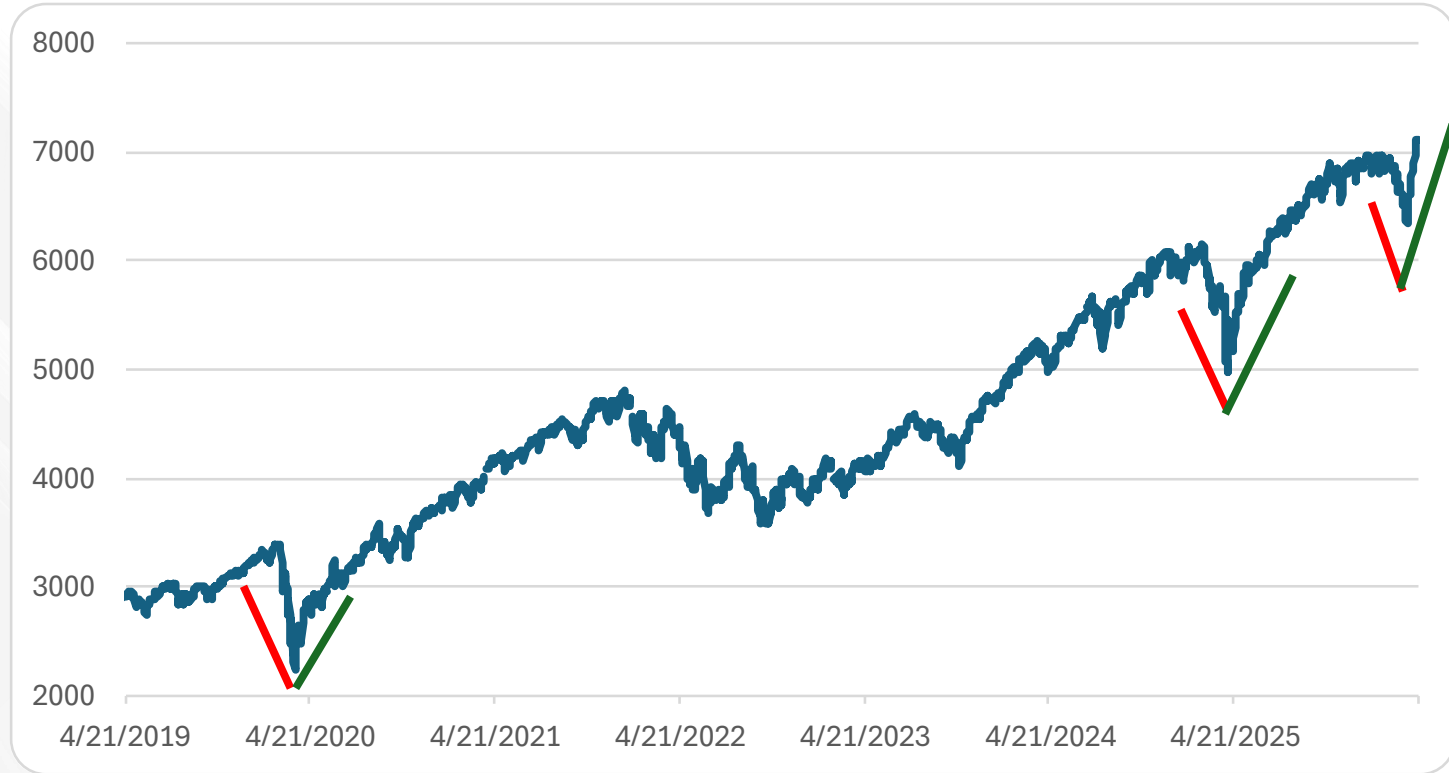




LE DESSOUS DES « DATA »



