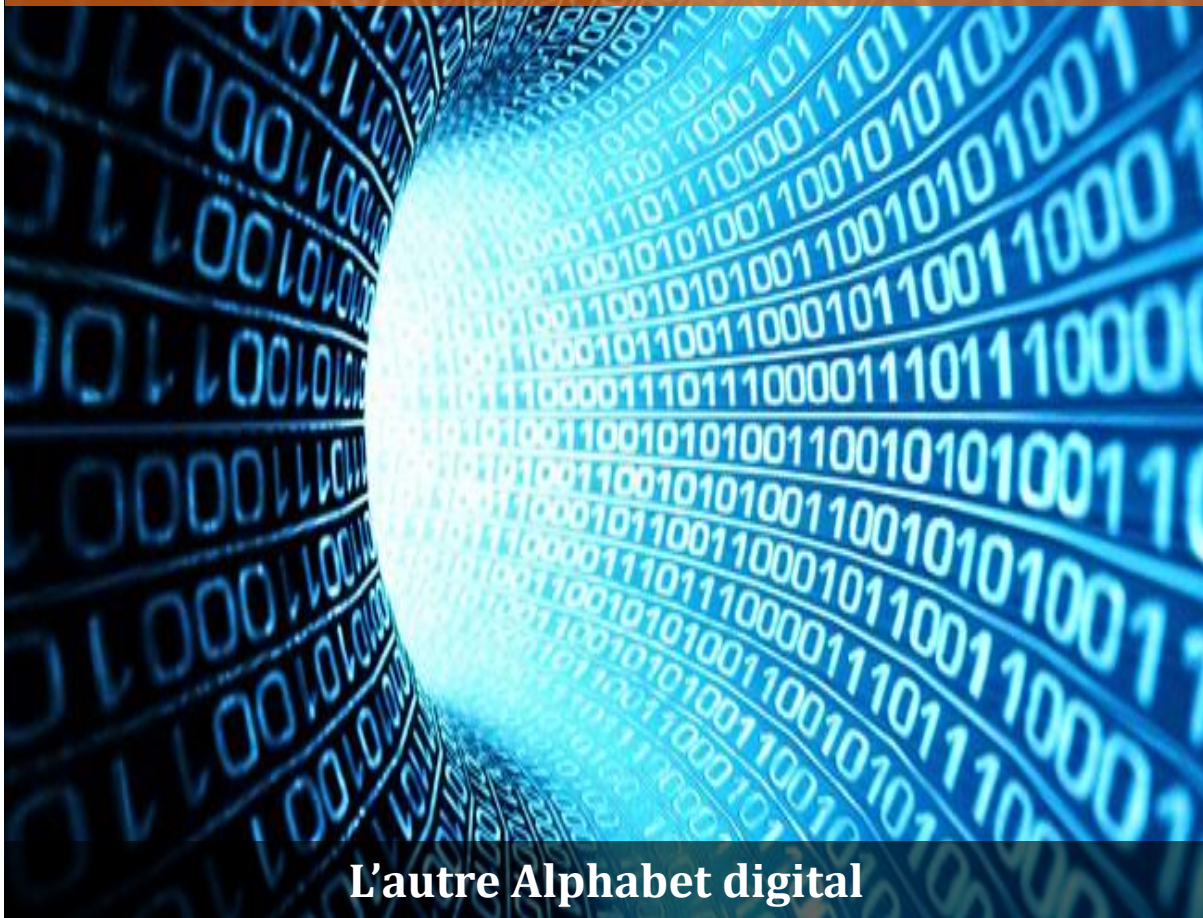


## LETTRE DIGITALE • JANVIER 2019



### L'autre Alphabet digital



**Benoît Flamant**

Directeur de l'investissement Digital

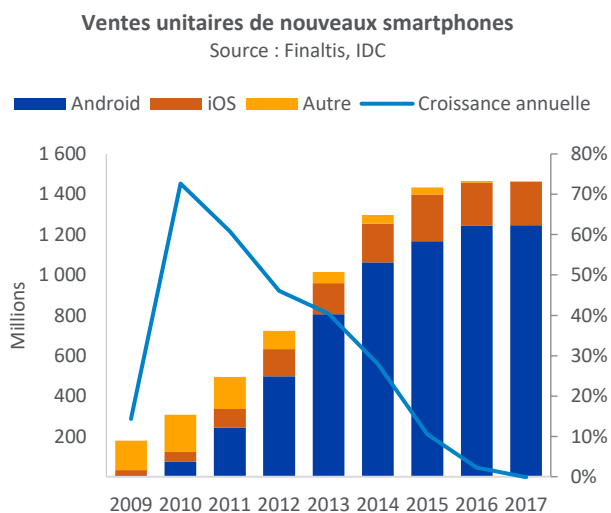
[bflamant@finaltis.com](mailto:bflamant@finaltis.com)

[@benoitflamant](https://twitter.com/benoitflamant)

2018 s'en est allée et ne nous manquera pas<sup>1</sup>. Le dernier rapport mensuel de Finaltis Digital Leaders est disponible [ici](#). En complément, nous revenons sur les points marquants de 2018 et les leçons à en tirer pour 2019.

## A comme Apple

Apple a été le pionnier – si ce n'est l'inventeur – du smartphone tactile ; il a su conserver sa part de marché depuis dix ans malgré une concurrence féroce, et surtout sa part des profits, jusqu'à ce que le marché devienne mature autour de 2016 (cf. graphique ci-dessous). A partir de là, la stratégie a évolué : avec des ventes unitaires d'iPhone qui stagnent, surtout sur le segment haut de gamme, il s'agissait d'augmenter la désirabilité de la marque, son pouvoir de fixer des prix plus élevés et l'adhésion des clients en les envahissant d'accessoires (Apple Watch, AirPods...) et de services (notamment Apple Music). Augmenter le coût de transfert vers un smartphone Android, tout du moins du point de vue de l'utilisateur, est clé.



La chute du cours de l'action de plus de 30% en 2018<sup>2</sup> depuis ses plus hauts de l'année, liée principalement à une « *guidance* » décevante

