



**CERNA, Centre d'économie industrielle**  
**Ecole Nationale Supérieure des Mines de Paris**

60, bld St Michel - 75272 Paris cedex 06  
Tél. : (33) 01 40 51 90 90  
Fax : (33) 01 44 07 10 46  
E-mail : [behr@cerna.ensmp.fr](mailto:behr@cerna.ensmp.fr)  
<http://www.cerna.ensmp.fr>

## **Portails : État des lieux avant le e-Christmas 2000**

**Noémie Behr**

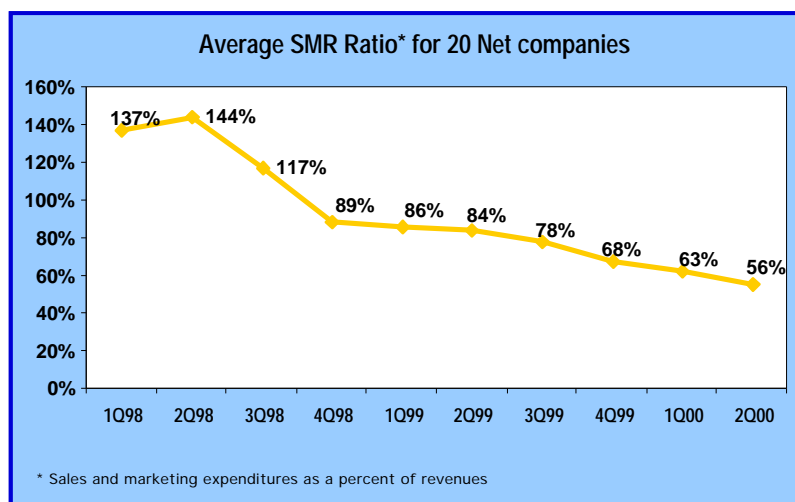
**Document de travail**  
Décembre 2000

La période des fêtes de fin d'années est cruciale pour les portails de commerce électronique, soumis à une forte saisonnalité, mais également pour les portails routeurs<sup>1</sup> qui profitent à cette période d'une forte hausse des dépenses d'achat de trafic des premiers. Le « e-Christmas » de 1999, très médiatisé, a été marqué par des ventes en ligne exceptionnelles de plus de 10 milliards de dollars, soit une croissance de plus de 250 % par rapport à l'année 1998, mais également par des pertes sans précédent pour les portails, des défaillances logistiques chez de nombreux marchands en ligne, une gestion des stocks hasardeuse, etc.

L'environnement économique de ces firmes a bien changé depuis cette période. L'année 2000 a été marquée par l'accumulation de pertes des portails qui, liées au retournement des marchés financiers, a provoqué une vague de faillites et de concentrations.

## 1. La course au « cash »

Les portails sont encore à l'heure actuelle des firmes en construction dont les dépenses visent essentiellement à déployer un réseau de visiteurs ou clients. C'est ce qu'illustre le « Sales et Marketing Ratio » (SMR), c'est-à-dire la part de chiffre d'affaires consacrée aux dépenses marketing d'acquisition et de fidélisation des visiteurs et clients.



Source : The Standard

<sup>1</sup> On distingue, parmi les modèles de portails, les portails marchands fondés sur les transactions avec les internautes, et les portails routeurs. Ces derniers sont fondés sur l'acheminement des visiteurs vers un autre portail contre une rémunération (publicitaire ou commission). Pour un développement sur ces questions, voir le sommaire exécutif de l'étude "Enquête sur les modèles économiques de Portails" Cerna, 2000. <http://www.cerna.ensmp.fr/Documents/NB-PortailsSE.pdf>

Les portails dépensent encore en moyenne plus de la moitié de leur chiffre d'affaires en marketing, malgré une baisse continue depuis 1998. Cette baisse s'est accélérée en 2000, la chute brutale des valeurs Internet menaçant les portails d'une pénurie de trésorerie.