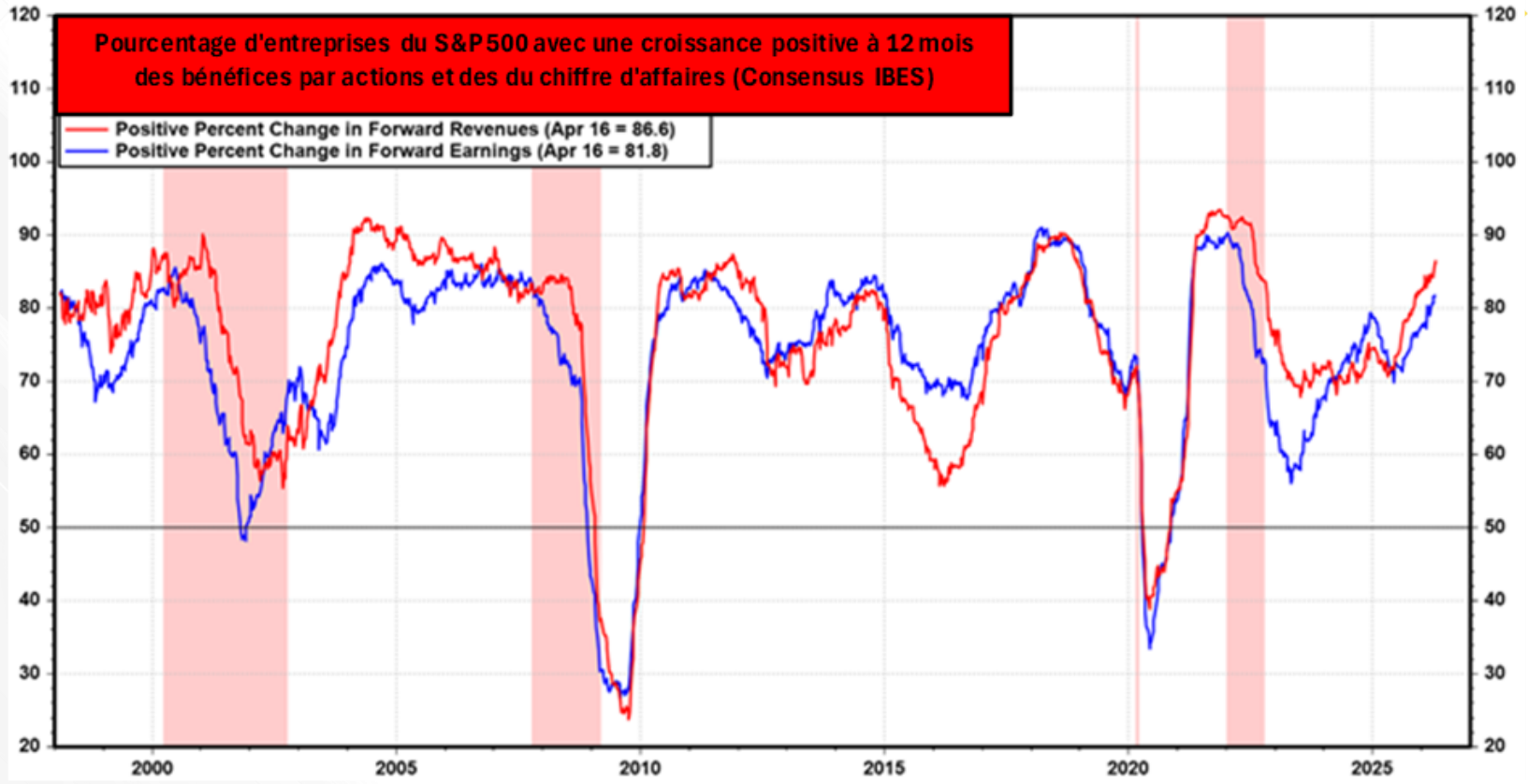
S&P 500: Envore une histoire en "V" ?