<sup>1</sup> Les Classes I (EUR) et USD (USD) de Finaltis Digital Leaders ont terminé l'année à +3,11% et -0,25%, respectivement.

<sup>2</sup> L'avertissement sur résultats du 2 janvier 2019 ne fait que confirmer notre analyse.

(donnée lors de la publication des résultats le 1er novembre), et aux nombreux avertissements sur résultats de la part des plus gros fournisseurs d'Apple, confirme que le scénario des *bears* sur la valeur – une dépendance trop importante au succès d'un seul produit dans un marché mature – est un risque significatif.

Les cas de controverse sont nombreux à Wall Street. Néanmoins, Apple a non seulement un statut iconique mais elle fait également partie des plus larges capitalisations boursières mondiales. C'est pourquoi la baisse de son cours a eu un impact fort sur le sentiment de marché.

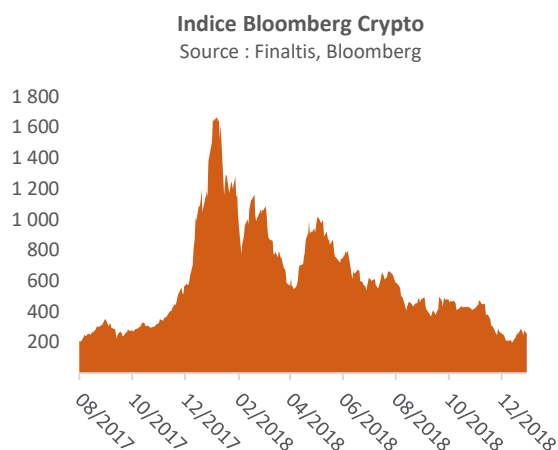
Indépendamment de la réussite de cette nouvelle stratégie, il faudra du temps avant que les investisseurs traitent Apple comme une histoire spécifique, qui a peu de choses à voir avec l'évolution de la dépense IT, de l'e-commerce, de la publicité digitale ou des autres thèmes de la digitalisation de l'économie. Étant donné que Finaltis Digital Leaders cible les sociétés qui sont les mieux alignées sur ces sous-thèmes d'investissement, le fonds n'est plus investi dans la valeur.

