

# FACEBOOK : DE LA RATIONALITÉ DES CHIFFRES ET DE L'IRRATIONALITÉ DES MARCHÉS

LE 7 JANVIER 2011 ANTOINECHAMPAGNE

Facebook vaut-il vraiment 50 milliards de dollar ? Comment et pourquoi ces estimations sont-elles faites ? Decryptage d'une actualité trop souvent prise pour argent comptant.

Incongruité : pour une fois, Facebook ne donne pas matière à réfléchir sur la confidentialité des données personnelles, mais plutôt sur la façon dont fonctionnent les investisseurs.

Le néophyte pourrait assez logiquement penser que les investisseurs sont des pros de l'analyse financière. Que leurs décisions sont guidées par une prise en compte de tous les chiffres qui fleurissent dans les colonnes des bilans des entreprises. Ce serait méconnaître les trois composantes les plus prégnantes des marchés financiers : d'une part, les marchés sont irrationnels, contrairement à une théorie économique bien connue telle que l'**efficience du marché**. D'autre part, les marchés carburent au risque. Inutile, donc, de tenter de « rassurer les marchés ». Sans risque, pas de bénéfices. Enfin, les bénéfices des uns sont les pertes des autres.



## Facebook vaudrait 50 milliards...

Une nouvelle a traversé le Web ces derniers jours : Facebook est valorisé à 50 milliards de dollars. Lâché comme ça, ça ne représente pas grand-chose dans l'esprit de Mme Michu. Ni dans le mien. Et peut-être pas plus dans le votre. 50 milliards de dollars, c'est 50 suivi de neuf zéros. C'est plus d'argent, nous dit-on, **que la valeur de Yahoo !, Time Warner ou eBay**. C'est à peu près le double de la capitalisation boursière de Dell.

Voilà qui rappelle de vieux souvenirs... Avant l'explosion de la bulle Internet, les mêmes media que ceux qui relayent ce chiffre de 50 milliards s'extasiaient en constatant que la valorisation boursière de Yahoo ! ou d'autres était supérieure à celle de Boeing (et **ça recommence**). Un peu de bon sens et d'analyse financière aurait bien entendu pu éviter l'explosion de la bulle Internet : un site Internet qui vaut plus cher qu'une société fabriquant

des avions, avec des usines, des stocks, c'est improbable. Il y avait donc un problème.

Revenons à 2011. Un site Internet qui vaut plus cher que Dell, le premier fabricant mondial d'ordinateurs, ça ne vous intrigue pas ? Même un site avec plein de petites applications kikoulol...

Ce qui devrait intriguer, c'est ce qui permet de valoriser une société non cotée (Facebook) à 50 milliards et ce qu'il y a derrière.

## Des artifices de la finance

Le détail de l'actionariat de Facebook n'est pas public. En outre, la forme juridique de l'entreprise étant une "Limited Liability Company", l'équivalent de la Société à responsabilité limitée française, il ne peut y avoir plus de 499 actionnaires. La société n'étant pas cotée, ses comptes ne sont pas publics. Petit souci donc pour faire de l'analyse financière et prendre une décision d'investissement raisonnable.

La valorisation de 50 milliards repose sur les investissements réalisés par Goldman Sachs et un groupe russe, Digital Sky Technologies et sur les cours de Facebook **sur des marchés « officieux »**. C'est à dire que la valorisation de 50 milliards se fait au doigt mouillé. Rien de concret ne vient conforter ce chiffre.

**Goldman Sachs vient d'apporter 450 millions à Facebook** et va lever auprès de ses clients les plus fortunés quelque 1,5 milliard de dollars supplémentaire. Magie de l'ingénierie financière qui a si bien fait ses preuves dans la crise des *subprimes*, le seuil de 499 actionnaires ne sera pas franchi. Goldman va en effet créer un « instrument spécial » (**Special purpose vehicle**). Ses plus gros clients seront « fondus » dans ce SPV et pour la **S.E.C.** (l'autorité des marchés financiers aux US), même si Goldman permet à 1000 clients d'acheter des actions Facebook, il n'y aura qu'un actionnaire, ce SPV.