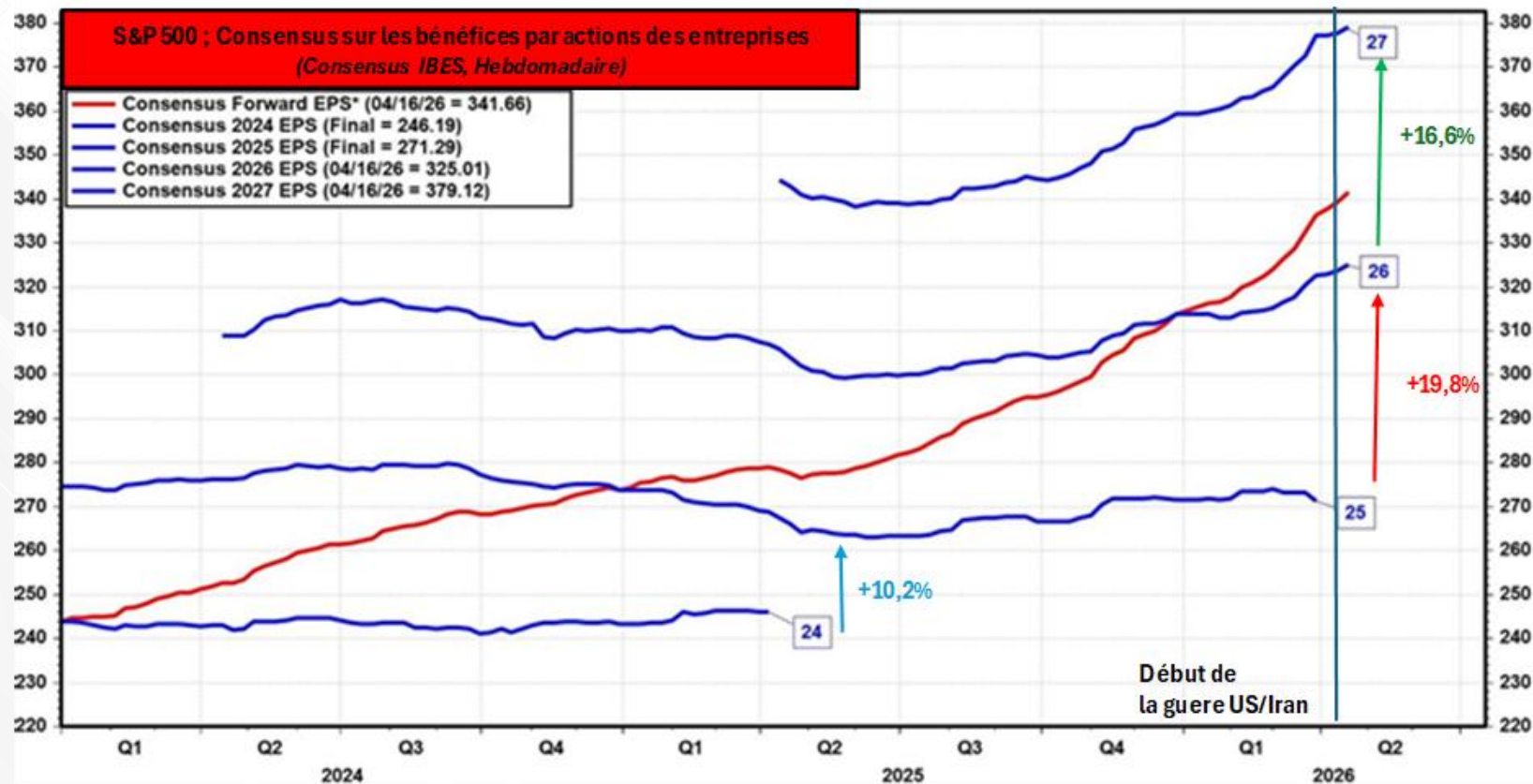
Source : *Fred, Indice S&P quotidien*

83%





Source: IBES/Datastream, Altaïr Economics



Source: IBES/Datastream, Altair Economics



Une concentration des révisions à la hausse depuis le 27 février sur quelques valeurs seulement...

