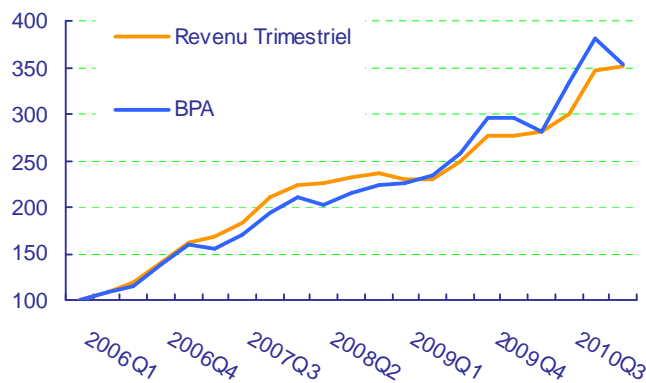


Google est-elle déjà mature ?

Google est une formidable histoire de croissance : son chiffre d'affaires (CA) et BPA (Bénéfice Par Action) du premier trimestre ont chacun presque quintuplé par rapport à leur équivalent du quatrième trimestre 2005. Google a aussi montré une forte résilience aux chocs économiques puisque son CA a progressé de 36% en 2008 et de 10% en 2009, pendant que son BPA non-GAAP était en hausse de 25% et 19% respectivement. Pour autant, sur la même période (fin 2005 au 29 avril 2011), son cours n'a monté que de 25%. En 2010, Google baissait de 4%. En 2001, à fin avril, Google est en performance négative de 8%. Comment expliquer un tel décalage ?

Une forte croissance régulière (T1 2006=100)



Source : Google, IT AM, mai 2011

Une performance boursière plus mitigée (T1 2006=100)



Une compression des multiples boursiers est l'explication qui vient tout de suite à l'esprit. En effet, les ratios de valorisation boursière de Google de la période 2005-2007 n'étaient pas tenables : un P/E (12 derniers mois) de plus de 100 en décembre 2004, un ratio prix/ventes de plus de 22 en 2005. En 2010, changement radical de décor : le P/E (12 prochains mois) de Google est de 15, 13 sans la trésorerie nette disponible. Son ratio prix/ventes est descendu à 6 (consensus Bloomberg). Et cela malgré une rentabilité forte : une marge brute de 64,5%, une marge opérationnelle de 35,1% et un « free cash flow »/ventes de 24,1% (2010).

Pourquoi Google est-elle donc valorisée en dessous de la moyenne du S&P500(P/E 12 prochains mois de 14) si l'on retient le P/E de Google sans la trésorerie nette ?

Amazon.com a publié ses résultats du premier trimestre le 26 avril. Le chiffre d'affaires était meilleur qu'anticipé mais pas le BPA. L'équipe de direction a précisé que cela était dû au fort rythme d'investissement. Le cours a terminé ce jour en hausse de 8%. Malgré des résultats similaires à ceux d'Amazon, le cours de Google baisse lui de 8%. Pourquoi deux poids deux mesures ?

Nous pensons que le marché considère qu'Amazon n'a pas vraiment de compétiteur crédible et ne peut donc que continuer à croître au détriment des distributeurs traditionnels. Ses investissements sont donc considérés comme générateurs de croissance future. Pour le marché, la perception est que Google investit en mode défensif, pour contrer Facebook. Nous y voilà donc : Facebook dont la croissance vertigineuse fascine tant. Si Facebook était un pays, ses 500 millions d'abonnés la classerait troisième pays mondial en termes de population, derrière la Chine et l'Inde. Facebook est à cet égard déjà valorisée en « bourse » (la société n'est pas cotée mais il existe des marchés non officiels où ses actions s'échangent) 60 milliards de dollars (la capitalisation boursière de Google s'élève à 175 à fin avril). Au-delà du profil initial d'espace d'échange d'informations et de photos, le champ d'intervention de Facebook semble n'avoir aucune limite : chat, email, partage de vidéos, recommandations (« I like »). La rumeur dit que Facebook va prochainement s'attaquer à la recherche sur Internet, une recherche « sociale », c'est-à-dire basée sur les avis des amis de chacun, entrant de plein fouet en compétition avec Google. Facebook apparaît donc aux yeux des investisseurs comme une menace très sérieuse, à tel point que Google aurait ainsi déjà atteint sa taille adulte en 13 ans seulement là où Microsoft a mis 36 ans.

Il est aussi reproché à Google d'être une fusée à un seul étage, d'être incapable de réussir autre chose que la recherche.