Mais revenons à la rationalité des chiffres. **A part pour Jean-Claude Van Dame**, un plus un font deux. Dans le cas de Facebook, les investisseurs, s'ils étaient rationnels, pourraient se dire qu'ils sont en présence d'une société non cotée, dont on ne connaît pas officiellement le chiffre d'affaires, qui ne vend pas grand chose d'autre que de la publicité sur Internet... Bref, pas de quoi valoir 50 milliards. Surtout que le chiffre d'affaires qui filtre ici ou là serait de 2 milliards de dollars par an. Les analystes financiers ont un indicateur qui leur est précieux : le **price earning ratio** (PER). Il s'agit de diviser la capitalisation par les bénéfices.

Prenons 50 milliards de « capitalisation ». Nous avons par ailleurs 2 milliards de chiffre d'affaires. Ce qui devrait laisser, avec une marge nette de 25% (évaluée avec le même doigt mouillé que la capitalisation), quelque 500 millions de dollars de bénéfices. Nous avons donc un price earning ratio de 100. Maintenant comparons ce PER à celui de sociétés cotées dont les comptes sont publics. Comme Google (24), eBay (14,5) ou Apple (22).

## Il y a comme un problème...

L'un des deux chiffres (capitalisation ou chiffre d'affaires) est une blague. Probablement le premier... Dans le cadre d'une éventuelle pré-introduction en bourse, Goldman Sachs a tout intérêt à faire monter la sauce. D'une part parce que la valeur de ses investissements dans Facebook grimpe à vue d'œil au fur et à mesure que l'estimation de 50 milliards se propage (pourquoi pas 100 milliards dans 6 mois ?). D'autre part parce que la banque se projette en

tant que leader pour l'introduction en bourse. De sonnants et trébuchants honoraires en perspective.

Enfin, dans le cadre du placement de 1,5 milliards d'actions via son Special purpose vehicle, Goldman pourra engranger de juteux bénéfices. Et **si l'on en croit Reggie Middleton** (dont les analyses économique sont souvent très intéressantes), ceux-ci seront au rendez-vous, que la valeur de l'action de Facebook s'écroule ou qu'elle s'envole.

-- --

>> Photos flickr CC **Catherine isdøe** ; **maua\_czarna** ; **artemuestra**

### SERGE

le 7 janvier 2011 - 13:44 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



*Vous parlez d'une bulle en ignorant certains fondamentaux.*

*A) les géants ne souffrent pas autant de la fin de la bulle. Voyez Google, voyez sa valo, voyez que l'ubiquité d'un service est un très bon indicateur d'une forme de protection contre les bulles des sociétés*

*B) La valorisation est par définition basée sur des projections. Facebook pourrait être au niveau 2010 de profits de Google d'ici à 5 ans. Ce qui ferait faire du 300% de profits aux investisseurs actuels.*

*C) Des géants comme Twitter, jugés plus fragiles par les investisseurs, ont des ratios de valorisation par rapport au nombre d'utilisateurs inférieurs par des facteurs 3 à 4 (et plus).*

*Le détail de ce raisonnement (en anglais), sur*

*<http://flirtatiolabs.com/post/2636222811/facebook-goldman-deal-not-social-tech-bubble>*

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

### ANTOINE

le 7 janvier 2011 - 20:09 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



*comme les commentaires précédents, je suis surpris par la légèreté de cet article. Tout d'abord, on parle en ce moment d'un resultat de FB de 1Md, et de marges d'ebit approchant les 40%. Des lors, le PER retombe à 50.*