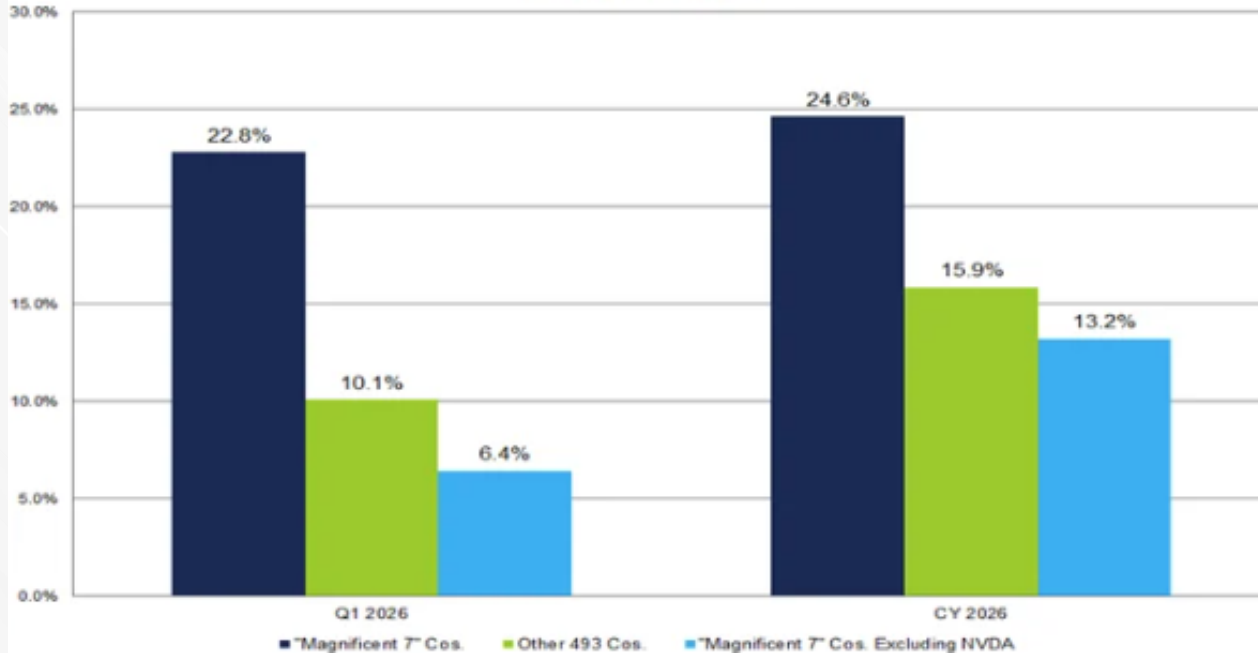
Actions	Ticker	Sector	EPS growth (%)	EPS revision depuis le 27 fevr. (%)	Part des révisions du S&P 500 (%)
Micron Technology, Inc.	MU	Info Tech	605%	93%	51%
Exxon Mobil Corporation	XOM	Energy	38%	44%	14%
Chevron Corporation	CVX	Energy	55%	67%	10%
Broadcom Inc.	AVGO	Info Tech	84%	14%	10%
ConocoPhillips	COP	Energy	40%	76%	5%
Valero Energy Corporation	VLO	Energy	105%	79%	3%
EOG Resources, Inc.	EOG	Energy	40%	51%	3%
SanDisk Corporation	SNDK	Info Tech	1092%	24%	3%
Vertiv Holdings Co.	VRT	Industrials	46%	2%	3%
Occidental Petroleum Corporation	OXY	Energy	79%	251%	2%
Somme de ces 10 plus fortes révisions			135%	52%	105%
S&P 500			18%	3%	100%

Source: Estimations au 17 avril 2024, Altair Economics

Un effet Nvidia ?



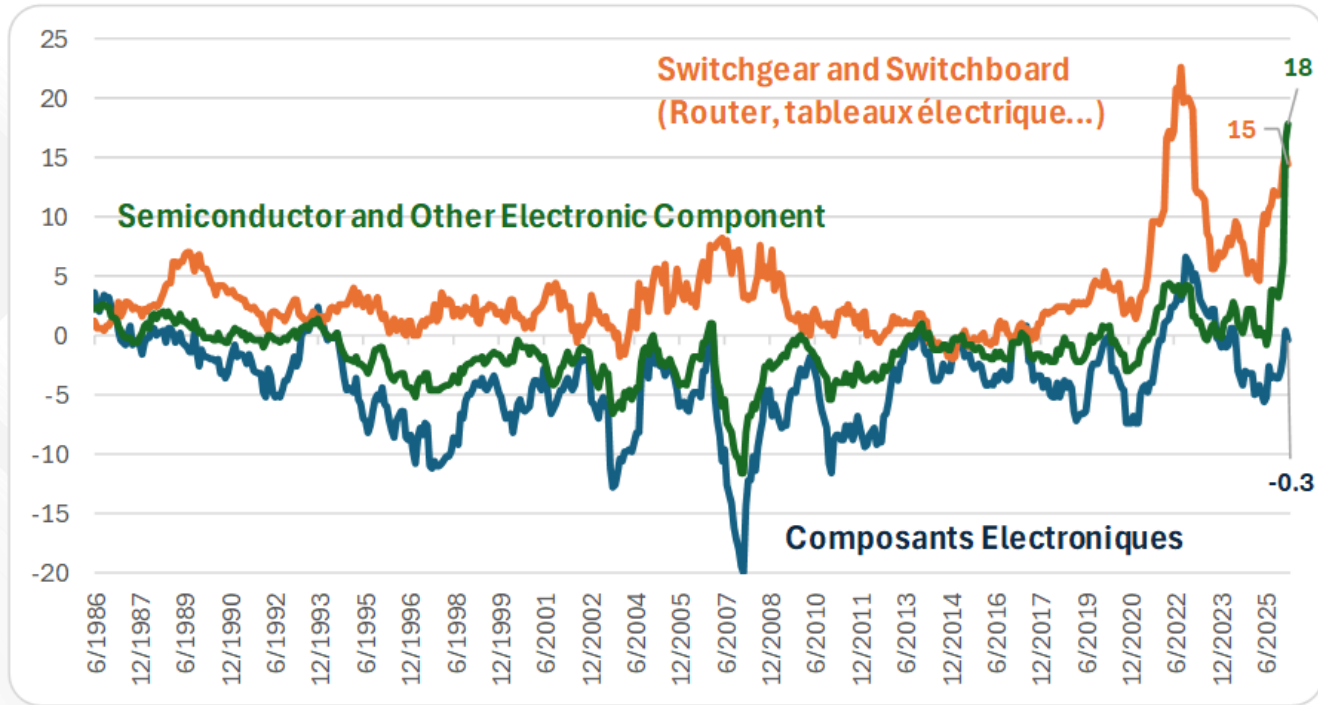
S&P 500 Earnings Growth: "Magnificent 7" (ex-NVDA) vs. Other 493
(Source: FactSet)



