

Les marchés marchent-ils sur la tête ? La folie spéculative autour des e-commerçants sur le point d'entrer en Bourse, Alibaba en tête, tend à le démontrer. Pourtant, d'autres enseignes veulent lui emboîter le pas. Elles veulent ainsi devenir des leaders mondiaux bien avant de se soucier de la rentabilité.

E-commerce, vers une nouvelle bulle spéculative ?

OUI, ÇA RESSEMBLE À UNE BULLE

- **Des valorisations qui crèvent le plancher...** 25 milliards et 160 milliards de dollars pour les chinois jd.com et AliBaba, 5 milliards d'euros pour l'allemand Zalando (soit près de 3 fois son chiffre d'affaires)
- **... alors que les modèles peinent à être rentables :** Zalando n'était toujours pas à l'équilibre en 2013 quand le britannique ao.com et le français Cdiscount dégagent des marges qui ne dépassent pas 2 %

MAIS LES BASES SONT SOLIDES

- **Le marché de l'e-commerce** (quasi inexistant lors de la précédente bulle en 2000) devrait atteindre les 1400 milliards de dollars dans le monde en 2014
- **Les e-commerçants français seraient même sous-valorisés :** Cdiscount à peine une fois son chiffre d'affaires, et le spécialiste de l'électronique LDLC coté 0,4 fois malgré une forte croissance

« **S**ésame, ouvre-toi ! » Jack Ma pourrait bientôt prononcer devant le monde entier cette phrase prophétique. Le fondateur d'Alibaba, plus gros e-commerçant chinois, va officiellement entrer en Bourse à New York dans les tout prochains mois. Et le moins que l'on puisse dire, c'est que cette nouvelle introduction sur le marché affole les compteurs : entre 16 et 20 milliards de dollars pourraient être levés, selon l'estimation des analystes. Soit autant que Facebook l'année passée, voire davantage que le record historique

enregistré à Wall Street lors de l'IPO de Visa en 2008 (19,7 milliards de dollars). C'est qu'à New York et ailleurs, les e-commerçants ont la cote. Si Alibaba reste l'emblème de cette génération qui bataille pour s'octroyer les fonds nécessaires à son développement, d'autres cherchent à s'engouffrer dans la brèche. Jd.com, le mastodonte chinois, mais aussi les indiens Flipkart et Snapdeal, ainsi que le russe Ulmart et l'allemand Zalando vont tous se financer sur les marchés dans les deux prochaines années. Même les français s'y mettent. Casino a annoncé début mai sa volonté de constituer un pôle de vente en ligne regroupant Cdiscount en France, en Colombie, en Thaïlande et au Vietnam, et Nova au Brésil (4,1 milliards de dollars de chiffre d'affaires), pour rejoindre Wall Street dès cette année. Pour un analyste, « c'est ao.com qui a mis le feu aux poudres. La valorisation du site britannique à quatre fois son chiffre d'affaires a donné des idées à tout le monde. Jean-Charles Naouri y a certainement vu l'opportunité de valoriser sa pépite Cdiscount pour faire une opération financière et générer du cash ».

Devenir un leader mondial

La course est donc lancée. Les banques d'affaires empilent les dossiers d'introduction, malgré le questionnement toujours pesant de la

Jack Ma, fondateur du groupe Alibaba, pourrait devenir la nouvelle coqueluche de Wall Street, au même titre que Jeff Bezos d'Amazon et Mark Zuckerberg de Facebook.

16 à 20 Mrds \$

Le total des fonds que pourrait lever Alibaba lors de son introduction à la Bourse de New York cette année. Soit au moins autant que Facebook l'année dernière et peut-être davantage que le record de Wall Street.



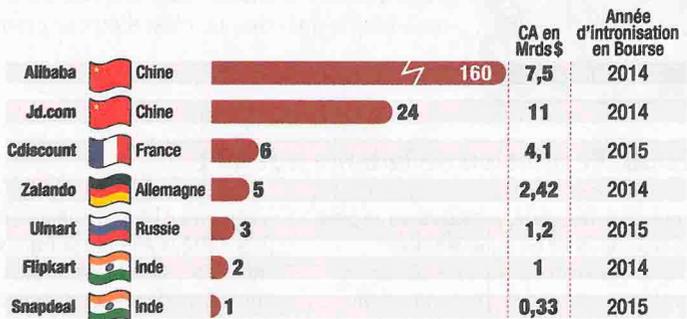
DES E-COMMERÇANTS DÉJÀ COTÉS

Valorisation des entreprises de l'e-commerce en milliards de dollars vs la valorisation lors de leur introduction en Bourse



LES E-COMMERÇANTS QUI VONT ENTRER EN BOURSE

Classement des sociétés de commerce électronique selon la valorisation estimée par le marché. Le chiffre d'affaires est indiqué en milliards de dollars pour l'année 2013



La valorisation des entreprises d'e-commerce avant leur entrée en Bourse paraît folle. Les ratios habituellement appliqués aux entreprises du commerce physique sont démultipliés, jusqu'à poser la question d'une bulle spéculative. Certains de ces sites, comme l'allemand Zalando, enregistrent toujours des résultats négatifs plusieurs années après leur création.