*Le PER ne reflète pas seulement la situation actuelle (et les multiples d'ebitda non plus) ou l'historique de la société mais son potentiel. Un PER de 50 sur une boîte qui fait du +30% par an ça n'a rien de choquant, d'abracadabran.*

*Pour info, en ce moment, il y'a des intros qui se font à plus de 100x le PER en Chine.*

*Et sur la durée, le multiple se maintient au delà de 50. Bulle ? Non. Avec le potentiel du marché interieur chinois, meme à ce prix il y'a des fortunes à se faire.*

VOUS AIMEZ



1

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

### MOI

le 8 janvier 2011 - 2:49 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



*Sans rire, avec votre calcul de coin de table vous vous croyez plus intelligent que des gens qui mettent 2M\$ dans l'affaire ? On hésite entre arrogance, bêtise ou idéologie.*

*Je vais vous en faire un autre calcul de coin de table:*

*1Md d'users à 1\$/mois de revenu en pub, ça fait 12 Mds de \$ de revenus par an. Pour le 3eme site mondial. Quand le 1er, Google va sur ses 30Md\$...*

*Le journalisme de données, très bien, mais il faut bosser un peu !*

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

### RAOUL

le 8 janvier 2011 - 10:32 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



*Bjr à tous,*

*Plus haut dans cet article on nous parle dur PER qui consiste K/Benef:*

*"le price earning ratio (PER). Il s'agit de diviser la capitalisation par les bénéfices."*

Et ensuite on voit la démarche:

Prenons 50 milliards de « capitalisation ». Nous avons par ailleurs 2 milliards de chiffre d'affaires. Ce qui devrait laisser, avec une marge nette de 25%.

—> NON !

Le chiffre d'affaire n'est pas représentatif du bénéfice à moins de n'avoir aucune charge ... mais ne serait-on pas chez les bisounours ?

Bien à vous.

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

**ANTOINE**

le 8 janvier 2011 - 11:27 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



@Raoul: non, la tu es un peu dur.

Leur raisonnement est: on connaît le CA, on estime une rentabilité (ici 25% du CA, en deça en fait de la réalité) nette qui nous permet d'estimer à résultat net. Le PER= Capi / RNET.

Le raisonnement est bon: ce sont les chiffres qui sont faux, et surtout les comparaisons.

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

**ANTOINECHAMPAGNE**

le 8 janvier 2011 - 19:12 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



Bonjour à tous,

Merci pour vos remarques constructives. Je vais essayer de répondre à tout le monde.

@Serge:

Avant de discuter, je voudrais préciser que mon activité est exempte de tout conflit d'intérêt pour évoquer le Web 2.0 et les réseaux sociaux. Je n'ai pas d'actions, mon activité ne dépend pas de la bonne ou la mauvaise santé de Facebook et ses clones.

Ceci étant posé (ça va mieux en le disant), j'ai un peu de mal à comparer Google et Facebook dont les métiers sont très différents. Pour ce qui est des projections à cinq ans, je pense que c'est à peu près autant du doigt mouillé que la valorisation de Google avancée par Goldman. On pourrait aussi bien imaginer +300% ou -300%.

Quant au cours de Google, il a beaucoup bougé ces 5 dernières années. Non ?

Le fait d'être présent sur ce réseau depuis son arrivée en France, c'est à dire avant même l'arrivée du Web, me permet d'avoir une assez bonne mémoire de ce qui s'y est passé. De mettre les choses en perspectives.

Vous souvenez-vous d'Altavista, leader à une certaine époque ? D'autres moteurs qui ont simplement "disparu" en termes de parts de marchés ? Vous souvenez-vous de Second Life dont tous les communicants nous expliquaient que si une entreprise n'y était pas présente, elle était morte ? Même la Marine Nationale y avait ouvert un comptoir virtuel. C'est dire. Qu'en reste-t-il aujourd'hui ?

Je n'ai pas dit dans mon article que Facebook allait disparaître. Je dis simplement qu'un effet de cyber mode est possible.

