

La crise a-t-elle renforcé les GAFAM ?

Par **Dominique NAMUR**

Professeur des Universités et chargé de cours à CentraleSupélec

et **Joëlle TOLEDANO**

Professeur émérite à l'Université Paris Dauphine-PSL

L'année de tous les records boursiers de l'économie numérique

2020 restera une année faste pour les GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft) et leurs consœurs dont les *business models* coïncident avec les changements structurels des modes de consommation et dans l'organisation de la production. Les performances boursières impressionnent : de décembre 2019 à décembre 2020, alors que le CAC 40 perdait 6,2 %, les indices américains du S&P500 et du Nasdaq 100 (qui inclut notamment les grands du numérique) gagnaient respectivement 16,3 % et 47,8 %. Pour les seules GAFAM, les cours boursiers ont crû de 31,8 % à 84,4 %. Au 31 décembre 2020, leur PER (*price earning ratio*) dilué respectif⁽¹⁾ s'élevait de 27 (Facebook) à 77,9 (Amazon), contre environ 21 pour ceux des valeurs du Nasdaq hors GAFAM. Sur l'année 2020, la capitalisation boursière des GAFAM a bondi de 5 166 à 7 633 milliards de dollars, soit 3,5 fois celle du CAC 40, ou encore 3 fois le PIB français.

Quelques éléments pourraient relativiser ces records, comme les chèques fédéraux aux ménages américains, les applications de *trading* gratuit, une dérogation fiscale ponctuelle, ou encore l'impossibilité de calculer la valeur fondamentale d'une entreprise dès que son taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt (prime de risque comprise). Mais l'étude détaillée des comptes financiers et des activités des quatre derniers exercices fiscaux⁽²⁾ (FY2017 à FY2020) révèle que les performances de 2020 prolongent d'abord une tendance.

Apple présente les progressions annuelles moyennes les plus modestes de chiffre d'affaires (CA de 6,2 %) et de résultat net (5,9 %), mais aussi la plus grande stabilité des taux de marge⁽³⁾ brute (31,8 %) et nette (21,4 %). Apple maîtrise tout son écosystème par une intégration verticale complète des services jusqu'au microprocesseur (depuis fin 2020), une situation de duopole mondial pour l'OS et son portail d'applications, ainsi qu'une forte protection de la propriété intellectuelle. Apple a réussi une diversification vers les services (finance, divertissement) plus rentables que les activités traditionnelles, une répartition géographique équilibrée de son CA et fidélise ses actionnaires (dividendes, rachats d'actions, fractionnements d'actions). Cette régularité fait d'Apple la *blue chip* des GAFAM, d'où une minuscule prime de risque et des cours multipliés par 4,3 en 4 ans.

Amazon a un parcours boursier assez proche sur 4 ans, avec un cours multiplié par 4. Ses taux de marge brute et nette, bien qu'encore modestes en 2020 (respectivement de 13,2 % et 5,5 %), traduisent une dynamique très favorable. Sur 4 ans, son BNPA (bénéfice net par action) a été multiplié par 8,5 (record des GAFAM), et les taux de croissance du CA et du résultat net, tendanciellement croissants, ont bondi en 2020 (respectivement + 38 % et + 84 %). Amazon

(1) Rapport du cours au résultat net dilué par action (BNPA), où le nombre (dilué) d'actions comprend celles potentiellement exerçables.

