

Pas comme Nortel

Pourquoi les opérations de financement des fournisseurs d'ia d'aujourd'hui ne ressemblent-elles pas à celles de l'ère point-com?

Octobre 2025

Mickey Ganguly, analyste principal d'actions, Gestion globale d'actifs



Alors que plusieurs opérations de financement ont été annoncées pour les fournisseurs d'IA au cours des dernières semaines et des derniers mois, les investisseurs qui ont connu l'ère point-com sont susceptibles d'être prudents quant à la nature de ces opérations. Les préoccupations viennent du fait que des entreprises comme Nvidia et AMD ont signé des ententes pour fournir des unités centrales graphiques à OpenAI, sous certaines modalités de financement pas tellement bien comprises. Les investisseurs sont très sceptiques quant à la constatation des produits, car les échéances ne sont pas claires et, plus important encore, ils ne savent pas dans quelle mesure ces ententes entraînent une anticipation de la demande. L'inquiétude est d'autant plus grande que le prix des actions varie considérablement à la simple évocation d'un partenariat avec des entreprises comme OpenAI, quels que soient les risques liés à l'exécution et aux échéances. Toutefois, nous pensons que ces partenariats concernent des entreprises financièrement saines et diversifiées, ce qui contraste avec les opérations réalisées à l'ère point-com.

En quoi ces opérations sont-elles semblables?

À la fin des années 1990 et au début des années 2000, des entreprises comme Nortel s'appuyaient largement sur le financement des fournisseurs pour faciliter l'achat de leurs équipements. Ces opérations ont été structurées de façon à faire croître la demande, ce qui a eu pour effet d'augmenter les valorisations et les projections de revenus. Les opérations actuelles dans le domaine de l'IA présentent des caractéristiques semblables et sont structurées de façon à anticiper les éventuels achats. Par exemple, l'entente récemment annoncée entre Nvidia et OpenAI permettra à OpenAI de déployer au moins 10 gigawatts de centres de données d'IA, ce qui représente des millions d'unités centrales graphiques. Afin de soutenir ces achats, Nvidia s'est engagée à verser 100 milliards de dollars à OpenAI; ces fonds seront versés progressivement pour chaque gigawatt déployé (environ 10 milliards de dollars par gigawatt déployé). Ce réseau de financement va plus loin, car OpenAI achète de la capacité en nuage à des entreprises qui utilisent des unités centrales graphiques de Nvidia et qui comptent Nvidia parmi leurs investisseurs (p. ex., CoreWeave).

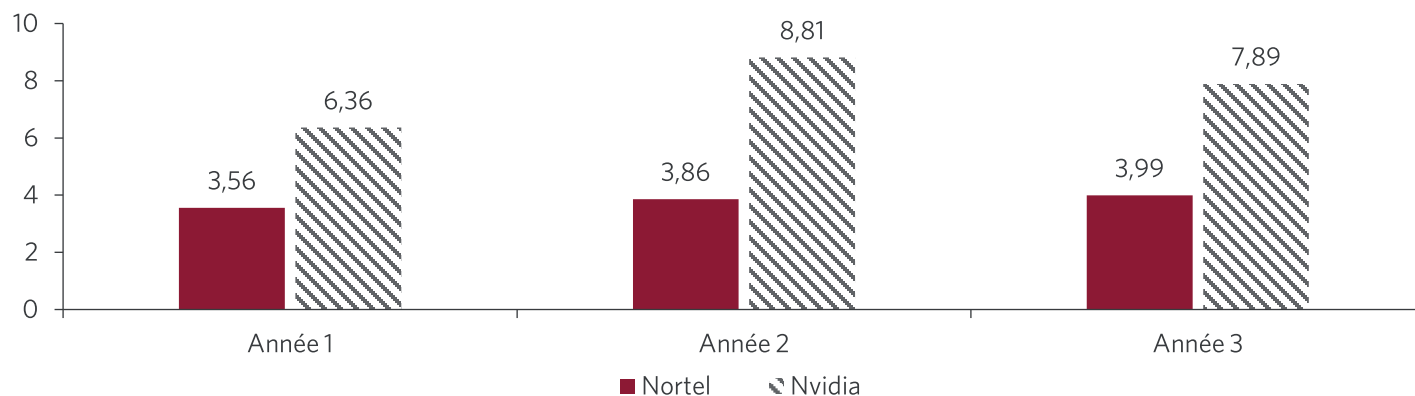
AMD et OpenAI ont également annoncé récemment un partenariat visant à déployer 6 gigawatts de puissance dédiée aux centres de données; les conditions de revenus sont incertaines, mais ce partenariat fournit à OpenAI 160 millions de bons de souscription (~10 % des actions en circulation d'AMD) qui seront acquis à certaines étapes (la première tranche sera déployée dans la seconde moitié de 2026). Il n'est pas certain que la croissance des revenus générée par cette opération puisse compenser la dilution potentielle des actions d'AMD.