Source: bilans entreprises, «Wall Street Journal»

LE DICO de la Bourse

IPO Acronyme anglais pour «Initial Public Offering», qui est l'introduction en Bourse d'une entreprise, soit l'ouverture de tout ou partie du capital au public afin de recueillir des fonds pour se développer.

Levée de fonds Somme recueillie au moment de l'introduction en Bourse qui correspond au volume d'actions émises

multiplié par le cours de ladite action. Le record pour une entreprise technologique est actuellement détenu par Facebook, qui a réalisé une levée de fonds de 16 milliards de dollars en mai 2012.

Valorisation Calcul de la valeur financière d'une entreprise, soit la part du capital émis sous forme d'actions plus l'estimation du capital restant. Par exemple, si une société ouvre 20% de son capital et lève 2 milliards de dollars, sa valorisation sera donc estimée à 10 milliards de dollars.

«Aujourd'hui sur internet il y a une prime aux leaders qui se donnent les moyens d'innover et d'anticiper, détaille Jacques-Antoine Granjon, PDG et cofondateur du site vente-privee.com. Même s'ils ne sont pas rentables, parfois, ils creusent le gap avec les challengers. Pour certains, la rentabilité viendra ensuite. Je vois l'e-commerce des pure players se développer avec de gros leaders par secteur d'activité et profusion de tous petits acteurs dans des niches.» Cette frénésie entraîne des valorisations folles où les investisseurs sont prêts à payer 30 fois et plus les profits futurs escomptés pour acquérir un titre, alors que les multiples sont de l'ordre de 10 à 20 pour les distributeurs traditionnels. Mais cette distorsion

pourrait prendre fin, selon Édouard Aubin : «Après une forte hausse en début d'année, la cote des entreprises d'e-commerce a nettement marqué le pas à partir de fin février, début mars, corrigeant jusqu'à -40% pour certaines. Évidemment, les investisseurs ont pris acte de cette correction. Le momentum semble donc s'être calmé pour ces entreprises et il s'opère actuellement une rotation naturelle vers d'autres secteurs, comme le commerce traditionnel.»

rentabilité. Mais là n'est pas l'essentiel, comme l'explique Édouard Aubin, analyste chez Morgan Stanley : «Les e-commerçants qui se financent en Bourse cherchent à devenir les leaders de leur secteur, à croître à l'échelle mondiale, ou à accroître le nombre de catégories sur lesquelles ils sont présents. Ils cherchent à lever des fonds, à renforcer la reconnaissance de la marque et du nom, ainsi qu'à créer de la liquidité et à monétiser un actif.» Et finalement, tous rêvent d'une trajectoire similaire à celle d'Amazon, devenu la référence mondiale. Vingt ans après son introduction en Bourse, le titre ne faiblit pas malgré des bénéfices maigrelets, et l'e-commerçant américain poursuit ses investissements massifs au rythme de la croissance de son chiffre d'affaires sans rebuter les investisseurs. Ce qui compte, c'est d'être le premier :

pourrait prendre fin, selon Édouard Aubin : «Après une forte hausse en début d'année, la cote des entreprises d'e-commerce a nettement marqué le pas à partir de fin février, début mars, corrigeant jusqu'à -40% pour certaines. Évidemment, les investisseurs ont pris acte de cette correction. Le momentum semble donc s'être calmé pour ces entreprises et il s'opère actuellement une rotation naturelle vers d'autres secteurs, comme le commerce traditionnel.»

Nouvelle bulle financière ?

Voilà qui rappelle la bulle internet de la fin des années 90 et l'irrationnel des investisseurs dès qu'ils sont en présence d'une société en «.com». Des entrées en Bourse spectaculaires, des valorisations qui crèvent le plafond, mais des sociétés qui peinent à être rentables : le



WALL ST

© THINKSTOCK

2000, l'explosion de la bulle internet

Toys.com, boo.com, pets.com ou encore le supermarché en ligne Webvan ?

Qui se souvient de ces sociétés de ces anciennes gloires de l'e-commerce ? Pas grand monde, et pour cause : ces étoiles filantes de l'internet ont disparu au début des années 2000 aussi vite qu'elles étaient apparues avec l'explosion de la bulle internet. Leur point commun ? Des levées de fonds colossales (on parle de 100 millions de dollars pour le

vendeur en ligne de vêtements boo.com), des entrées en Bourse fracassantes, des ambitions démesurées (plus de 1 milliard de dollars dépensés en un an pour l'américain Webvan pour vendre ses produits alimentaires dans une dizaine de villes américaines seulement) et, au final, un fiasco mémorable. La faute à un management souvent sans expérience, à des investisseurs peu regardants sur le business model et à un marché quasi

inexistant (pour mémoire, seuls 2,4% des foyers français possédaient une connexion internet en 1998). Nombre de ces sites feront faillite avant de gagner leur premier centime. Si les géants de l'e-commerce actuels privilégient le développement à la rentabilité, les situations sont malgré tout très différentes : les marchés sont matures et les sociétés bien plus solides que les «dot com» des années 2000.