Les portails marchands doivent assumer des dépenses marketing en moyenne plus importantes que les routeurs, en effet les visiteurs doivent encore être convertis en acheteurs, et les taux de conversion dépassent rarement 10 % (30 % pour Amazon). Le coût d'acquisition moyen d'un nouveau client pour les sites marchands est estimé (par McKinsey en mars 2000) à 250 US\$.

La capacité des portails marchands à couvrir ce coût et à dégager une valeur ajoutée sur les flux de clients dépend largement de la marge commerciale qu'ils dégagent sur les produits vendus. Or celle-ci varie fortement selon les catégories de produits. Seuls les produits à forte marge peuvent espérer couvrir les coûts de constitution du réseau de clients.

#### Marge commerciale par commande selon les catégories de e-commerce, 4e trimestre 1999

	Books	Drugs	Drugstore	Apparel manufacturers	Multilabel Apparel retailer	Grocery	Toys
Average per-order revenue	\$37,82	\$63,27	\$19,50	\$85,00	\$61,82	\$81,30	\$52,00
Gross margin	\$9,90	\$2,98	-\$2,13	\$43,30	\$5,80	\$15,10	\$9,96
Gross margin % of revenue	22%	5%	-9%	46%	9%	19%	16%

Source : The Standard

Les tableaux ci-dessous synthétisent les données opérationnelles de quelques portails routeurs et portails marchands sur les 9 premiers mois de l'année 2000. Ils détaillent pour chacun, le chiffre d'affaires cumulé, la marge brute, et la valeur ajoutée du portail sur son réseau de clients, vue comme la différence entre la marge brute et les dépenses marketing.

#### Quelle Valeur Ajoutée les portails capturent-ils sur le trafic ? 3 premiers trimestres 2000, en milliers de \$

	Yahoo!	iVillage	Cnet	egreetings
Chiffres d'Affaires	794 048	60 345	145 490	8 164
marge brute*	608 420	30 754	88 839	-8 542
% marge brute	76,6%	51,0%	61,1%	-104,6%
dépenses sales and marketing	275 228	43 549	57 197	13 242
SMR (sales and marketing ratio)	34,7%	72,2%	39,3%	162,2%
Valeur Ajoutée**	333 192	-12 795	31 642	-21 784
% VA	42,0%	-21,2%	21,7%	-266,8%

	Amazon	Ashford	Drugstore	Etoys
Chiffres d'Affaires	1 789 623	36 922	73 820	73 842
marge commerciale	431 477	6 969	6 278	15 996
% marge commerciale	<b>24,1%</b>	<b>18,9%</b>	<b>8,5%</b>	<b>21,7%</b>
dépenses sales and marketing	408 266	24106	82 661	78065
SMR (sales and marketing ratio)	<b>22,8%</b>	<b>65,3%</b>	<b>112,0%</b>	<b>105,7%</b>
Valeur Ajoutée**	23 211	-17 137	-76 383	-62 069
% VA	<b>1,3%</b>	<b>-46,4%</b>	<b>-103,5%</b>	<b>-84,1%</b>

\* marge brute : chiffre d'affaires moins les coûts de maintenance du site du portail, de production et d'acquisition de contenus, et de développement de softwares.

\*\* valeur ajoutée sur le trafic : marge brute ou commerciale moins dépenses marketing.

La marge brute ou commerciale dégagée par les portails doit couvrir les autres coûts d'exploitation : dépenses marketing, mais également charges administratives et salariales, frais logistiques pour les portails marchands, et enfin, l'amortissement des investissements, notamment du « goodwill » issu du rachat d'entreprises. La production de biens informationnels permet aux portails routeurs d'engendrer des marges brutes bien plus élevées que les portails marchands qui doivent acheter les marchandises vendues. Ils profitent, de plus, d'importantes économies d'échelles : en effet la production de biens informationnels engendre des coûts fixes augmentant par paliers entre lesquels les coûts marginaux par consommateur sont nuls.