Mentionnons également quatre autres reproches : une transition managériale (pourquoi mettre Eric Schmidt sur la touche, lui un dirigeant de haut niveau ?) ; une approche discutable de la vie privée (les problèmes rencontrés par Google pour cartographier les grandes villes et accidentellement interceptant les réseaux Wi-Fi privés voire le contenu de leurs échanges avec Internet ont été largement commentés); l'abandon de la Chine pour des raisons « éthiques »; une offre Android « open source » difficile à comprendre au moment où Apple connaît une réussite financière spectaculaire en vendant des terminaux propriétaires.

Nous ne pensons certainement pas que Google est sans faille. Pour autant, notre analyse diffère sensiblement.

1 – Google contre Facebook

Disons tout de suite que Facebook est un phénomène que nous suivons de très près. Nous envisageons d'ailleurs sérieusement de participer à son introduction en bourse, à priori en 2012. Il nous paraît très probable que Facebook continuera à croître sa base d'abonnés, à inventer de nouvelles offres et à mieux valoriser sa base installée. Facebook, Twitter, Groupon, Zynga et Foursquare ne sont-ils pas la démonstration éclatante de la vitalité et de l'innovation permanente du monde Web ?

Cela dit, il ne faut pas se laisser emporter trop vite par l'enthousiasme et extrapoler que Facebook va phagocytter Internet dans sa totalité. Ces mêmes exagérations ont été appliquées à Google ne serait-ce qu'encore en 2007 et 2008. Le modèle que nous privilégions est plutôt celui d'une galaxie composée de plusieurs planètes majeures, chacune délimitant son espace gravitationnel, son espace vital. Il s'agit de la recherche Internet avec Google, des encyclopédies en ligne avec Wikipedia, du networking social personnel avec Facebook, du networking professionnel avec LinkedIn, du partage de vidéos avec YouTube (Google), de l'achat de musique avec Apple, du commerce électronique avec Amazon, de la communication instantanée avec Skype, des achats entre particuliers avec eBay, du paiement sur Internet avec Paypal (groupe eBay)... Chacun tente périodiquement d'attaquer son voisin mais sans succès : Google était supposé tuer Paypal avec Google Checkout, Apple devait mettre en danger l'activité de distribution de livres électroniques et la vente de lecteurs dédiés (le « e-reader » Kindle)... Précisons que la galaxie en question est en expansion tant Internet permet d'inventer de nouveaux business models. Aussi, les sociétés du monde Internet sont au moins aussi concentrées à inventer le futur, une économie numérique, qu'à prendre des parts de marché à leurs concurrents.

Il existe bien des planètes plus petites, plus vulnérables car non dominantes, telles que Yahoo!, MSN, AOL, les portails divers et variés, média ou ceux d'opérateurs télécom. Celles-ci vivent toutes de la vente d'espace publicitaire.

Si le « social » devait être la seule combinaison gagnante, pourquoi la multitude de sites communautaires, les sites de « questions & answers », les blogs, les forums spécialisés, les wikis n'ont-ils pas déjà écornés la domination de Google dans la recherche Internet ? Le concept d'un site dominateur, canalisant l'accès à Internet, souvent évoqué – voire craint tel un Big Brother numérique - ne s'est jamais matérialisé. C'est l'opposé : les utilisateurs utilisent tel ou tel outil, selon leur besoin, et assurent ainsi un équilibre de fait entre les plus gros prestataires. La croissance de Facebook se faisant forcément au détriment de quelqu'un, nous pensons que ce sont les Yahoo!, MSN, AOL qui vont le plus souffrir. Les résultats de ces dernières confortent ce scénario.

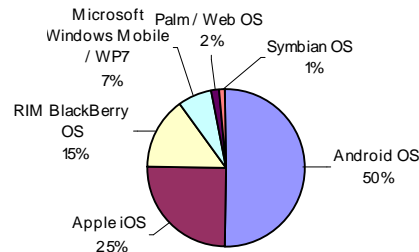
2 – Les nouveaux moteurs de croissance de Google

Google est-il incapable de sortir de son pré carré de la recherche ? Certes, le nombre élevé des nouveaux services lancés par Google a un taux de réussite faible, notamment dans le social. Pour autant, il est intéressant de regarder ceux qui ont réussi.

La percée de Google dans le mobile, sous la marque Android, est un énorme succès. L'étude récente de Nielsen ci-dessous en est une excellente illustration. Google a d'ailleurs, dans le cadre de la réorganisation entreprise par Larry Page, CEO, élevé Andy Rubin, le responsable de l'activité Android, au même rang que Amit Singhal (Google Fellow, responsable de l'activité recherche), répondant directement à Page.