Une partie du papier n'a pas été publiée, elle évoquait les statistiques annoncées pour FB. Pour ceux qui se souviennent de la bulle Internet, les start-up se valorisaient sur le nombre de visiteurs, de hits même, et c'était parfois assez risible (www.statisticator.com pour un aperçu). Du coup, on peut aussi s'interroger sur la "qualité" des visiteurs de FB, ce qu'ils y consomment véritablement, sur le nombre de comptes actifs, sur ceux dont le contenu représente réellement leurs propriétaires. Que l'on se comprenne bien, je ne critique pas, j'essaie de trouver des données rationnelles et réelles pour voir si cette valorisation de 50 milliards est faite au doigt mouillé ou pas. Ce qui est un peu l'interrogation centrale de cet article.

J'en viens là au business model de FB. Ils ont un potentiel énorme. A mon sens, ils ont une telle gestion des données personnelles (discutable pour certains) de leurs clients qu'ils peuvent attirer tous annonceurs du monde.

Reste à savoir si lorsqu'ils annoncent des millions d'utilisateurs intéressés par les croquettes pour chats, il s'agit bien de vraies personnes ayant vraiment des chats ou de gens aimant les lolcats.

@Antoine :

Cet article léger a un clone. Libération a fait le même dans son journal de ce matin. Sur une page pleine. Le correspondant de Libé se pose exactement les mêmes questions.

Vous n'avez retenu que le calcul du PER dans un article qui évoque pourtant d'autres

sujets.

1) Assiste-t-on à une nouvelle bulle spéculative liée à certains secteurs du Net (Facebook, Groupon, etc) ? Le journaliste de Libé un journaliste américain qui parle "d'hystérie".

2) Le rôle de Goldman Sachs. Vous conviendrez sans doute avec moi que la banque a tout intérêt à ce que la sauce monte autour de FB. Elle se voit en leader de la future introduction en bourse. Avez-vous suivi le lien proposé vers le blog de Middleton ? Son analyse est très intéressante. Outre le rôle dans cette affaire, il y a les pratiques de Goldman (subprime par exemple) que les lecteurs s'intéressant à ces sujets pourront approfondir s'ils le souhaitent.

@Moi:

Relisez l'article. Que voyez-vous lorsque j'évoque le calcul du PER ?

Je vous aide : "Ce qui devrait laisser, avec une marge nette de 25% (évaluée avec le même doigt mouillé que la capitalisation)"

Je suis tout à fait transparent. Il est improbable que le calcul soit précis, vu les circonstances et l'absence de chiffres officiels publics. Même les chiffres que vous voyez aujourd'hui dans la presse sont sujets à caution. Il s'agit de chiffres diffusés par Goldman. Pas de filings déposés à la SEC.

Vous pouvez en consulter quelques uns ici :

<http://www.sec.gov/edgar.shtml>

Pour ce qui est du journalisme de données, je vous imagine bien trop intelligent pour ne pas avoir noté que ce papier était une analyse d'une information circulant sur le Web ces derniers jours, et pas une analyse de données massives.

@ Raoul

Je vous cite:

"Plus haut dans cet article on nous parle dur PER qui consiste K/Benef:  
"le price earning ratio (PER). Il s'agit de diviser la capitalisation par les bénéfices."

Et ensuite on voit la démarche:

Prenons 50 milliards de « capitalisation ». Nous avons par ailleurs 2 milliards de chiffre d'affaires. Ce qui devrait laisser, avec une marge nette de 25%."

//Attention, dans une ligne vous allez être ridicule//

"—> NON !"

//Attention, en deux phrases vous allez définitivement vous ridiculiser//

"Le chiffre d'affaire n'est pas représentatif du bénéfice à moins de n'avoir aucune charge ... mais ne serait on pas chez les bisounours ?"