Ces données laissent apparaître que, à l'exception de Yahoo ! et Cnet, les dépenses d'acquisition et de fidélisation des visiteurs/clients sont supérieures ou égales à la marge brute des portails. Ainsi seuls quelques portails dégagent une valeur ajoutée sur le trafic chèrement acquis. Or, il est difficile de déterminer s'il existe des économies d'échelles dans les coûts de constitution du réseau de visiteurs/clients, les portails cherchent donc, avant tout, à accroître leur revenu par visiteur/client. Seules les très grandes marques du web, portails généralistes, Amazon, ont atteint une notoriété qui abaisse sensiblement leur coût d'acquisition de nouveau client : 2,3 dollars pour Yahoo !, 15 pour Amazon pour l'année 2000 selon Merrill Lynch. Cette notoriété et des outils de fidélisation très efficaces ont permis à Amazon de passer au-dessous de 25 % de charges marketing sur son chiffre d'affaires.

Ainsi, les portails accumulent les pertes d'exploitation, et voient leur réserve de trésorerie fondre tandis qu'il devient de plus en plus difficile de se refinancer tant sur le marché qu'auprès des investisseurs privés. La sauvegarde d'une réserve de « cash » devient la condition

primordiale de la survie de la firme. La baisse des dépenses marketing est donc nécessaire, mais elle entraîne également un ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires et du réseau de visiteurs/clients des portails. Ceux-ci cherchent donc un autre poste de charges à réduire, les charges de personnels en sont les premières victimes. L'année 2000 a donc vu des licenciements massifs par les dotcoms, The Standard décompte 227 annonces de plans de licenciements depuis le mois de janvier 2000. Ces plans de licenciements concernent de 10 jusqu'à plus de 200 salariés : AltaVista licencie 225 salariés, living.com le portail marchand de meubles en licencie 275, etc.

Les portails à court de trésorerie sont contraints à la faillite : The Standard décompte 40 faillites parmi les portails américains depuis décembre 1999.

## 2. Financement et valorisation des portails

---

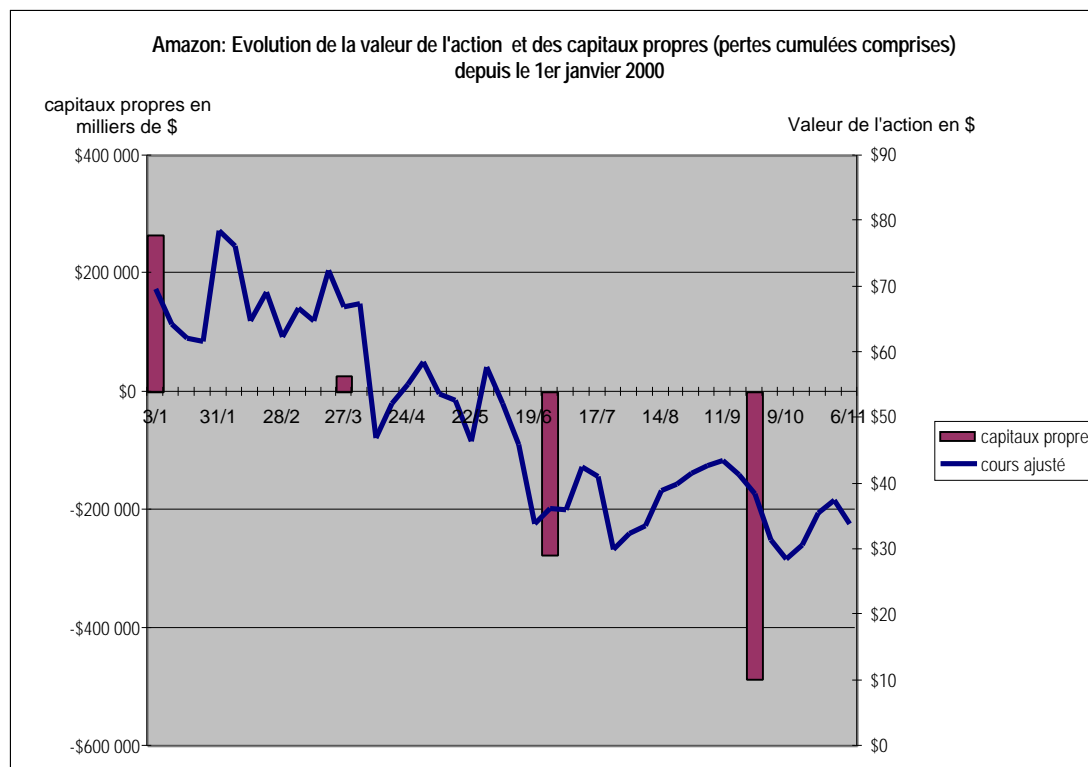
Comme on l'a vu, la capitalisation des portails par les investisseurs et le marché lors de leur introduction en bourse, a pour emploi principal les dépenses marketing. Cette capitalisation n'a donc pas pour pendant la création d'un actif *immobilisable* important : les actifs immobilisés et les stocks ne représentent en moyenne que 40 % des actifs des portails marchands et moins de 15 % en moyenne des actifs des portails routeurs.