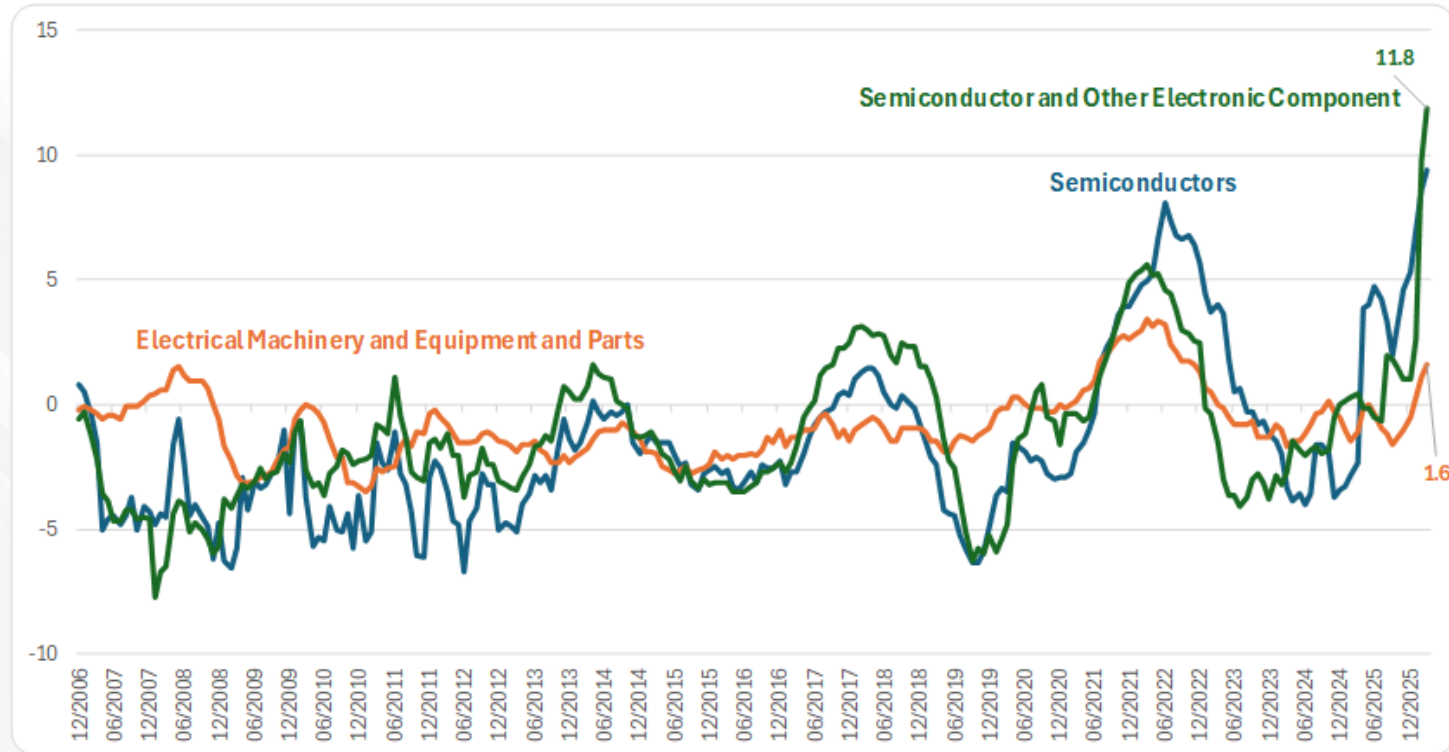
Selon le consensus *FactSet*, la croissance des BPA des 7 Magnifiques devrait être de 24.6% cette année, contre 15.9% pour les 493 autres entreprises du S&P 500. Sauf que c'est essentiellement Nvidia qui explique cet écart. Si on enlève Nvidia, la croissance des six autres entreprises est presque deux fois plus faible.