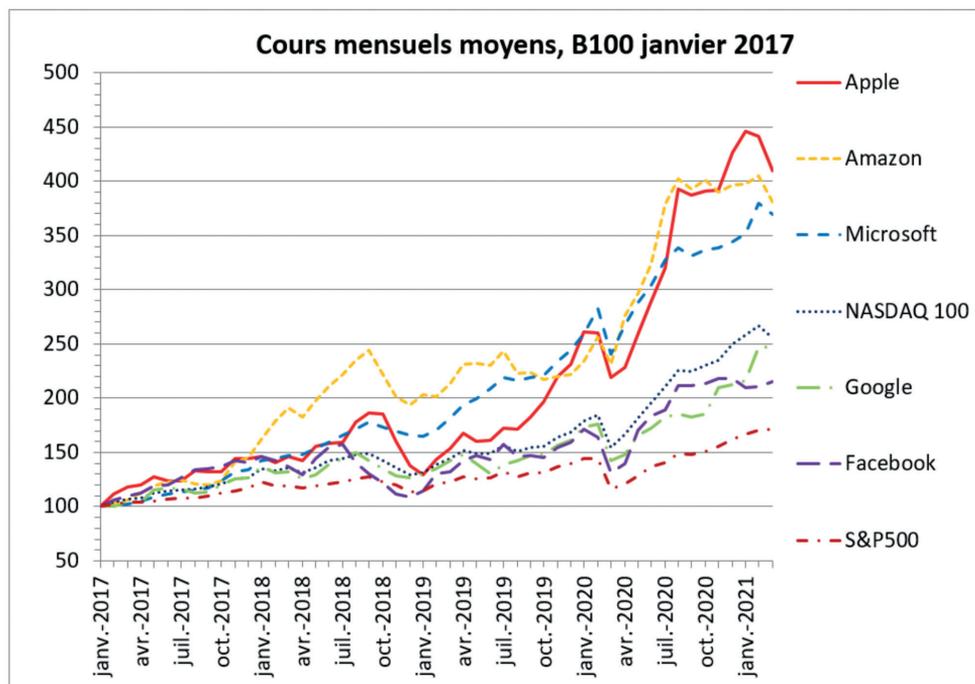
(2) Les comptes des sociétés sont disponibles sur le site de la SEC (Security and Exchange Commission). Les cours boursiers sont les moyennes mensuelles des moyennes ouverture/clôture quotidiennes du 03/01/2017 au 31/12/2020.

(3) Le taux de marge brute est le rapport de l'EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*) au CA ; le taux de marge nette celui du résultat net au CA.

étend sa domination dans le *e-commerce* aux nouveaux produits, dont l'alimentaire et la santé, augmente le nombre et le renouvellement des abonnements Amazon Prime, et a fait d'Amazon Web Services (AWS) le *leader* mondial et une source majeure de profit.

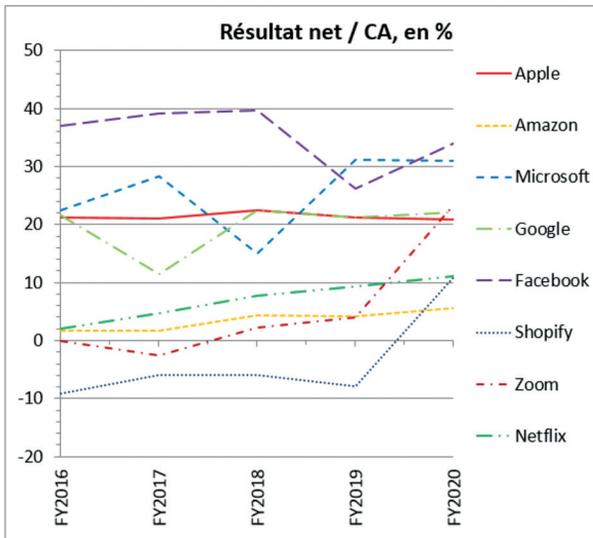
Microsoft réalise sur 4 ans des performances moyennes supérieures à celles d'Apple (taux de marge brute et nette respectivement de 41,2 % et 25,6 %, taux de croissance annuel du CA de 11,8 %). Ses trois grands métiers (le *cloud* et les serveurs, les logiciels d'entreprise, l'informatique personnelle) s'appuient chacun sur un produit très rentable. Microsoft procède comme Apple à des versements de dividendes (en moyenne sur 5 ans 2,17 % du cours, contre 1,6 %) et à des rachats d'actions. Mais la forte volatilité des résultats nets et du PER, bien que tendanciellement croissants, limite la multiplication du cours de Microsoft à 3,4 en 4 ans.