## B comme Bitcoin, Blockchain et Boom-and-Bust

La *bitcoin-mania*, et l'obsession collective autour de la blockchain, les cryptomonnaies, et les ICO (levées de fonds en cryptomonnaies) nous rappellent fortement ce qui s'est passé à la fin des années 90 (la « bulle Tech »), lorsque tout le monde s'est convaincu de l'avènement imminent d'une économie numérique avant de réaliser qu'on y avait cru environ 9 ans trop tôt. Les bulles sont différentes ; les mécanismes sont identiques.

L'histoire est-elle terminée ? Certainement pas. Le bitcoin et ses équivalents restent des moyens privilégiés pour certaines utilisations de niche<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> De manière générale, pour toute transaction illégale ou de blanchiment d'argent mais aussi dans des cas d'usage inattendus, comme au Venezuela où les habitants achètent en masse des bitcoins sur LocalBitcoins.com afin de se préserver de l'hyperinflation.



Des applications concrètes de la blockchain vont progressivement émerger, et selon l’approche retenue par les régulateurs, l’ICO pourrait devenir une vraie alternative pour la levée de fonds.

Que l’impact soit incrémental ou disruptif reste à voir. Le cas échéant, Fimaltis Digital Leaders pourrait envisager d’investir<sup>4</sup>.

## C comme Cloud

Le temps efface notre mémoire... En 2008, Larry Ellison, CTO et co-fondateur d’Oracle, fit cette fameuse déclaration à propos du *cloud computing* :

*« Peut-être suis-je un idiot, mais je n’ai aucune idée de ce dont tout le monde est en train de parler. Qu’est-ce que c’est ? C’est du charabia. Quand cette absurdité va-t-elle s’arrêter ? »*

Dix ans plus tard, il semble pourtant évident que le cloud est une transformation économique profonde.

Sur la partie infrastructure, AWS d’**Amazon**<sup>5</sup> est le leader incontesté, avec un chiffre d’affaires annualisé de près de 30 milliards USD. Non seulement le cloud est devenu une activité à part

<sup>4</sup> Plus de détail dans la [Lettre Digitale](#) consacrée à ce sujet.

<sup>5</sup> Les sociétés détenues par Fimaltis Digital Leaders au 31 décembre 2018 sont en gras.

<sup>6</sup> Au T3 2018, la contribution d’AWS à Amazon sur 12 mois glissants s’élevait à 10,6% du chiffre d’affaires et 60,2% du résultat opérationnel.

entière chez **Amazon**, mais elle contribue à hauteur de marges de 25-30%. Le cloud a été instrumental dans l’appréciation du cours de l’action, d’autant que le principal argument *bear* sur le titre était que la société ne parviendrait jamais à devenir rentable<sup>6</sup>.

Sur la partie applicative, le cloud a permis l’émergence de nouveaux éditeurs de logiciels d’entreprise tels que **Salesforce.com** ou **Workday**, ceux-ci capitalisant en fin d’année 105 milliards USD et 35 milliards USD, respectivement.

L’infrastructure et l’applicatif cloud ont constitué des thèmes d’investissement structurels pour Fimaltis Digital Leaders. La première position initiée a été **Salesforce.com** en 2004, quelques mois après son introduction en bourse et à un cours bien inférieur à celui de l’introduction. Le cloud devrait rester un pilier de la stratégie d’investissement de Fimaltis Digital Leaders.