Bien que des fournisseurs assurent un financement dans de nombreux secteurs, les opérations mentionnées ci-dessus concernent certaines des plus grandes entreprises du monde, dont les valorisations sont de plus en plus souvent synonymes de perfection. Le moindre faux pas est susceptible d'entraîner une réaction démesurée sur le prix de l'action. Dans le passé, les financements circulaires, c'est-à-dire que des entreprises de technologie finançaient leurs propres clients, ont entraîné l'augmentation des prix des actions, lorsque l'ère point-com a pris fin.

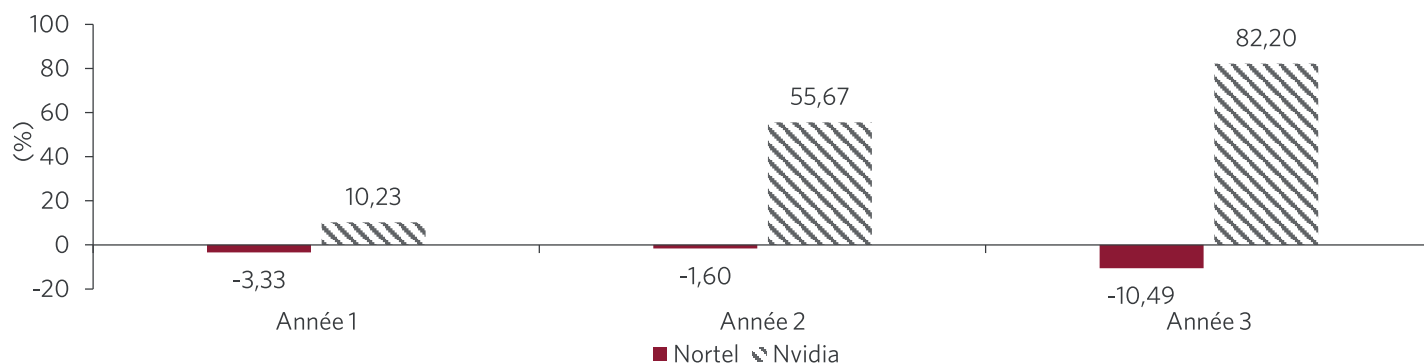
Nortel est probablement l'exemple le plus célèbre : la société s'est fortement appuyée sur le financement des fournisseurs, a prétendument utilisé la « comptabilisation des réserves » (qui consiste à constituer des réserves de caisse et à les déployer pour gonfler les bénéfices) et a dû procéder à d'importantes dépréciations d'actifs. Bien qu'il existe des similitudes entre la cohorte actuelle d'entreprises spécialisées dans l'IA et Nortel, nous pensons qu'il y a de grandes différences qui méritent d'être soulignées.

En quoi cette ère est-elle différente?

Bien qu'une bonne dose de scepticisme soit justifiée à la lumière de ces annonces, il existe des différences entre les opérations récemment annoncées dans le domaine de l'IA et l'ère point-com. Pour commencer, Nvidia est en excellente santé financière. L'entreprise dispose d'environ 56 milliards de dollars américains de liquidités et a généré plus de 60 milliards de dollars américains de flux de trésorerie au cours de l'exercice 2025. Il est important de souligner que le flux de trésorerie disponible généré couvre la totalité du passif du bilan (41 milliards de dollars américains). En revanche, au plus fort de l'ère point-com en 2000, Nortel disposait de réserves en caisse de 1,6 milliard de dollars américains et d'un passif total de 12 milliards de dollars américains. Un autre indicateur sur lequel les investisseurs devraient se concentrer est le taux de rotation des comptes clients, qui illustre la capacité d'une entreprise à recouvrer ses créances. Au cours des trois dernières années, le ratio de taux de rotation de Nvidia a été en moyenne de 7,7 par rapport à 3,8 pour Nortel à son apogée. Il s'agit d'un indicateur positif de la capacité de Nvidia à obtenir les revenus attendus de ses fournisseurs, mais aussi de la qualité supérieure des clients de Nvidia. De même, pour évaluer la santé financière de Nvidia, nous pouvons examiner le ratio entre les comptes clients et les revenus déclarés, qui s'élève actuellement à environ 17 %. À son apogée, Nortel déclarait environ 30 % de ses revenus sous forme de comptes clients. Le dernier indicateur à mettre en évidence est le rendement des actifs, que les investisseurs utilisent souvent pour évaluer la santé d'une entreprise et la qualité de son équipe de direction. Le rendement de Nortel, à son apogée, était de -5 % en moyenne. Nvidia a enregistré un rendement moyen des actifs de 50 % au cours des trois dernières années.