La structure du bilan des portails est donc singulière : les ressources sont principalement constituées des capitaux propres, tandis que les emplois comportent une très large part de trésorerie et d'actifs très liquides. Or, l'activité des portails engendre, comme on l'a montré, d'une part l'érosion des capitaux propres par les pertes cumulées, d'autre part, la fonte continue des réserves de « cash ».

Or, ces pertes cumulées ont concouru à la création de la marque du portail, en d'autres termes du réseau de visiteurs ou clients qui constitue le véritable actif industriel sur lequel repose l'activité du portail. Cet actif est non *immobilisable*, très volatil et n'apparaît pas dans le bilan de l'entreprise. Seul le « goodwill », différence entre la capitalisation boursière et le montant des capitaux propres, rend compte, très imparfaitement, de la valeur de cet actif purement informationnel et intangible.

En 1999, les cours boursiers des portails valident la croissance de cet actif informationnel. Les indicateurs clefs sont le taux de croissance du réseau de clients, du chiffre d'affaires, etc. La chute brutale du marché à deux reprises en février, puis à partir d'avril 2000, témoigne d'un changement d'appréciation des acteurs : l'inquiétude sur l'érosion des capitaux propres et,

parallèlement, la disparition des réserves de trésorerie des portails, conduit à une chute des cours et à une dépréciation du goodwill, c'est-à-dire de l'actif informationnel de ces firmes.



Amazon a perdu 50 % de sa valeur depuis le mois d'avril 2000, Yahoo ! a perdu 62 % de sa valeur sur la même période.

Mais cette détérioration des « fondamentaux » des portails n'est pas seule en cause, c'est également le mécanisme de valorisation et de confiance des acteurs qui se renverse et qui se mue en un cercle vicieux. En effet, dans la phase de croissance des valorisations des portails, les introductions en bourse (IPOs) sont nombreuses et leurs cours, tirés par la perspective de plus-value, sont exceptionnels. Ces cours et volumes d'IPOs incitent les sociétés de capital-risque à financer de nombreux projets dont la rentabilité à l'IPO promet d'être très élevée. Les portails trouvent donc des fonds et se multiplient.

Début 2000, avec les premières défaillances de portails (boo.com, cookexpress.com, etc.), les cours des valeurs internet enregistrent une première baisse qui entraîne immédiatement un ralentissement des IPOs et donc des tours de financement des capital-risqueurs. Les portails qui nécessitent l'injection de nouvelles liquidités se trouvent en difficulté croissante, les faillites se multiplient. Ainsi à chaque nouvelle faillite, la confiance du marché se dégrade pour les autres valeurs, accélérant ainsi le rythme des défaillances des portails.