Google et Facebook affichent des BNPA dilués croissants et supérieurs à ceux d'Apple, des taux de marge parmi les plus élevés, mais aussi les plus volatils des GAFAM, et tendanciellement décroissants pour Facebook. Surtout, en dépit du *leadership* mondial sur leur cœur de métier respectif, le taux de croissance de leurs chiffres d'affaires diminue depuis quatre ans de suite, et leurs PER sont tendanciellement décroissants. La crise sanitaire a entraîné une contraction du marché publicitaire et une baisse des prix, alors qu'en 2020 la publicité en ligne représentait encore 80 % des ventes de Google et 98 % de celles de Facebook. Les performances boursières des GAFAM les plus « numériques » sont donc les plus faibles, avec un cours multiplié en 4 ans par presque 2,2 contre 2,5 pour le Nasdaq 100.



Des perspectives économiques aussi radieuses ?

L'envolée des cours boursiers des GAFAM pourrait s'enrayer si le taux de croissance de leurs bénéfices futurs devenait très inférieur au taux d'intérêt. La hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis début mars 2021 a déjà inversé la hiérarchie des performances du Nasdaq 100 avec



celles du S&P500 (du 04/01/21 au 26/03/21, respectivement + 0,7 % contre + 5,4 %). Qu'en est-il des bénéficiaires ?

Cela dépend d'abord de l'évolution de la demande globale par marché cible du numérique. Le télétravail a plusieurs atouts (sanitaire, pollution, bureaux, productivité des employés), mais plafonne avec la nécessité d'interactions physiques. Le divertissement (SVOD – *subscription video on demand* –, musique, jeux) semble rentable même pour les *majors* d'Hollywood⁽⁴⁾. La publicité en ligne investit les messages ciblés

avec le *e-commerce*, mais pourrait être partiellement redéployée demain. Fin 2020, le *e-commerce* représentait 13 % en Europe dont environ 250 milliards d'euros pour le B2C (*business to customers*), environ 15 % aux États-Unis et au moins 45 % en Chine, niveau peu envisageable en Occident⁽⁵⁾. Les taux de pénétration ont augmenté fortement, et un ralentissement associé à de la volatilité n'est pas impossible.

Du côté de l'offre, la concurrence entre GAFAM s'exerce surtout aux marges des activités historiques⁽⁶⁾, chaque acteur se différenciant sur les marchés en forte croissance. Dans le *cloud*, AWS règne sur les données du *e-commerce*, Microsoft se positionne sur les programmes à destination des entreprises, Google sur un écosystème pour l'intelligence artificielle⁽⁷⁾. Dans le *e-commerce*, Amazon semble hors de portée (40 % du marché nord-américain, en croissance) pour Facebook et ses vitrines pour ses utilisateurs, pour Microsoft et sa technologie de paiement automatisé, et pour Google Shopping. Pour la publicité en ligne, Google s'appuie sur des requêtes ("*Google Search*" avec 92 % du marché de la recherche, Maps et Youtube), Amazon sur les achats réalisés sur sa plateforme, Facebook sur les recommandations des réseaux sociaux. En 2020, ces trois acteurs captaient aux États-Unis près de 90 % du marché et plus de 50 % du marché publicitaire total⁽⁸⁾, mais Facebook est fragilisé pour le traçage des utilisateurs par l'« App Tracking Transparency » d'Apple. Amazon concurrence les services de divertissement (SVOD, musique) d'Apple et dispose de réseaux sociaux spécialisés (avis littéraires, *streaming* vidéo). Sur le marché adjacent des véhicules autonomes, Google, Microsoft et, dans une moindre mesure, Amazon et Apple ont des ambitions proches.