Taux de rotation des comptes clients

Source : Bloomberg, données financières de l'entreprise (en date du 14 octobre 2025)

Rendement des actifs

Source : Bloomberg, données financières de l'entreprise (en date du 14 octobre 2025)

Outre la ventilation de leurs finances, il existe d'autres différences dans le secteur et la dynamique concurrentielle. Nortel se concentrait principalement sur le financement des fournisseurs pour le commerce électronique interentreprises dans le secteur des télécommunications. Le financement visait également un petit nombre de fournisseurs et de clients. Le risque de contrepartie était donc plus élevé, d'autant plus que certains de ses fournisseurs n'étaient pas non plus en bonne santé financière. Lorsque l'ère point-com a pris fin, la nature concentrée de la relation a aggravé les problèmes sous-jacents de la relation de financement avec les fournisseurs. En revanche, l'IA est un phénomène mondial, avec des fournisseurs dans de multiples secteurs verticaux et des investisseurs à plus grande portée qui financent des entreprises publiques et privées.

Nortel a également été accusée de ne pas être transparente quant aux renseignements, de retarder les dépréciations et de constituer des réserves en caisse à débloquer de manière opportuniste. Dans le contexte actuel, les entreprises font l'objet d'un examen plus approfondi et d'un degré de transparence relativement plus élevé. Même si les modalités de l'opération ne sont pas entièrement divulguées, les investisseurs sont conscients de la nature anticipée de ces opérations, ce qui devrait favoriser des efforts de diligence raisonnable plus sains. Enfin, à l'ère point-com, les entreprises ont surévalué leurs capacités sans tenir compte de l'environnement de la demande. Actuellement, en raison de l'application à grande échelle de l'IA, nous constatons une demande continue de services d'IA. La demande est si forte que de nombreux secteurs (production d'électricité, matériel informatique, logiciels, etc.) font des placements et, plus important encore, affichent une croissance de leurs revenus, ce qui soutient la valorisation.

Un dernier point sur la valorisation : à son apogée, Nortel se négociait à un ratio cours/bénéfice d'environ 136 par rapport à 22 pour l'Indice S&P 500. Selon une croissance ajustée, Nortel se négociait à un ratio cours/bénéfice ajusté à la croissance de 8,5. En revanche, Nvidia négocie actuellement à un ratio cours/bénéfice prévisionnel de 32 par rapport à 22,8 pour l'Indice S&P 500. Selon une croissance ajustée, Nvidia négocie à un ratio cours/bénéfice ajusté à la croissance de 0,6 par rapport à 1,75 pour l'Indice S&P 500.

Réflexions finales

Tout en reconnaissant les parallèles, notre analyse montre que les entreprises qui font de nombreux placements dans l'IA sont dans une meilleure situation financière que les entreprises de l'ère point-com. La dynamique du secteur est également différente, car l'IA s'adresse à un groupe diversifié d'utilisateurs finaux et est utilisée par de multiples fournisseurs. La récente reprise du marché incite à la prudence et à un effort plus concerté pour examiner les renseignements fournis par les entreprises, mais nous restons confiants dans la santé de ces entreprises et de l'écosystème de l'IA en général. Selon nous, les similitudes entre le cycle de placement dans l'IA et l'ère point-com s'arrêtent à certaines des structures de financement que nous avons vues récemment. Nous restons confiants dans cette occasion de croissance à long terme que représente l'IA, et continuons à investir dans des entreprises positionnées comme gagnantes sur le long terme à l'issue de ce cycle.

Comment augmenter l'exposition

Le Fonds d'innovation en technologie CIBC investit stratégiquement dans des entreprises du secteur des technologies et des entreprises à vocation technologique, dans le but d'obtenir des rendements à long terme supérieurs à ceux de l'indice NASDAQ 100. Le portefeuille est fortement axé sur l'intelligence artificielle, avec environ 70 à 80 % du fonds attribués à des entreprises du domaine de l'IA, reflétant le potentiel de croissance substantiel du secteur au cours de la prochaine décennie. Outre les principaux placements liés à l'IA, le fonds reste exposé à d'autres secteurs clés tels que les médias et le divertissement (p. ex., Netflix) et l'industrie (p. ex., Uber), parmi divers thèmes émergents. Cette approche diversifiée garantit une participation solide à l'évolution du paysage de l'innovation technologique.

