

Acheter Yahoo pour jouer le succès d'Alibaba

La prochaine introduction à la Bourse de New York du numéro un chinois du commerce en ligne suscite un intérêt croissant. L'action de Yahoo qui détient 24% d'Alibaba en profitera-t-elle ? Une analyse de Jean-Philippe Roos, conseiller du président de Gaspal Gestion.



L'introduction en Bourse de New York d'Alibaba attire à nouveau l'attention sur Yahoo, le moteur de recherche américain Yahoo aux perspectives de croissance, elles, peu engageantes. Les perspectives de Yahoo paraissent médiocres, une stagnation des ventes consolidées étant prévue pour les deux prochains exercices (4,426 milliards de dollars en 2013). Il en va de même pour le résultat opérationnel (590 millions de dollars en 2013) qui progressera peu.

Néanmoins, Yahoo possède deux participations très intéressantes, l'une de 24 % au capital d'Alibaba, un actif valorisé 1,57 milliard de dollars à son bilan et 36 % du capital de Yahoo Japan, titres valorisés 2,4 milliards. Alibaba est le numéro un chinois de l'e-commerce.

Qu'il s'agisse de transactions entre particuliers, entre entreprises et particuliers, et entre entreprises, Alibaba domine le marché chinois (80%). Son expansion a été fulgurante depuis 2011 jusqu'à l'an dernier : **le chiffre d'affaires consolidé est passé de 2,3 milliards à 6,7 milliards de dollars et le bénéfice net consolidé de 0,3 milliard à 2,8 milliards**. Au deuxième trimestre, le chiffre d'affaires a bondi de 46% (2,5 milliards de dollars) grâce, en particulier, à un décuplement de transactions passées à partir de téléphones mobiles.

Alibaba va s'introduire en Bourse de New York dans quelques semaines. Cette IPO (Initial Public Offering) pourrait atteindre 20 milliards de dollars et sera dirigée par Goldman Sachs. Elle sera la plus importante introduction de l'année et permettra aux actionnaires actuels de « monétiser » une partie de leurs titres. Alibaba ne recueillera aucun argent « frais » grâce à cette introduction. Selon les analystes financiers américains, la valorisation boursière d'Alibaba se situera entre 100 et 200 milliards de dollars. Nous retiendrons quant à nous le chiffre médian de 150 milliards de dollars.

La participation de 24 % de Yahoo vaudrait donc 36 milliards de dollars, soit 35,5 dollars par action Yahoo. Mais en cas de cession, un impôt de 38 % frappera la plus-value dégagée, au moment de l'IPO. La valeur de ces 24 % s'établit dans ces conditions à 21,3 milliards, soit 22 dollars par action Yahoo. Or Yahoo va vendre 140 millions actions Alibaba sur les 524 millions titres qu'il possède, soit 6,4 % du capital de la plateforme d'e-commerce chinoise.

Pour Yahoo, la plus-value dégagée (nette d'impôt) à cette occasion serait de 5,7 milliards de dollars, soit 5,6 dollars par action. **Yahoo en distribuera la moitié à ses actionnaires (2,8 dollars par action)**. Les 17,6% restant représenteraient 26,4 milliards de dollars avant impôt (26 dollars par action Yahoo), soit 16,4 milliards de dollars après impôt (16,15 dollars par action Yahoo).

Une fois réalisée l'IPO, Yahoo possédera moins de 20 % d'Alibaba et ne pourra donc plus procéder à la mise en équivalence de son bénéfice net. Le résultat net du moteur de recherche américain va donc baisser très sensiblement.

La participation de 36 % du capital de Yahoo Japan est quant à elle valorisée en Bourse 8,4 milliards de dollars (8,25 dollars par action avant impôt, 5,1 dollars par action Yahoo après impôt). La valeur des deux participations asiatiques, aujourd'hui détenues par Yahoo, s'élève à 43,75 dollars par action Yahoo et à 27,10 dollars après impôt. En outre, au 30 juin dernier, il y avait 3 dollars de trésorerie par action Yahoo.

Dans son activité proprement dite, **Yahoo rencontre des difficultés qui freinent lourdement une croissance déjà handicapée par une concurrence redoutable.** Dans ces conditions, le bénéfice net consolidé par action reviendrait de 1,52 en 2013 à 0,70 dollar en 2015.

Au cours actuel, l'action Yahoo nous semble correctement évaluée (*) et repose sur une valorisation d'Alibaba équivalente à 150 milliards de dollars. Si l'introduction en Bourse d'Alibaba s'avère un franc succès et sa capitalisation boursière supérieure à ces 150 milliards de dollars, le titre Yahoo a d'excellentes chances de progresser. Il s'agit donc d'un pari à court terme. Le recours à une option d'achat (*call*) sur Yahoo nous semble, par conséquent, constituer une très intéressante spéculation.

(*) Yahoo : cours au 28 août de 38,31 dollars (en séance), pour des cours extrêmes de 41,72 dollars et 26,73 dollars sur les douze derniers mois ; capitalisation boursière de 37,8 milliards de dollars (1 015 millions d'actions) ; actif net par action de 12,39 dollars ; aucun dividende ; ratio cours/bénéfice de 24 (2013), 32 (2014 estimé) et 54 (2015 estimé).