Une croissance en « valeur » mais pas en « volume » ?

Etats-Unis : Evolution des prix à la production dans le secteur de l'IA
(Variation sur un an)



Etats-Unis : Prix à l'importation des composants électroniques



Source: BLS, Altair Economics

Entreprise	Indication publique pertinente	Lecture « prix vs volume »
Broadcom	Le 10-K indique que la croissance du segment semi-conducteurs vient de la forte demande pour les solutions réseau, en particulier les custom AI accelerators et produits de AI networking . Le même document indique aussi que certains clients IA demandent des schémas de prix/termes contractuels plus souples, y compris des modèles de location de racks/systèmes.	Croissance surtout mix + demande + contractualisation , pas simple inflation catalogue.
NVIDIA	Le 10-K indique que l'entreprise a pu, selon les cas, réduire des ASP (Average Selling Price) , augmenter certains prix à cause des hausses de prix fournisseurs , passer des write-downs d'inventaire, etc.	La tarification n'est pas univoquement haussière ; elle dépend de la rareté, du canal et des coûts fournisseurs.
Intel	En 2025, le segment <i>Data Center and AI</i> voit un volume serveurs + 9% , mais des ASP serveurs - 4% , en raison d'actions de prix et d'un mix plus orienté bas nombre de cœurs, malgré une amélioration des ASP au second semestre.	Le volume progresse alors que le prix moyen recule .
Advanced Micro Devices	Le 10-K indique pour l'activité Client une hausse de revenu due à +31% d'unités et + 15% d'ASP . Le même rapport souligne une forte demande pour les <i>GPU IA de data center</i> .	Cas explicite de double moteur volume + prix/mix .
Cisco Systems	La marge brute produit augmente grâce à un favorable pricing et au mix, la composante <i>pricing</i> venant des hausses de prix mises en œuvre en FY2022 , avec contrepartie de coûts composants et commodités plus élevés.	Exemple de pas s-through inflationniste sur l'infrastructure réseau.
Hewlett Packard Enterprise	La société dit prendre périodiquement des pricing actions pour augmenter les prix de nombreux produits et services en réponse à l'inflation et aux coûts supply chain/manufacturing tout en indiquant qu'elle peut aussi consentir des remises plus lourdes ou ne pas répercuter certains coûts.	Tarification défensive , visant la préservation de marge, mais avec limites concurrentielles.
Dell Technologies	Les serveurs « <i>AI-optimized</i> » progressent surtout par hausse d'unités vendues . Les serveurs/réseaux traditionnels progressent surtout par hausse d'ASP liée à des riches configurations . La marge d'ISG baisse quand le mix se déplace vers l'IA.	Distinction très utile : l'IA serveur est actuellement plutôt volume-driven , mais le reste du portefeuille croît davantage via le mix/prix .
Equinix	La société présente des taux de croissance excluant l'impact du power pass-through , et indique des revenus normalisés hors effet énergie.	Une partie du revenu peut être un transfert de coût énergétique , non un vrai volume supplémentaire .
Amazon Web Services	AWS a créé une tarification d' extended support sur EKS, distincte du standard support.	Monétisation explicite d'un service lié au cycle de vie logiciel ; signal de re-pricing plus que de volume.
Google Cloud	Google Cloud annonce des hausses de tarifs sur CDN Interconnect/Direct Peering/Carrier Peering à compter du 1er mai 2026, justifiées par l'alignement sur la value and performance et les investissements d'infrastructure.	Exemple pur de tarification valeur/performance liée à l'infrastructure réseau.