Gain annualisé de l’action <sup>7</sup>	Amazon	Salesforce.com
2018	28,43%	33,98%
2004-2018	26,55%	30,85%

Source : Fimaltis, Bloomberg

## X comme Xi Jinping

Xi Jinping est arrivé au pouvoir le 15 novembre 2012. Jusqu’en 2016, il a mis l’accent sur un vaste programme de lutte anti-corruption, assurant la consolidation de son pouvoir. Dès son élection comme 45<sup>e</sup> président des États-Unis<sup>8</sup>, Donald Trump se concentra sur la négociation d’un nouvel accord commercial avec la Chine. Les discussions qui ont suivi se sont rapidement intensifiées pour aboutir à une véritable guerre commerciale, alternant tweets agressifs, empoignades musclées et marchandages

<sup>7</sup> Depuis l’introduction en bourse de Salesforce (22 juin 2004).

<sup>8</sup> Lors de la campagne présidentielle, Trump avait promis de « réparer les abus prolongés de la Chine envers le système international défaillant et ses pratiques déloyales ».

politiques ponctués de nouveaux tarifs douaniers.

Nous pensons que le vrai enjeu des relations sino-américaines est ailleurs : pour la première fois, les États-Unis se sentent menacés dans leur suprématie technologique. Élaborée en 2015, l'initiative stratégique *Made in China 2025*, qui vise à améliorer l'industrie chinoise et à augmenter le contenu d'origine domestique dans la production manufacturière de 40% en 2020 à 70% en 2025, avait déjà alerté Washington. En ce qui concerne les semi-conducteurs, les produits américains dominent toujours largement, et l'administration Trump a fait valoir qu'elle en profiterait pour faire pression sur la Chine afin d'obtenir de meilleurs termes. Avec son *New Generation AI Development Plan* annoncé en juillet 2017, la Chine proclame son ambition de dominer le monde de l'intelligence artificielle d'ici 2030...

Les raisons de s'inquiéter sont réelles, d'autant plus que la capacité d'exploiter par inférence des volumes massifs de données joue à l'avantage de la Chine. Non seulement la Chine détient beaucoup plus de données<sup>9</sup> que les États-Unis, mais elle est aussi plus avancée en termes d'utilisation de services les exploitant ; et au-delà, la Chine n'a que peu (ou pas) de barrières éthiques, qu'il s'agisse de la vie privée ou des libertés individuelles. Le pays a déjà déployé une police de surveillance s'appuyant sur le *Big Data*

et le *Deep Learning*<sup>10</sup>. Les tensions entre les États-Unis et la Chine sont donc là pour durer.

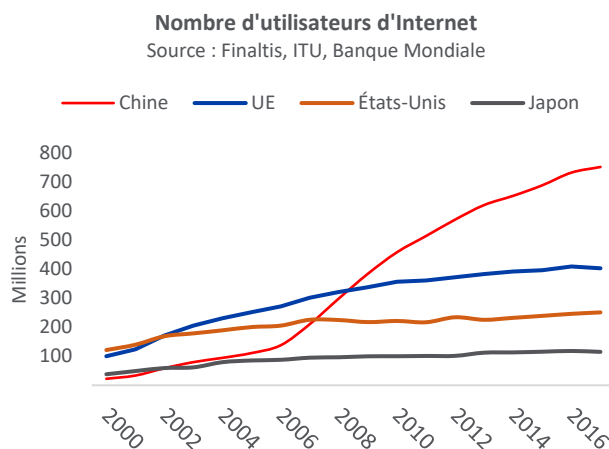
La stratégie de Finaltis Digital Leaders est d'être exposé à l'essor formidable du digital dans le pays<sup>11</sup>, et d'éviter les sociétés exportatrices donc sensibles au risque d'aggravation des tensions commerciales.