À propos de l'auteur



Mickey Ganguly,

Analyste principal d'actions, Gestion globale d'actifs

Mickey Ganguly est analyste principal au sein du Fonds d'innovation en technologie CIBC. Il possède plus de cinq ans d'expérience dans le secteur nord-américain des technologies et des télécommunications. Avant de rejoindre Gestion d'actifs CIBC, Mickey a occupé des fonctions dans le domaine des marchés financiers et de la gestion des opérations. L'expérience qu'il a acquise auprès de diverses entreprises dans de multiples secteurs, à laquelle s'ajoutent six ans d'expérience dans le domaine des opérations, lui permet d'avoir une compréhension approfondie des facteurs déterminants des entreprises et de la qualité de la gestion, ce qui l'aide à prendre des décisions en matière de placement. Mickey est titulaire d'un baccalauréat en administration des affaires (B.A.A.) de l'Université de Guelph et d'une maîtrise en administration des affaires en finance de l'Université Queen's, où il s'est spécialisé en finance.



À propos de Gestion d'actifs CIBC

À Gestion d'actifs CIBC, nous croyons que chaque solution de placement personnalisée implique de la recherche et de la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches de premier ordre. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Communiquez avec nous en tout temps

Pour en savoir plus sur Gestion d'actifs CIBC et nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller ou votre représentant CIBC. Pour en savoir plus, suivez-nous sur [LinkedIn](#).

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. En date du octobre 2025, à moins d'indication contraire, et peuvent changer en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. n'assume aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne constitue aucunement des conseils financiers, fiscaux, juridiques, comptables ou de placement. Il ne doit être considéré ni comme des prévisions sur le rendement futur des marchés ni comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés.

La situation personnelle de chacun et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc. Le rendement passé peut ne pas se reproduire et n'est pas garant du rendement futur.

Les énoncés prospectifs comprennent des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui y font référence, ou qui comprennent des termes comme « s'attendre à », « prévoir », « compter », « planifier », « croire », « estimer » ou d'autres termes similaires. De plus, tous les énoncés qui peuvent être faits concernant le rendement futur, les stratégies ou les perspectives et les éventuelles mesures futures prises par le fonds sont aussi des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne sont pas garants du rendement futur. Ces énoncés comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et les réalisations réels du fonds diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, la conjoncture économique, la conjoncture des marchés et des entreprises en général, les fluctuations des prix des titres, des taux d'intérêt et des taux de change, les changements dans la réglementation gouvernementale et les événements catastrophiques.

La liste ci-dessus des facteurs importants qui peuvent influencer sur les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre des décisions de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas, et décline expressément toute obligation, à mettre à jour ou à réviser tout énoncé prospectif, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autrement, avant la publication du prochain rapport de la direction sur le rendement du fonds.

« Bloomberg^{MD} » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affilié à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc.

Les placements dans les fonds communs de placement peuvent faire l'objet de commissions, de commissions de suivi, de frais de gestion et d'autres charges. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Pour obtenir un exemplaire du prospectus simplifié, composez le **1 888 888-3863**. Vous pouvez également vous en procurer un exemplaire auprès de votre conseiller. Les renseignements ou analyses concernant les caractéristiques actuelles du fonds ou la façon dont le gestionnaire de portefeuille gère le fonds qui s'ajoutent aux renseignements figurant dans le prospectus ne constituent pas une analyse d'objectifs ou de stratégies de placements importants, mais uniquement une analyse des caractéristiques actuelles ou de la façon d'appliquer les stratégies et d'atteindre les objectifs de placement, et peuvent changer sans préavis. Les titres de fonds communs de placement ne sont pas couverts par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts et ne sont pas garantis.

Placements CIBC inc. est une filiale en propriété exclusive de la Banque CIBC et est le placeur principal des Fonds mutuels CIBC. Veuillez lire le prospectus simplifié des Fonds mutuels CIBC avant d'investir. Pour en obtenir un exemplaire, appelez Placements CIBC inc. au **1 800 465-3863** ou communiquez avec votre conseiller.

^{MD} Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques déposées de la Banque CIBC, utilisées sous licence.