



Whitney Tilson | Août 2025



La meilleure opportunité du marché de la cybersécurité

Sommaire

- *Philippe Courtot a regardé Bill Gates droit dans les yeux... et lui a dit « non »...*
- Le logiciel de sécurité adapté à l'ère du « cloud »
- Pourquoi nous aimons le « logiciel en tant que service »
- La magie de l'efficacité du capital
- Une surperformance massive, puis un ralentissement
- Mise à jour du portefeuille

La meilleure opportunité du marché de la cybersécurité

Philippe Courtot a regardé Bill Gates droit dans les yeux... et lui a dit « non ».

En 1990, c'était pratiquement un sacrilège. Gates était le roi des logiciels. Lui dire non, c'était comme refuser un appel du pape.

Mais Courtot n'était pas un dirigeant technologique comme les autres.

C'était un physicien français avec un fort accent, un esprit vif et un don pour voir l'avenir...

À l'époque, Courtot dirigeait une petite entreprise appelée « cc:Mail ». Elle résolvait un problème simple mais croissant : comment envoyer et organiser les e-mails au sein des entreprises.

À l'époque, la communication professionnelle reposait encore sur le fax et les appels téléphoniques. Le courrier électronique existait, mais il était peu pratique et nécessitait des ordinateurs centraux coûteux pour fonctionner.

Le logiciel de Courtot a changé la donne. Il fonctionnait au sein du réseau informatique local d'une entreprise. Les messages étaient stockés sur le serveur de fichiers et pouvaient être consultés depuis n'importe quel ordinateur du réseau.

Cela semble rudimentaire selon les normes actuelles, mais c'était à des années-lumière des autres outils de messagerie disponibles à l'époque. Il était rapide et évolutif. Et il n'était pas nécessaire d'être un expert en informatique pour l'utiliser.

Microsoft l'a remarqué et a proposé 12 millions de dollars pour racheter l'entreprise. Courtot a refusé catégoriquement. Il savait que son entreprise valait bien plus.

Il ne lui a fallu qu'un an pour avoir raison. En 1991, il a accepté une offre de la société de logiciels Lotus pour 55 millions de dollars.

Comme le montrera la suite de la carrière de Courtot, son succès chez cc:Mail n'était pas le fruit du hasard. Sa vision avant-gardiste de l'utilisation future des ordinateurs et la manière de surmonter les défis techniques de l'époque lui a permis de rester à la pointe de la technologie pendant les 30 années qui ont suivi...

Peu après le rachat de cc:Mail par Lotus, en 1993, Courtot a pris la tête d'une entreprise spécialisée dans la recherche documentaire appelée Verity. Le logiciel de Verity permettait d'effectuer des recherches dans d'énormes quantités de documents (manuels, rapports, etc.). À l'époque, les technologies de recherche étaient principalement limitées aux bases de données structurées.

Courtot a mené l'entreprise à une introduction en bourse réussie en 1995. La société de logiciels concurrente Autonomy a finalement racheté Verity en 2005 pour 500 millions de dollars.

Mais Courtot était déjà parti depuis longtemps. En 1999, l'entrepreneur s'était lancé dans son défi le plus audacieux à ce jour : repenser le fonctionnement de la sécurité numérique.

À l'époque, Courtot échangeait des idées avec certains des esprits les plus brillants du secteur technologique, dont Marc Benioff.

Benioff lançait une entreprise qui fournissait ses logiciels via Internet. Les clients y accédaient dans le cloud (stockés sur les serveurs de Benioff) via un navigateur web.

Courtot avait la même vision. Il a construit sa nouvelle plateforme de logiciels de sécurité à partir de zéro... entièrement dans le cloud. Elle offrait aux entreprises une vue en temps réel de tous leurs actifs numériques sur l'ensemble de leur infrastructure.

Ce fut une période difficile pour lancer une nouvelle entreprise technologique. Au début des années 2000, l'effondrement des dot-com avait anéanti la confiance des investisseurs. Les financements se sont taris et les start-ups ont fermé leurs portes les unes après les autres. Mais Courtot a tenu bon et a continué à développer discrètement son entreprise.