Risques d'une croissance en « valeur » mais pas en « volume »

- **Qualité des bénéfices** : si la croissance du chiffre d'affaires IA provient davantage du **mix-produit**, de la **rareté** ou de la **renégociation contractuelle** que d'une hausse durable des volumes, la soutenabilité des bénéfices est plus faible.
- **Compression de marges** : Dell montre qu'un déplacement du *mix* vers les serveurs IA peut faire baisser le **taux de marge brute**, même avec une forte croissance du chiffre d'affaires
- **Elasticité-prix** : si les coûts réseau, énergie, mémoire ou support augmentent, les clients peuvent arbitrer, optimiser l'usage, ralentir certains déploiements ou chercher des alternatives moins coûteuses.
- **Supply chain et rareté** : *packaging*, mémoire, délais CPU/GPU et disponibilité électrique peuvent maintenir des prix élevés mais aussi empêcher la conversion du carnet de commandes en volumes réels et retarder certaines innovations (retards dans la sortie en attendant que les coûts de production reculent).
- **Réglementaires** : export *controls* et règles commerciales peuvent déformer la demande, encourager la substitution et compliquer l'exécution commerciale.
- **Taux d'intérêt** : des taux plus élevés diminuent la valeur actuelle des *cash-flows* futurs et pèsent donc davantage sur les dossiers IA à durée longue.

Scénarios :

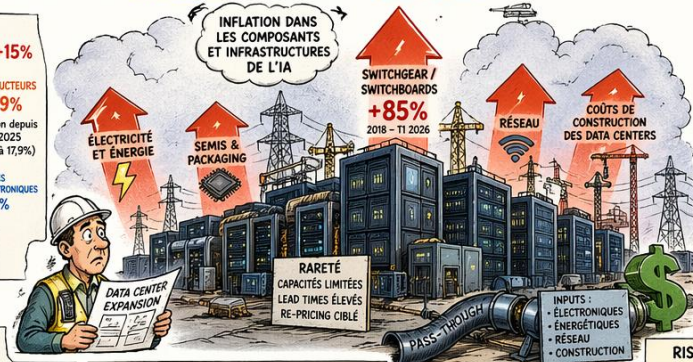
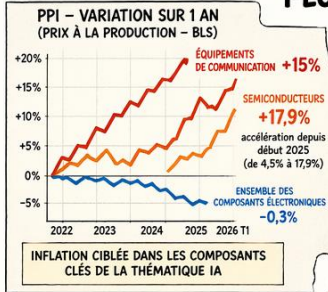
- **Scénario central** : la croissance de l'IA reste **mixte**. Les volumes continuent d'augmenter sur les serveurs et infrastructures IA, mais une part croissante du chiffre d'affaires provient du **mix premium**, du réseau, de l'énergie et de la contractualisation.
 - **Implications** : **une croissance nominale encore élevée, mais marges stables à légèrement sous pression et multiples plus sensibles aux taux.**
- **Scénario baissier** : la concurrence s'intensifie, les clients arbitrent davantage et les prix/mix cessent de soutenir le revenu.
 - **Implication** : **croissance nominale plus faible qu'anticipé, marges en baisse**, et contraction de bénéfices autour des acteurs de l'IA.
- **Scénario inflation d'infrastructure** : les volumes restent solides mais les coûts d'électricité, de *switchgear*, de mémoire, de métaux et de réseau remontent. Le chiffre d'affaires nominal peut rester robuste via le *pass-through*, mais les projets deviennent plus lourds à financer et plus sensibles à l'élasticité.
 - **Implication** : **chiffre d'affaires soutenu artificiellement haut, mais *cash conversion* et *ROIC* plus fragiles.**
- **Scénario haussier** : la demande finale absorbe durablement les hausses de prix moyen, la productivité de l'IA compense les coûts, les volumes continuent de croître et la valeur captée par les plateformes reste élevée.
 - **Implication** : la **croissance nominale et réelle en tandem, marges stables à légèrement en hausse**, et maintien de multiples élevés.



Pour conclure...



CROISSANCE DE L'IA AUX ÉTATS-UNIS : PLUS "EN VALEUR" QU'EN "VOLUME" ?