//gagné//

;)

VOUS AIMEZ



1

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

### STEPH LE PLOMBIER

le 8 janvier 2011 - 21:59 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



Belle analyse !!!

c'est vrai que Facebook ne reste qu'un site internet !!  
incroyable! 50 Milliards pour un site de social network...

Le problème est que ce sont les banques qui investissent dans Facebook qui vont fixer à combien va être l'entrée en bourse de facebook... Un grand bluffe...

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

### STANISLAS JOURDAN

le 9 janvier 2011 - 16:25 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



Pour moi la conclusion de l'histoire n'est pas tant la question de la valeur réelle de facebook, mais le fait que les investisseurs (goldman) et le personnel de facebook ont clairement tout 2 intérêts à faire monter la sauce.

il est là le bug... pas tant dans la valo de facebook que dans les règles du marché.

non?

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE



## SAMAHHELL

le 9 janvier 2011 - 22:18 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



Alors si je résume l'article, ça donne :

*"Sur la base, non seulement de mon intime conviction de mieux me rappeler de la bulle Internet que les investisseurs du secteur, mais surtout d'une analyse financière pointue fondée en tout et pour tout sur une unique division, je ne me contente pas seulement d'expliquer à Mme Michu que ces investisseurs se gourent (ce qui serait après tout une prévision, plus ou moins fondée mais somme toute légitime et banale, parmi des milliers d'autres que sortent chaque jour les journalistes et analystes économiques de tout bord), mais j'en infère carrément l'irrationalité et l'inefficience comme composantes prégnantes des marchés."*

*Même si vous nuancez en commentaire, votre article fait plus que s'interroger. Toutes les hypothèses développées le sont sur le mode de l'affirmation péremptoire et vous appelez même ces affirmations en renfort de vos opinions énoncées en introduction.*

*Votre mise en cause semble porter sur le principe même de marché financier, et sur les "marchés officiels" encore plus que les grandes plateformes boursières réglementées avec obligation de publication des comptes. En l'absence de ces deux formes de marché de capitaux, on se demande comment vous envisagez que les entrepreneurs puissent développer leurs entreprises. Espérez-vous les voir appuyer leurs croissances exclusivement sur leurs bénéfiques et sur l'endettement ?*

*Au passage, le fait que Libé diffuse la même chose est loin de plaider contre l'aveuglement idéologique...*

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

## ANTOINECHAMPAGNE

le 9 janvier 2011 - 23:27 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



@SAMAHHELL

*"Votre mise en cause semble porter sur le principe même de marché financier, et sur les "marchés officiels" encore plus que les grandes plateformes boursières réglementées avec obligation de publication des comptes. En l'absence de ces deux formes de marché de capitaux, on se demande comment vous envisagez que les entrepreneurs puissent développer leurs entreprises. "*

*Les marchés financiers n'ont pas toujours eu l'importance qu'ils ont aujourd'hui.*

*[http://fr.wikipedia.org/wiki/March%C3%A9\\_financier#Les\\_raisons\\_de\\_la\\_croissance\\_des\\_march.C3.A9s\\_financiers](http://fr.wikipedia.org/wiki/March%C3%A9_financier#Les_raisons_de_la_croissance_des_march.C3.A9s_financiers)*

*En outre, je pense qu'il vous manque quelques informations sur leur mode de fonctionnement pour vous en faire une idée réaliste.*

*Par exemple, pouvez-vous m'expliquer en quoi 5000 cotations en une seule seconde pour une valeur peut avoir le moindre lien avec "l'économie réelle" dont on nous dit que les marchés sont le soutien ?*

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

## MOI

le 10 janvier 2011 - 23:01 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



@Antoine Champagne

*Merci pour votre réponse, mais vous avez la mémoire courte.*

*Google a été introduit à un EPS diluté de 0.41\$ pour une action d'environ 100 \$*  
*<http://investor.google.com/financial/2004/tables.html>*