Les GAFAM sont aussi en concurrence avec des *pure players* sur leurs relais de croissance. Dans le divertissement, Apple doit compter avec Spotify pour la musique et les podcasts, et Disney, HBO et Netflix pour le SVOD. Depuis 2020, Netflix autofinance son développement, avec un taux

(4) Le film *Les Trolls 2* (Universal Pictures), diffusé en avril 2020 en SVOD, a dégagé 100 millions de dollars de recettes.

(5) Les différentes sources sont respectivement : Centre for Retail Research, eMarketer et Bureau de recensement, Euromonitor et *China Home Appliance Market Report 2020*.

(6) *The Economist*, <https://www.ava360.com/the-new-rules-of-competition-in-the-technology-industry/>

(7) NAMUR D. (2020), « Intelligence artificielle : vers quels acteurs mondiaux, quelle concurrence ? », in GUILHEM J. (éd.) *Sciences et sens de l'intelligence artificielle*, Dalloz, 2020.

(8) <https://www.wsj.com/articles/how-covid-19-supercharged-the-advertising-triopoly-of-google-facebook-and-amazon-11616163738>

de marge brute supérieur à celui des GAFAM : plus de 200 millions d'abonnés payants et le plus faible taux de résiliation⁽⁹⁾ de toutes les plateformes SVOD. Malgré un parcours boursier identique à celui d'Amazon sur 4 ans, sa capitalisation reste le 1/10^e de celle d'Apple. Dans le *e-commerce* : Amazon ne propose ni les grandes marques ni le luxe, et est absent du *social commerce*, Walmart (associé à Microsoft) cherche à revenir, la montée de Shopify est impressionnante. En 2020, ce fournisseur canadien de logiciels de services de paiement, voire de logistique, a permis à 1,7 million de commerçants de faire du *e-commerce*. Leurs CA cumulés représentent 40 % de celui de la place de marché d'Amazon. Le CA de Shopify a crû de 86 %, ses taux de marge brute et nette sont devenus positifs, et son cours boursier a été multiplié par 2,8. Dans le télétravail, la solution de vidéoconférence Zoom, *leader* devant Microsoft, affichait en 2020 des taux de marge brute et nette comparables à ceux d'Apple, avec un CA et un cours boursier multipliés respectivement par 1,8 et 5,2.

La solidité de ces *pure players* est toutefois discutable. Shopify apparaît inexpugnable, car à l'opposé du modèle d'Amazon, mais une réponse se prépare avec l'acquisition récente de Selz. Netflix devra affronter la concurrence d'Apple et d'Amazon avec des SVOD dilués dans un *package* ou associés à prix coûtant à un abonnement de base pour attirer les clients vers le produit principal ; Spotify est encore plus exposé, de même que Zoom face à une stratégie similaire de Microsoft. En fait, les dangers les plus immédiats semblent plutôt venir des États.

2020, l'année où les États se rebiffent ?

Est-ce malgré ou à cause de la crise sanitaire ? 2020 est pour Google, Amazon, Facebook et Apple une année de sérieuse remise en cause juridique aux États-Unis comme en Europe. Est-ce un tournant ? Les cadres conceptuels se sont aiguisés pour analyser les stratégies et les objectifs. Haine en ligne, manipulation politique, vie privée, irresponsabilité, fausses nouvelles, contournement de la fiscalité sont autant de sujets qui renforcent le sentiment d'être confronté à des acteurs incontrôlables.

Aux États-Unis, les pratiques anti-concurrentielles ont été au cœur de l'actualité en fin d'année. Les autorités publiques américaines ont lancé quatre procédures contre Google et Facebook. Après les enquêtes débutées mi-2019, le ministère de la Justice américain (DoJ) s'est attaqué à Google, aux pratiques de monopolisation de son moteur de recherche et sa publicité ciblée, alors que l'autorité fédérale en charge de la concurrence (FTC) conteste les acquisitions de WhatsApp et Instagram par Facebook. La plupart des États américains sont à la manœuvre, choisissant au cas par cas leurs cibles. En plus de soutenir les autorités publiques, ils lancent deux procédures, une pour entente entre Google et Facebook sur le marché de la publicité en ligne ; l'autre concerne Google, les moteurs de recherches spécialisés et les objets connectés. Depuis, des rumeurs apparaissent régulièrement à propos de procédures à l'encontre d'Amazon et Apple.

