Combien vaut votre collection de cartes de hockey ?

Ce que la cour d'école avait compris avant Wall Street.

Dans une cour d'école, en 1987, deux garçons se sont entendus : la carte recrue de Gretzky, une O-Pee-Chee, valait désormais deux cents dollars plutôt que cent. Aucune carte n'a changé de mains. Aucun argent n'a changé de mains. À la fin de l'heure du dîner, chaque garçon qui en possédait une était deux fois plus riche qu'à la récréation.

Personne n'a menti. Personne n'a triché. Le prix était le prix — celui que la dernière personne avait accepté de payer.

Quelque chose de très semblable s'est produit le trimestre dernier au sein de l'une des plus grandes entreprises du monde, au vu et au su de tous. Cela mérite d'être dit simplement.

Alphabet a déclaré un bénéfice net de 112 milliards de dollars au deuxième trimestre, en hausse de 298 % sur un an. Lisez ensuite le rapprochement publié par l'entreprise elle-même : sur les 9,11 $ de bénéfice par action, 6,26 $ provenaient de gains sur des titres de participation — ni de Search, ni de YouTube, ni de l'infonuagique.

Voici pourquoi. Alphabet détient environ 14 % d'Anthropic, dont la valorisation privée a plus que doublé au cours du trimestre pour atteindre quelque 965 milliards de dollars.

Les normes comptables en vigueur depuis 2018 obligent Alphabet à réévaluer cette participation au nouveau prix chaque trimestre et à faire passer la hausse directement au bénéfice net. Rien n'a été vendu. Aucun argent n'est entré.

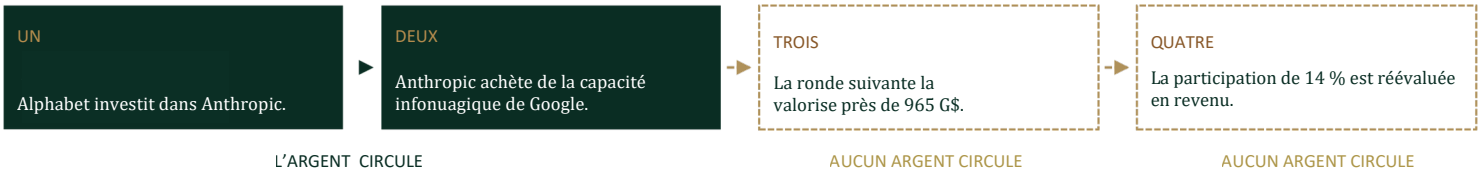
Et la boucle se referme : Alphabet investit dans Anthropic, Anthropic s'engage à acheter de la capacité informatique de Google, la ronde de financement suivante valorise Anthropic plus haut, et Alphabet comptabilise l'écart en profit.

Rien de tout cela n'est frauduleux, rien n'est dissimulé. C'est ce que les normes exigent, dûment divulgué et audité. Alphabet prévient elle-même que ce poste sera volatil — et il varie dans les deux sens. Sa participation dans SpaceX, évaluée à 94 milliards de dollars à la clôture du trimestre, a depuis reculé d'environ un tiers.

Nous n'annonçons pas un sommet. Une valeur inscrite peut avoir raison, et des fortunes se sont bâties en détenant ce que le monde a reconnu tard. Notre propos est plus étroit : quand on vous dit que les bénéfices ont augmenté, il vaut la peine de demander quelle part est arrivée par virement.

Une valorisation n'est pas un reçu.

LE CIRCUIT EN QUATRE ÉTAPES · ALPHABET, Q2 2026



SUITE À LA PAGE DEUX →

Que faisons-nous, concrètement, d'un fait pareil ?

Très peu de choses spectaculaires, et c'est précisément le point.
Voici le deuxième trimestre d'Alphabet, réparti selon la provenance réelle de l'argent.

$9.11	$6.26	$2.85
BÉNÉFICE PAR ACTION DÉCLARÉ	PROVENANT DE GAINS SUR PLACEMENTS EN ACTIONS	PROVENANT DU RESTE DE L'ENTREPRISE

UN

Nous lisons le rapprochement avant la manchette. Le bénéfice d'exploitation et les flux de trésorerie disponibles viennent en premier ; le bénéfice par action vient en dernier. Une entreprise qui fait croître son profit sans faire croître son encaisse vous dit quelque chose, et cela vaut généralement la peine d'être entendu.

DEUX

Nous préférons les entreprises qui nous envoient de l'argent. Ce n'est pas un slogan. Un dividende ne peut être réévalué par un comité, retraité par un auditeur, ni majoré parce que quelqu'un d'autre a payé davantage mardi dernier. Il est versé ou il ne l'est pas, et l'historique de son versement est la divulgation la plus honnête qu'une entreprise puisse faire.

TROIS

Nous ne nous positionnons pas en vue d'un effondrement, et nous nous méfierions de quiconque prétendrait en connaître la date. Une valeur inscrite peut avoir raison. Anthropic vaut peut-être ce que la dernière ronde a dit — et davantage. Ce que nous faisons, c'est refuser de confondre une valorisation avec un reçu, et nous assurer que ce que nous détenons pour vous ne s'appuie pas discrètement sur un cercle d'entreprises qui se valorisent les unes les autres.

C'EST DÉJÀ ARRIVÉ

À la fin des années 1980, plusieurs des grands fabricants japonais réalisaient autant de profits grâce à leurs activités financières que grâce aux produits qu'ils fabriquaient. Ce phénomène avait même un nom : le zaitech, ou ingénierie financière. Cela ressemblait à une véritable explosion des bénéfices. En réalité, il s'agissait surtout d'une flambée des prix des actifs qui se présentait sous les apparences d'une croissance des bénéfices, une distinction qui n'est devenue évidente qu'après coup.

Personne, dans la cour d'école, n'a jamais vendu.

La collection valait deux cents dollars exactement aussi longtemps que personne n'entrait dans une boutique de cartes pour demander. Un garçon l'a finalement fait. Il est rentré avec soixante dollars et une leçon.

Les cartes n'avaient pas changé. Seul le fait de demander avait changé.

Nous n'annonçons pas la fin de la récréation. Personne n'en connaît l'heure, et méfiez-vous de qui prétend la connaître. Nous préférons simplement détenir les entreprises qui vous paient depuis toujours — celles qui n'ont jamais eu besoin que la cour d'école se mette d'accord.

Eric Lapointe, CIM, FCSI
PRÉSIDENT · HEWARD INVESTMENT MANAGEMENT INC.

Document préparé à des fins de discussion seulement. La présente note ne constitue pas un conseil en placement, une offre ou une recommandation d'acheter ou de vendre un titre, et ne tient pas compte de la situation particulière de quiconque. La cour d'école est une illustration. Les chiffres proviennent des résultats publiés du deuxième trimestre 2026 d'Alphabet Inc. ; Alphabet est nommée pour illustrer un mécanisme comptable et ne fait l'objet d'aucune recommandation d'achat ou de vente. Heward Investment Management, son personnel et ses clients peuvent détenir des positions dans les titres mentionnés. Les thèmes abordés s'inspirent de commentaires publiés par Louis Gave (Gavekal Research) et Kevin Muir (The Macro Tourist) ; la formulation, le cadrage et les conclusions sont les nôtres.