### comme la jonction entre Core IT et Digital

Avant l'ère digitale, dans les années 90, la dépense IT était correctement caractérisée comme cyclique. Les entreprises augmentaient leurs budgets informatiques pendant les périodes porteuses, et les réduisaient lorsque l'économie se resserrait. L'IT était ainsi un investissement de "début de cycle".

Ce schéma n'a plus de raison d'être. La question n'est plus de déterminer le montant des dépenses IT, mais de savoir comment réussir sa transformation digitale. Les entreprises traditionnelles se retrouvent assiégées par une myriade de start-ups largement financées qui exploitent les technologies digitales bien mieux et beaucoup plus rapidement que leurs aînés afin de réinventer, voire disrupter toute une industrie. L'urgence de réagir a créé une tendance structurelle forte et durable, non corrélée à la croissance globale de l'économie. La transformation digitale est devenue une priorité stratégique pour toute organisation, d'où cette jonction "en Y" entre la dépense Core IT et la dépense Digital.

Dans ce monde à deux vitesses, Finaltis Digital Leaders se concentre sur l'identification des meilleurs accélérateurs digitaux. Le cloud, mentionné précédemment, en est un, tout comme les sociétés de services telles **Accenture**, dotées d'une forte compétence dans la transformation digitale. **Red Hat** s'est également positionné comme le fournisseur technologique de référence

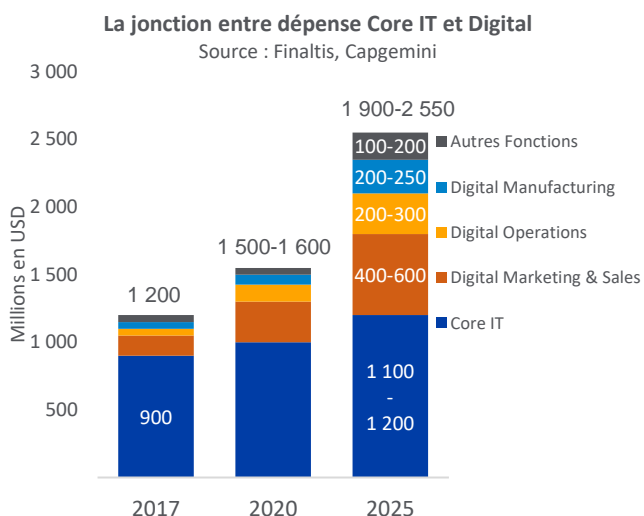


<sup>9</sup> Il y a trois fois plus d'utilisateurs d'Internet en Chine qu'aux États-Unis ; autant que les États-Unis, l'UE et le Japon réunis.

<sup>10</sup> Pour plus de clarté sur la terminologie autour de l'IA, nous vous invitons à lire la [Lettre Digitale](#) dédiée.

<sup>11</sup> Au 31 décembre 2018, l'exposition du fonds à la Chine était de 6,5%.

pour aider les entreprises à entrer dans l'âge digital.



Nous pensons que la société s'est embarquée dans une transformation au moins aussi profonde que sa transition du PC au mobile, peu après son introduction en bourse de 2012<sup>13</sup>. La société a en effet besoin de retrouver la confiance de ses utilisateurs et des publicitaires. Si le management était dans un déni complet, nous serions à la vente sur le dossier. Si sa réaction était impeccable, nous afficherions alors une très forte conviction à l'achat. Nous pensons que la réalité se situe entre les deux... et que le plus important est que l'activité de **Facebook** soit plus résiliente qu'il n'y paraît. Son offre ne se résume pas à l'application Facebook ; la société possède également Messenger, Instagram et WhatsApp. Les derniers indicateurs de performance divulgués montrent que le nombre d'utilisateurs actifs est toujours en croissance et le revenu par utilisateur toujours en amélioration. Cela signifie que **Facebook** reste une entreprise de croissance, avec, qui plus est, une valorisation déprimée<sup>14</sup>. Tout ceci nous mène à la considérer comme un investissement, *contrarian* certes, pertinent pour 2019.

