour en savoir plus sur leur valeur.

Quant aux entreprises traditionnelles, la question n'est pas tant de calculer la valeur de leurs actifs Internet existants ou potentiels, en appliquant des multiples de valorisation spécifiques aux valeurs Internet, mais d'identifier les différentes stratégies dont elles disposent pour entrer dans le e-business afin de créer de la valeur.

Ces différentes stratégies reposent sur des critères relevant de l'approche traditionnelle d'évaluation :

- l'identification des ressources nécessaires,
- l'estimation des recettes potentielles,
- l'estimation des coûts d'exploitation,
- l'identification des risques,
- la définition des modalités de partage de la valeur avec ses nouveaux partenaires du e-business.

Le e-commerce sera en effet réalisé, non pas par les seules valeurs Internet, mais par tous les acteurs de l'économie, grandes et petites entreprises, par le jeu de partenariats et de fusions.

Après les entrepreneurs, l'avenir est aux gestionnaires, c'est-à-dire ceux qui rationaliseront et concrétiseront ces valeurs encore virtuelles, et aux entreprises qui fourniront le contenu de ce e-commerce.

Pour ces dernières, ce sont des méthodes traditionnelles qui permettront d'évaluer leurs actifs Internet, ou plutôt leur potentiel d'entrée dans le e-business : une analyse des risques, une stratégie, des investissements humains, commerciaux et orga-

nisationnels, des recettes (ventes, redevances, commissions, etc.), enfin, des coûts d'exploitation et d'adaptation permanente à l'environnement ■

Les cinq mots clés

① **Nouvelle économie** : nouvelle ère commerciale qui s'appuie sur toutes les potentialités d'Internet et des nouvelles technologies.

② **e-business/e-commerce** : le e-business regroupe toutes les activités industrielles, financières et commerciales touchant de loin ou de près à Internet ; le e-commerce, ou commerce électronique, regroupe plus spécifiquement l'ensemble des relations d'échange de biens et services via Internet.

③ **Business-to-business/business-to-consumer** : ces notions regroupent l'ensemble des relations d'échange de biens et services via Internet, en distinguant les relations entre entreprises, d'une part, et entre entreprises et consommateurs finaux, d'autre part.

④ **Actifs Internet/valeurs Internet** : les actifs Internet sont constitués de l'ensemble des actifs incorporels nécessaires au e-business (domaines, partenariats, savoir-faire, etc.) ; les valeurs Internet qualifient les sociétés proposant des services spécifiques au Net ou des biens et services traditionnels, mais en s'appuyant sur les nouvelles potentialités commerciales du Net.

⑤ **Price-to-sales ratio/price-to-sales-to-growth ratio** : cours de l'action des valeurs Internet exprimé en un multiple de leur chiffre d'affaires ou en un multiple du chiffre d'affaires normé par la croissance attendue de ce chiffre d'affaires.

(1) Ce ratio exprime le cours d'une action en un multiple de son bénéfice actuel ou prévisionnel.

(2) Ce taux de croissance a été obtenu en appliquant la formule d'actualisation d'une rente perpétuelle croissant à taux constant.

(3) Site s'adressant tant à des communautés grand public qu'à des communautés d'entreprises et de professionnels, regroupés selon des critères géographiques, fonctionnels, catégoriels ou verticaux.

Rubrique coordonnée par Cécile Crouzel

L'expertise d'Option Finance n° 587

Pour commander votre guide des dossiers
ou compléter votre collection, téléphonez au 01 46 48 49 46.