*ça fait un PER de plus de 200. Les gens qui ont investi dans google à ce moment ont fait x6. Ce qui montre bien par l'absurde qu'un PER de 100 pour facebook peut tout à fait être rationnel, car facebook aujourd'hui peut être le google de demain.*

*Quand vous dites que pour les bénéfiques estimés, la capitalisation est une blague, ça signifie, j'espère que vous comprenez ce que vous dites, que le PER est trop élevé (capitalisation = PER x earnings).*

*Si vous avez fait un peu d'analyse financière, vous savez aussi qu'un PER s'analyse en fonction d'un taux de croissance futur estimé. Et voilà donc le truc: Facebook a un taux de croissance attendu suffisamment fort pour qu'on ne puisse pas le comparer à une société mature, type apple, google ou ebay.*

Allez, un petit quizz: c'est quoi le PER d'un société qui aurait un taux de croissance stable et certain à 12% ?  
Je vous aide, c'est plus que celui de Facebook.

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

**MOI**

le 10 janvier 2011 - 23:23 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



*Vous n'êtes pas expert en finance ? Ce n'est pas une tare.  
Il fallait juste éviter de faire un papier sur la rationalité des marchés et sur la valorisation de facebook.*

*Sur le fond, aujourd'hui un financier peut tout à fait croire en facebook, car les stats sont très favorables. La vraie question, c'est est-ce que facebook va rester ce qu'il est.*

*La tarte à la crème, c'est de comparer FaceBook à 2ndlife. C'est effectivement ce qu'on fait les communicants il y a 2-3 ans, disant que peut-être facebook était une mode, il suffisait de regarder le flop de 2ndlife (qu'ils encensaient un an plus tôt).*

*A part que le raisonnement n'a pas de sens, car dans le cas de 2ndLife on a un site qui n'a jamais eu que quelques millions d'utilisateurs, pour la plupart des no-life qui se prenaient pour Conan le Barbare, bien cachés derrière leur pseudo. Chez facebook, on en a 500 millions, mais surtout, on y a tous ses copains. On est scotché. tant que FB ne fait pas une grosse connerie, on ne part pas.*

*FB va continuer à croître et va dépasser le milliard d'abonnés et même les 2 milliards, s'ils sont bons sur android et si les smartphones se démocratisent en asie*

*Là où il y a de l'incertitude, c'est de savoir s'ils vont réussir à monétiser leur audience, et si les membres ne vont pas se lasser de passer autant de temps tous les jours. Ça, personne ne le sait et les paris sont ouverts. Le mien, c'est qu'il va se passer quelques semestres avant que l'on puisse pronostiquer un éventuel déclin, ce qui laisse tout le temps à Goldman Sachs de revendre avec une plus-value.*

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

**WILNOCK**

le 23 janvier 2011 - 12:22 &bullet; SIGNALER UN ABUS - PERMALINK



*J'ai entendu dire que le processus de Goldman Sachs était de n'ouvrir des investissements que pour des capitaux étrangers, pas de sources américaines? ai-je bien compris?*

*Je trouve ça pas mal, faire entrer une banque dans un capital d'un site internet, pour y faire entrer des capitaux étrangers... c'est un mécanisme pour faire revenir de l'argent aux USA? je serai intéressé du point de vue de l'auteur*

VOUS AIMEZ



0

VOUS N'AIMEZ PAS



0

LUI RÉPONDRE

## 2 pings

Facebook, l'investissement hype des clients de Goldman Sachs » Article » OWNI\_Live! le 7 janvier 2011 - 11:39

[...] à jour : plus de détails dans cet article à lire sur owni.fr [...]

Reflets » Facebook et le spectre de la bulle Internet 2.0 le 11 janvier 2011 - 16:04

[...] tout le monde comprend que Goldman Sachs a tout intérêt à ce que la valorisation de Facebook soit la plus élevée possible. D'une part elle détient des actions qui prennent de la valeur à chaque fois qu'un [...]