## Z comme Mark Zuckerberg, fondateur et PDG de Facebook

2018 fut l'année de tous les dangers pour les sociétés Internet iconiques. Leaders politiques, régulateurs, médias et influenceurs ont été à l'unisson pour critiquer sévèrement, voire diffamer des entreprises qu'ils adulaient pourtant il y a peu.

La plus dénigrée a très certainement été Facebook, avec des rumeurs alarmantes qui ont anticipé une fuite massive des utilisateurs. Avec le recul, la « *guidance* » décevante donnée lors des résultats du T2, le 25 juillet, peut être considérée comme un autre déclencheur de la correction qui a affecté toute la thématique digitale. L'action a chuté en 2018 de 43,7% pour finir l'année avec une baisse de 25,7%<sup>12</sup>. Pour la plupart des observateurs et des investisseurs, **Facebook** semble être une cause perdue.

Finaltis et ses équipes vous souhaitent une merveilleuse année 2019, avec de nombreuses nouvelles *equity stories* exaltantes !

<sup>12</sup> La contribution de Facebook à la performance du fonds en 2018 est de -65 points de base (en USD).

<sup>13</sup> « *Si Facebook meurt (ce qui est probable), son tueur sera né sur le mobile* », titre d'un article du site d'information spécialisé CNET daté du 30 mai 2012.

<sup>14</sup> Au 31 décembre 2018, le ratio EV/EBITDA 12 prochains mois de Facebook s'élevait à 9,3, en-dessous de celui de l'indice S&P 500 à 9,8, pour une croissance du CA de 24,0% et une marge d'EBITDA de 53,2% contre le S&P 500 à 7,1% et 21,1%, respectivement.



63, avenue des Champs-Élysées

75008 Paris

France

+33 1 55 27 27 00

[contact@finaltis.com](mailto:contact@finaltis.com)

[www.finaltis.com](http://www.finaltis.com)

### **Denis Beaudoin**

Président • +33 1 55 27 27 01 • [dbeaudoin@finaltis.com](mailto:dbeaudoin@finaltis.com)

### **Thierry Rigoulet**

Directeur du Développement • +33 1 55 27 27 07 • [trigoulet@finaltis.com](mailto:trigoulet@finaltis.com)

## **AVERTISSEMENT**

---

Ce document ne constitue pas une proposition d'investissement. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement. Il ne présente donc aucune valeur contractuelle. Aucune des informations apparaissant dans le présent document ne saurait être considérée comme une offre de services ou de produits émanant de FINALTIS, ni comme une offre ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou de tout autre produit d'investissement.

FINALTIS décline en conséquence toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourrait être faite par quiconque du contenu des présentes pages. L'accès au produit décrit dans le présent document fait l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes et/ou dans certains pays. Ce produit est par ailleurs de nature spéculative et implique un degré de risque pouvant conduire à une baisse des actifs en portefeuille.

Ce produit peut être amené à intervenir sur les marchés de gré à gré, à traiter des instruments volatils et, ce faisant, risqués. Le risque de défaut de contrepartie ne peut être écarté. Il n'offre par voie de conséquence ni garantie de restitution de capital, ni garantie de performance minimale, ni, plus généralement, aucune assurance que les objectifs ou caractéristiques indiqués seront atteints.

Bien que le produit décrit dans cette présentation soit accessible pour tous types de souscripteurs, le niveau de détail présenté et la terminologie employée dans le présent document requièrent des connaissances et une expérience des marchés financiers correspondant à celles des investisseurs professionnels au sens de la Directive MIF. En conséquence, la présente présentation est réservée aux investisseurs professionnels. **Si vous n'êtes pas un investisseur professionnel, nous vous invitons à prendre contact avec votre intermédiaire financier habituel et à renoncer à la lecture de ce document.**