F. BI.

britannique ao.com (sorte de Cdiscount local), qui a ouvert son capital en début d'année, est déjà valorisé 1,2 milliard de livres, soit quatre fois son chiffre d'affaires... et 72 fois son Ebitda. Idem pour Asos, l'épicier Ocado ou Zalando qui n'est toujours pas rentable (ses pertes opérationnelles représentaient 6,5 % de son chiffre d'affaires en 2013). C'est ce qu'observe Jacques-Antoine Granjon : « Il y a une bulle, selon moi, autour d'acteurs moyens qui sont survalorisés, alors qu'ils n'ont pas fait la preuve de la rentabilité ni de la survie de leur modèle. Prenez le site de ventes flash pour enfants Zulily par exemple : comment une société récente et pas rentable peut-elle valoir 5 milliards de dollars ? Tout cela est la conséquence de la financiarisation excessive de l'économie. »

Une économie bien réelle

L'irrationnel est-il de retour à la Bourse des valeurs technologiques ? Si certaines valorisations rappellent la folie « netéconomie », il y a néanmoins des différences notables. Là où, il y a quinze ans, les boo.com et autres Webvan (lire encadré p. 10) levaient des centaines de millions d'euros avant d'avoir gagné le premier centime, désormais, les e-commerçants qui font leur entrée en Bourse ont fait la preuve de leur modèle de vente à défaut de leur rentabilité. Zalando a réalisé un chiffre d'affaires de 1,8 milliard d'euros en 2013 (en hausse de 50 %), Cdiscount de 2,1 milliards d'euros et le géant chinois Alibaba, dont le modèle économique est à mi-chemin entre Google et eBay, réussit, lui, à être très rentable. Sur un chiffre d'affaires 2013 estimé à plus de 7 milliards de dollars, il a affiché un résultat opérationnel colossal de 3,1 milliards de dollars (en hausse de 85 %). On est loin des sociétés virtuelles de la bulle internet. « À l'époque, on s'introduisait sur des multiples complètement délirants et des critères farfelus comme le nombre de clics réalisés par un site... », rappelle Antoine Parison, analyste chez Natixis. Aujourd'hui, les marchés sont matures et les sites ont de vrais clients. « Avec le développement de l'ADSL en 2004, les modèles économiques dans l'e-commerce ont pu exister, à la différence des années 90, explique Jacques-Antoine Granjon. Et le potentiel s'accroît encore avec l'explosion des smartphones. Ça fait de nouveau rêver les financiers. »

Et si bulle il y a, la France est loin d'être concernée. Les analystes interrogés par LSA valorisent Cdiscount pas plus d'une fois son chiffre d'affaires (quand son homologue britannique

L'AVISDE...

Olivier de la Clergerie

DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LDLC



« Le marché devient moutonnier »

« La valorisation d'une entreprise est la croyance dans la réalisation de ses gains futurs. La bulle se forme lorsque les investisseurs ne respectent plus leur croyance propre et que le marché devient moutonnier. Difficile à dire si c'est le cas en France. LDLC a vu son cours progresser de 200 % en 2013, mais notre valorisation ne représente même pas la moitié de notre chiffre d'affaires... »



© GUITTET PASCAL

L'AVISDE...

Jacques-Antoine Granjon

PDG ET CO-FONDATEUR DE VENTE-PRIVEE.COM

« Il y a une bulle »

« Il y a une bulle, selon moi, autour d'acteurs moyens qui sont survalorisés, alors qu'ils n'ont pas fait la preuve de la rentabilité ni de la survie de leur modèle. Prenez le site de ventes flash pour enfants Zulily par exemple : comment une société récente et pas rentable peut-elle valoir 5 milliards de dollars ? Tout cela est la conséquence de la financiarisation excessive de l'économie. »

ao.com est à quatre...). Et des sites performants seraient même sous-valorisés. À l'instar du spécialiste de l'informatique LDLC. « Quand nous sommes entrés en Bourse en 2000, nous étions valorisés 30 millions d'euros, soit 9 fois notre chiffre d'affaires, rappelle Olivier de La Clergerie, directeur général du site. Aujourd'hui, le marché nous cote à 130 millions, soit 0,4 fois notre chiffre d'affaires. Et ce alors que nous sommes rentables et avons progressé de 22 % en 2013. » Alors, bulle ? Quelle bulle ? ■■

FRÉDÉRIC BIANCHI ET GUILLAUME BREGERAS