Parallèlement, le rapport « Cicilline » de la Chambre des représentants, publié en octobre 2020, a fait grand bruit⁽¹⁰⁾. Mine d'informations et d'analyses, il s'appuie sur presque 1,3 million de documents. Le diagnostic bipartisan conclut à un verrouillage systématique des marchés opérés par chacun des GAFAM. Les propositions relèvent des seuls démocrates. En plus de la recherche de remèdes à la puissance des "Big Tech", elles proposent de faire évoluer les lois *antitrust*.

Avec un certain délai, le diagnostic des autorités américaines rejoint celui qui prévalait en Europe⁽¹¹⁾. Après les trois condamnations de Google entre 2017 et 2019, et un montant total

(9) <https://www.businessinsider.fr/netflix-passe-le-cap-des-200-millions-dabonnes-dans-le-monde-186377?>

(10) https://judiciary.house.gov/uploadedfiles/competition_in_digital_markets.pdf?utm_campaign=4493-519

(11) TOLEDANO J. (2020), *Gafa. Reprenons le pouvoir !*, Odile Jacob.

d'amendes de plus de 8 milliards d'euros, la Commission européenne a lancé deux procédures contre Apple et deux autres contre Amazon. Leurs pratiques sur les places de marché et celles favorisant leurs propres offres sont suspectées d'abus de position dominante.

Plusieurs actions nationales complètent le panorama. Deux exemples témoignent de la contestation croissante des modèles économiques. En 2016, l'Autorité de la concurrence allemande a interdit à Facebook de croiser les données d'utilisateurs provenant de différentes sources. Contestée, cette décision qui fait le lien entre le contrôle de l'utilisation des données personnelles et la pratique anticoncurrentielle sera débattue encore quelques années entre les autorités judiciaires avant d'être confirmée ou annulée. En France, l'Autorité de la concurrence a enjoint Google en avril 2020 de négocier de bonne foi avec les éditeurs et les agences de presse la rémunération due au titre de l'application de la loi relative aux droits voisins. Fin mars 2021, seule une partie limitée des négociations avait abouti. Le gouvernement australien a engagé des démarches similaires : pour l'instant, Google et Facebook ont réussi à imposer le choix des médias qu'ils rémunèrent et l'absence de règle transparente.

2021 a commencé avec l'annonce par le Congrès américain de nouvelles auditions, prélude à un projet de loi *antitrust* alors que le président Joe Biden nomme des responsables favorables à de profondes remises en cause. La Commission européenne les a précédés. Fin 2020, elle a présenté deux projets ambitieux de règlements destinés à réguler les grands acteurs du numérique et les contenus de leurs services.

Ces projets remettront-ils en cause une hégémonie qu'aucune condamnation n'a pour l'instant réussi à même fissurer ? Les remèdes administrés par la Commission européenne dans le cadre de ses condamnations n'ont pas conduit à une renaissance de la concurrence. Études et prises de positions convergent sur l'inefficacité des remèdes⁽¹²⁾. De fait, l'ajustement et le contrôle de l'efficacité des remèdes ne semblent pas pouvoir incomber à des autorités de concurrence, dont la fonction et les compétences sont orientées vers la condamnation de pratiques passées, et non vers le développement effectif de la concurrence.

(12) Parmi de nombreuses références, HÖPPNER T. (2020), "Google's (non-) compliance with the EU shopping decision", *Competition Law & Practice*. Et pour Android : <https://searchengineland.com/googles-search-choice-screen-had-virtually-no-effect-on-search-market-share-perhaps-by-design-346167>