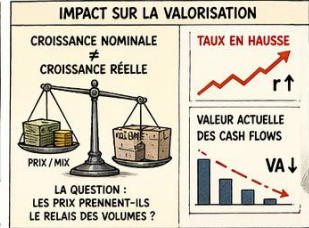
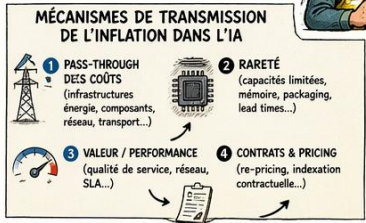


AU NIVEAU MICRO : DES RÉALITÉS DIVERGENTES

DELL Serveurs AI optimisés (↑ VOLUME) vs Serveurs traditionnels (↑ PRIX / MIX (prix moyen ↑))

intel DATA CENTER & AI: +9% VOLUME SERVEURS vs +4% PRIX MOYENS

CISCO AMÉLIORATION DE MARGE GRÂCE À DES HAUSES DE PRIX POUR COMPENSER LES COÛTS DE COMPOSANTS



- RISQUES D'UNE CROISSANCE "EN VALEUR" MAIS PAS EN "VOLUME"**
- ⚠ QUALITÉ DES BÉNÉFICES (mix, rareté, contrats)
 - ⚠ COMPRESSION DE MARGES
 - ⚠ ÉLASTICITÉ-PRIX (clients arbitrent, optimisent)
 - ⚠ SUPPLY CHAIN & RARETÉ (packaging, mémoire, CPU/GPU, ÉLECTRICITÉ...)
 - ⚠ RÉGLEMENTAIRES (export controls, règles commerciales)
 - ⚠ TAUX D'INTÉRÊT (↓ valeur actuelle des cash flows)
 - ⚠ DROITS DE DOUANE (pass-through élevé possible)

SCÉNARIOS POUR L'ÉCOSYSTÈME IA AMÉRICAIN

1 SCÉNARIO CENTRAL CROISSANCE MIXTE

Volumes en hausse mais part croissante du mix premium, réseau, énergie et contractualisation.

IMPLICATIONS : Croissance nominale élevée, marges stables à légèrement sous pression, multiples plus sensibles aux taux.

2 SCÉNARIO BAISSIER PRIX/MIX NE SOUTIENNENT PLUS

Concurrence accrue, clients arbitrent, prix/mix ne portent plus le revenu.

IMPLICATIONS : Croissance nominale plus faible qu'anticipé, marges en baisse, contraction des bénéfices.

3 SCÉNARIO INFLATION D'INFRASTRUCTURE

Coûts d'électricité, switchgear, mémoire, métaux, réseau en hausse. Pass-through maintient le chiffre d'affaires mais projets plus coûteux.

IMPLICATIONS : Chiffre d'affaires soutenu artificiellement, mais cash conversion et ROIC plus fragiles.

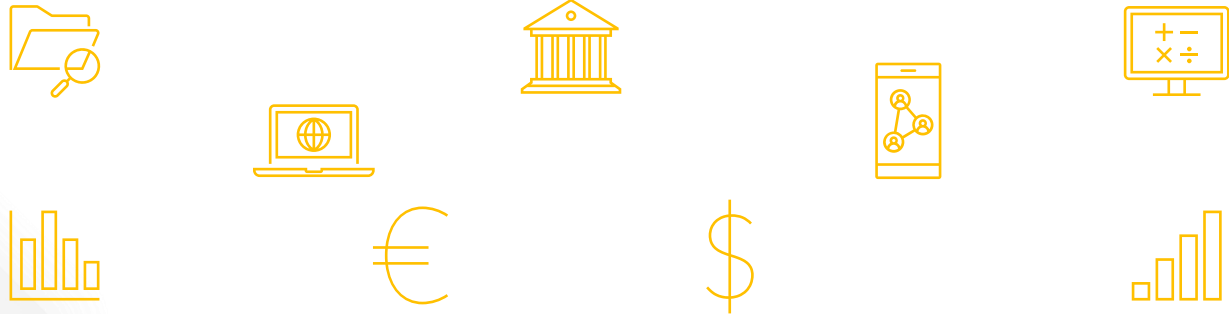
4 SCÉNARIO HAUSSIER DEMANDE ABSORBE ET PRODUCTIVITÉ GAGNE

Volumes forts, hausse durable des prix moyens, productivité IA, valeur captée par les plateformes.

IMPLICATIONS : Croissance nominale et réelle en tandem, marges stables à légèrement en hausse, maintien de multiples élevés.

EN CONCLUSION

Les données macro montrent des tensions ciblées sur les coûts d'investissement dans l'IA. La croissance américaine de l'IA est de plus en plus "EN VALEUR". Les scénarios autour de l'IA sont donc plus risqués que ne le pensent actuellement les investisseurs.



LE DESSOUS DES « DATA »