Réussite impressionnante d'Android aux USA

Smartphone market share - recent acquirers
March '11, Nielsen Mobile Insights, National



Source : The Nielsen Company, avril 2011

L'excitation sur Android était à son comble en 2007, alors que le produit n'existait même pas et faisait flamber le cours de Google. En 2011, Android est non seulement une réalité mais un succès révélé. Le monde devient mobile, Google y a bâti une position stratégique et tout se passe comme si Android était valorisé à 0. Un étrange paradoxe que nous n'arrivons pas à expliquer. Se pourrait-il que le succès d'Apple finisse par créer une vue déformée de la réalité, à savoir que le marché voit le monde à travers le regard d'Apple ?

Il est possible que le modèle open source d'Android perturbe certains. Pourquoi ne pas faire comme Apple et vendre, avec profit, des mobiles ? Pourtant, Google a prouvé la pertinence de son modèle avec la recherche, service proposé gratuitement aux consommateurs mais incroyablement profitable. Au troisième trimestre 2010, Google révélait un chiffre d'affaires mobile de 1 milliard de dollars en annualisant les ventes du trimestre. Nous pensons que ces chiffres vont très vite croître, Google pouvant s'appuyer sur l'activation de plus de 350 000 terminaux Android par jour, sans compter les iPhones et les iPads dont le moteur de recherche par défaut est celui de Google.

Les succès de Google dans le monde du "display" en tant qu'intermédiaire dominant entre les fournisseurs d'espace publicitaire Internet et les agences de publicité, ne doivent pas être ignorés. Cette activité représente déjà un chiffre d'affaires de 2,5 milliards de dollars en annualisant les ventes du troisième trimestre 2010.

Google Docs, une offre intégrant bureautique et messagerie collaborative (une sorte d'Office, Exchange et Sharepoint en ligne) proposée aux entreprises pour 50 dollars par an par utilisateur, affiche déjà 3 millions d'entreprises clientes, sans compter les utilisateurs non payants. Microsoft prend certainement cette concurrence au sérieux quand on voit l'énergie déployée à rendre Office, Exchange et Sharepoint disponibles en ligne, sous forme d'abonnement.

3 – Respect de la vie privée : Google, le seul accusé ?

Le respect de la vie privée dans le monde numérique est un vrai enjeu sociétal dont on n'a pas fini de parler. Google est très souvent impliquée et parfois montrée du doigt. Il faut pourtant bien avoir en tête que ce débat dépasse largement le seul cas de Google et concerne tout autant Facebook, Apple et d'autres acteurs tels que Sony qui a dû piteusement avouer que des pirates informatiques avaient malencontreusement volé les données de ses 77 millions de comptes utilisateurs de jeux en ligne : noms, adresses et peut être les numéros de cartes bancaires. Google, comme les autres leaders numériques, peut et doit améliorer la manière dont elle gère ce type de problème.

4 – L'échec chinois ?

Google a-t-elle commis une erreur en affrontant ainsi les dirigeants chinois au risque de se couper d'un tel marché ? C'est possible. Notons bien que tous les acteurs occidentaux du monde Internet ont « raté » la Chine : Yahoo!, eBay, Amazon. On voit Facebook partir à son tour, bille en tête, en Chine : nous lui souhaitons bonne chance et préférons investir sur des acteurs locaux.

5 – Les Dirigeants : Le Péril Jeune

Larry Page, 38 ans, est-il trop jeune pour gérer une société de cette taille ? Il faut lire la confession étonnante et révélatrice de John Sculley, le CEO d'Apple entre 1983 et 1993, celui qui a participé, si ce n'est orchestré, en son temps à l'éviction de Steve Jobs d'Apple car trop inexpérimenté, dans laquelle il avoue que c'était une erreur majeure qui aurait pu faire couler la société. Pour rappel, Steve Jobs, revenu en 1997, a retrouvé une société au bord de la faillite. Mark Zuckerberg a 26 ans. Bill Gates avait 20 ans quand il a créé Microsoft. Certes, Larry Page qui doit faire ses preuves maintenant qu'il est le seul patron à bord mais notons tout de même que c'est un des co-fondateurs et qu'il a joué un rôle déterminant dans le succès de Google.

La mobilité, le consommateur numérique et le cloud computing sont des thèmes d'investissement que nous privilégions. Google est un des acteurs leaders sur ces trois thèmes et sort de nos analyses comme vecteur d'investissement évident. Sa valorisation est très raisonnable. Autant de facteurs qui justifient une position forte dans le fonds.

Benoît Flamant, Leslie Griffe de Malval - Avril 2011