Finalement, le marché a commencé à percevoir les avantages du nouveau modèle commercial créé par Benioff et Courtot, connu sous le nom de « Software as a Service » (SaaS, ou logiciel en tant que service).

L'entreprise de Benioff, Salesforce (CRM), qui a développé une plateforme logicielle de vente et de marketing, est entrée en bourse en 2004. Les ventes de Salesforce ont explosé et l'entreprise est devenue la coqueluche de Wall Street. Les actionnaires ont été récompensés par un rendement de 9'900% depuis l'entrée en bourse de Salesforce.

Salesforce avait un avantage de taille : elle vendait directement aux services commerciaux disposant de budgets importants, contournant ainsi les responsables informatiques qui résistaient souvent au changement.

Courtot n'avait pas ce luxe.

Son nouveau logiciel de cybersécurité basé sur le cloud nécessitait une intégration approfondie dans les systèmes d'entreprise. Cela impliquait de le vendre aux services informatiques, précisément ceux qui étaient les plus sceptiques à l'égard de la technologie cloud à l'époque.

Ils ne voulaient pas abandonner le contrôle et voir leurs données stockées quelque part dans le cloud. Et ils ne voulaient certainement pas bouleverser toute leur infrastructure pour une start-up qui n'avait pas fait ses preuves.

Mais Courtot n'a jamais abandonné son projet. Au contraire, il a redoublé d'efforts : au fil des ans, il a investi plus de 20 millions de dollars de sa poche pour maintenir son entreprise à flot. Il a fallu des années pour que le monde rattrape la vision de Courtot... Mais une fois de plus, l'industrie a fini par s'y rallier.

L'essor du SaaS, l'explosion des infrastructures cloud et la vague croissante de cyberattaques ont contraint les services informatiques à revoir leurs positions.

Et la vision de Courtot, avec plus d'une décennie d'avance sur son temps, a soudainement pris une tournure prophétique. Il a introduit son entreprise en bourse en 2012. Aujourd'hui, plus de 10'000 organisations font confiance à sa plateforme. Elle est utilisée par des banques internationales, des géants de la distribution, des prestataires de soins de santé, des agences gouvernementales et même Microsoft... l'entreprise qui avait tenté de racheter sa première société de logiciels.

Philippe Courtot est décédé en 2021, et peu de gens ont entendu parler de lui. Marc Benioff est devenu le visage du SaaS, mais Courtot était à ses côtés depuis le début.

La seule différence ? Courtot a dû jouer la carte de la patience.

Alors que Salesforce connaissait une ascension fulgurante, l'entreprise de Courtot périlait lentement. Aujourd'hui, alors que le cloud computing devient la norme et que le nombre et le coût des cyberattaques ne cessent d'augmenter, les actions de son entreprise pourraient bientôt monter en flèche, à l'instar de celles de Salesforce.

Ce mois-ci, nous vous recommandons l'entreprise à laquelle Courtot n'a jamais cessé de croire, **Qualys (Nasdaq : QLYS)**...

L'action est encore méconnue, mais les problèmes qu'elle résout sont tout sauf insignifiants. Avec la multiplication des menaces numériques et l'accélération de l'adoption du cloud, la demande pour ses outils ne fera qu'augmenter.

Résistante à la récession, efficace en termes de capital et rentable, cette société est leader dans un secteur en pleine croissance. Les investisseurs s'enthousiasment pour les nouvelles start-ups qui n'ont pas encore fait leurs preuves, mais nous allons miser sur cette success story sous-évaluée.

Le logiciel de sécurité adapté à l'ère du « cloud »

« Regardez n'importe quel documentaire animalier et vous découvrirez rapidement ce qui arrive aux animaux qui sous-estiment leurs adversaires. Ils deviennent des proies ».