Le 8 novembre 2000 :

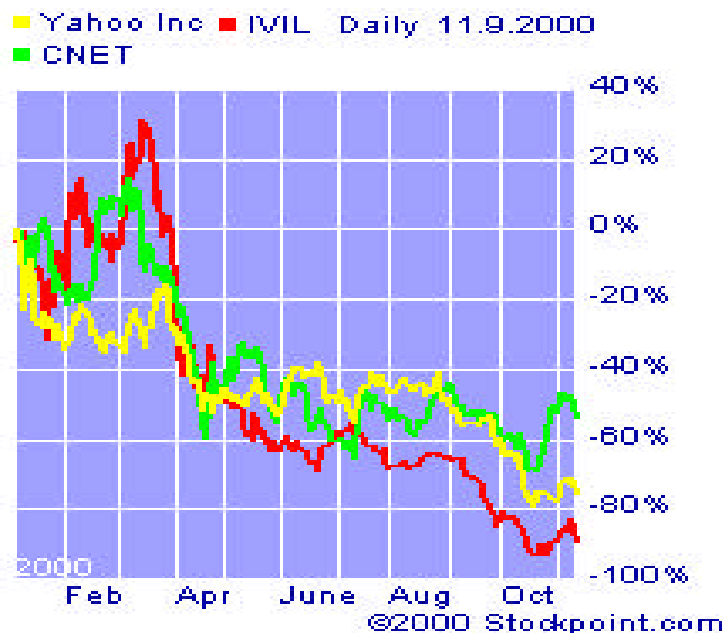
Trois portails marchands, Pets.com, Furniture.com et Mothernature.com, annoncent leur pénurie de trésorerie et leur liquidation prochaine, suite à leur incapacité à trouver de nouveaux fonds. Le département d'analyse de Merrill Lynch annonce alors qu'il décline son avis sur trois autres portails marchands : Etoys, Buy.com et Webvan. L'analyste estime en effet qu'en cas de rupture de liquidité, le risque de ne pas trouver de fonds s'est accru pour ces trois firmes. Ce type d'annonce a pour effet immédiat la chute du cours de ces portails :

- Etoys voit son cours chuter de 23 % dans la journée jusqu'à 2,56 dollars. Le cours de Etoys avait dépassé 70 dollars au cours du mois de décembre 1999.
- Buy.com voit son cours chuter de 15 %, passant ainsi à 1,65 dollars.
- Le cours de Webvan chute de 28 % pour finir à 1,22 dollars.

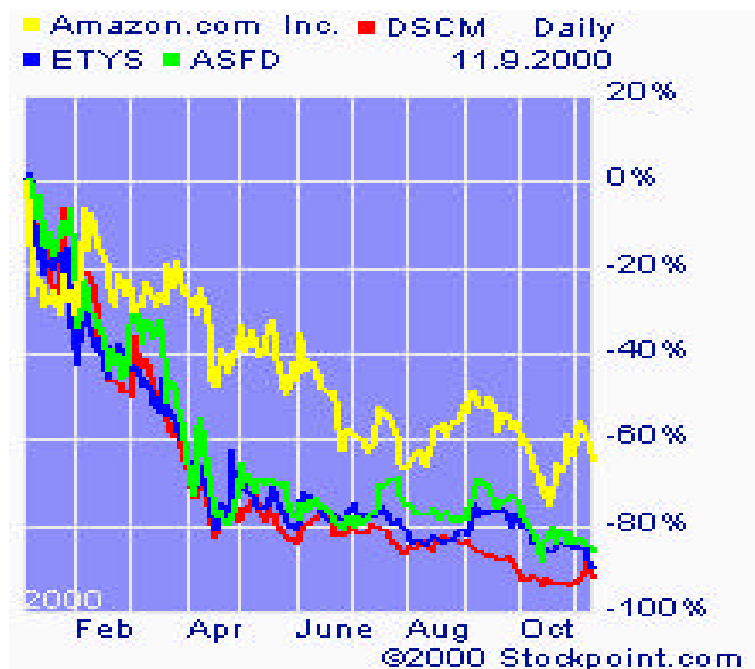
La dépendance très forte des portails à l'égard des sources de financement en capital, capital-risqueurs et marchés boursiers, engendre des cycles auto-réalisateur : la méfiance croissante des acteurs entraîne de nombreuses défaillances, qui justifient *a posteriori* la chute de leurs cours.

### Portails routeurs et portails marchands ont perdu 80 % de leur valeur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2000

Evolution des cours des actions de Yahoo ! (YHOO), iVillage (IVIL) et Cnet (CNET)



Evolution des cours des actions de Amazon (AMZN), Drugstore.com (DSCM),  
Etoys (ETYS) et Ashford (ASFD)



### 3. Les perspectives du e-Christmas 2000

Le e-Christmas 2000 s'annonce sous des auspices fort différents du dernier trimestre 1999.

Tout d'abord les analystes s'accordent sur des prévisions de croissance des ventes moindre par rapport à celles enregistrées l'année dernière. Cette pression à la baisse de la croissance est expliquée, entre autres, par le ralentissement de la croissance américaine qui touche déjà le commerce traditionnel, la hausse du prix des carburants, etc. D'autre part, les portails marchands ont freiné leurs dépenses en acquisition de clients lesquelles avaient atteint des montants exceptionnels en 1999.

En effet, les conditions régnant sur les marchés boursiers se sont encore aggravées au mois de novembre 2000, les portails marchands ont donc pour objectif de sauvegarder leurs réserves de trésorerie et de rétablir une meilleure profitabilité de leurs opérations. L'heure n'est plus à l'accroissement maximum du réseau de clients mais à l'exploitation maximum du réseau déjà formé :

- Les dépenses publicitaires off-line et on-line sont réduites : ainsi le marchand

d'informatique et d'électronique Outpost.com annonce 4 millions de dollars de dépenses marketing au dernier trimestre contre 15 millions de dollars l'année dernière.

- Réduction des remises trop importantes et des offres de livraison gratuites.
- Augmentation des prix des produits : Ashford.com augmente ses prix de 20 % sur certains produits de luxe.
- Meilleure gestion des stocks et de la chaîne logistique.

Cette exploitation plus profitable des clients est facilitée par une modification de l'environnement concurrentiel des firmes : les nombreuses faillites et concentrations ont réduit la concurrence sur les différents segments de marché. Ainsi, le segment du jouet, qui comprenait de nombreux acteurs en 1999, s'est concentré autour de trois types de compétiteurs : i) les portails des grands distributeurs traditionnels (Wal-Mart, Target et K-mart), ii) Etoys et iii) l'alliance Amazon/ToysRus. De même, le segment des produits pour animaux de compagnie, qui comptait une quinzaine de compétiteurs en 1999, a subi de nombreuses faillites et consolidations (rachat de Petstore par Pets.com, puis faillite de Pets.com en novembre 2000), et seuls deux concurrents soutenus par des chaînes de distribution traditionnelles sont encore en lice : Petopia.com et Petsmart.com.

D'autre part, on notera cette année une part croissante de portails marchands issus de distributeurs « briques et mortier ». Ces firmes-filiales profitent de la notoriété de la marque de leur société-mère et, n'étant généralement pas cotées sur le marché boursier, subissent moins brutalement la pression du « make-or-break » des pure-plays (présenter une forte croissance au marché ou disparaître). En effet, les marchands « briques et mortier » abordent le e-Christmas avec prudence et craignent les conflits avec leur réseau de distribution : pas d'écarts de prix importants par rapport aux magasins, pas de communication démesurée qui nuise aux points de vente réels, etc.

L'enjeu du dernier trimestre 2000 sera donc la pérennisation des portails pure-plays marchands ayant survécu aux bouleversements de l'année 2000 et la confirmation des leaders du routage de trafic. D'autre part, cette période permettra d'évaluer l'importance de l'entrée tardive des « clicks and mortar », c'est-à-dire des firmes traditionnelles créant une activité marchande en ligne.