C'est ainsi que CrowdStrike (CRWD) a commencé son rapport 2025 sur les menaces informatiques mondiales. Avec un chiffre d'affaires de 4 milliards de dollars l'année dernière, CrowdStrike est l'une des plus grandes entreprises de cybersécurité au monde.

L'année dernière, la cybercriminalité a coûté aux entreprises environ 9'500 milliards de dollars, soit plus du triple des 3'000 milliards de dollars enregistrés en 2015. Ces chiffres englobent un large éventail de problématiques, notamment les violations de données, le vol de fonds, les ransomwares, la perte de productivité, le vol de propriété intellectuelle et l'atteinte à la réputation. Le cabinet de conseil Kroll estime que ces coûts pourraient atteindre 23'000 milliards de dollars d'ici 2027. C'est plus que le produit intérieur brut de tous les pays à l'exception des États-Unis.

Les crimes sont de plus en plus importants et fréquents.

L'année dernière, une violation de données chez AT&T a exposé les données de 51 millions de clients. Une violation chez le géant technologique Dell a touché 49 millions de clients. Et une violation chez la chaîne de pharmacies Rite Aid a exposé les données de 45 millions de dossiers.

Selon le géant technologique IBM, le coût moyen d'une violation de données s'élevait l'année dernière à 4,9 millions de dollars pour les victimes. Cela représente une augmentation de 10 % par rapport à l'année précédente. Aux États-Unis, le coût moyen était presque deux fois plus élevé, soit 9,4 millions de dollars.

Pour lutter contre cette criminalité, les entreprises et les particuliers se tournent vers le marché mondial de la cybersécurité, qui représente aujourd'hui environ 270 milliards de dollars. Et il devrait croître à un taux annuel composé d'environ 13% pour atteindre 500 milliards de dollars d'ici 2030.

Une grande partie de cette croissance profitera à la cybersécurité axée sur le cloud...

Les entreprises transfèrent de plus en plus leurs logiciels et leurs données vers des serveurs distants. On estime que 60% des données professionnelles sont stockées dans le cloud. Et les cybercriminels ne sont pas en reste : ils multiplient leurs attaques contre les clouds.

Cette tendance joue en faveur des atouts techniques de Qualys... Son logiciel est particulièrement adapté aux environnements d'entreprise modernes, axés sur le cloud.

Vous n'achèteriez pas le logiciel Qualys pour votre ordinateur personnel. Ses plus de 10'000 clients à travers le monde sont des entités gouvernementales et des entreprises, dont 72% des sociétés du classement *Forbes* Global 50.

Aucun logiciel ne peut à lui seul tout protéger. La protection contre les attaques comporte de nombreuses couches. C'est ce qu'on appelle le « cybersecurity stack ». Qualys est spécialisé dans la gestion des vulnérabilités, la première ligne de défense cruciale contre les cyberattaques.

Imaginez que les ordinateurs, les logiciels et les données d'une entreprise protègent un château. Dans ce contexte, voici les principaux éléments du *cybersecurity stack*...

1. **Gestion des vulnérabilités.** Des gardes inspectent en permanence l'ensemble du château à la recherche de failles et d'endroits que les ennemis pourraient exploiter, puis les réparent.
2. **Sécurité réseau et pare-feu.** Le mur qui entoure le château et contrôle qui peut entrer, ainsi que les gardes qui surveillent les mouvements à l'intérieur, à l'affût de tout comportement suspect.
3. **Sécurité des terminaux et des applications.** La sécurité qui protège les habitants du château même lorsqu'ils s'aventurent à l'extérieur des murs.
4. **Gestion des identités et des accès.** Contrôle l'accès à certaines parties du château. Les gardes s'assurent que seules les personnes autorisées reçoivent les clés des bâtiments auxquels elles ont accès.
5. **Opérations de sécurité et réponse aux incidents.** Déclenche des alarmes en cas d'attaque.

Qualys propose une suite de solutions pour protéger les serveurs, les ordinateurs, les smartphones, les logiciels et les données des clients, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de leurs réseaux, y compris dans le cloud. Elle détecte les vulnérabilités et prend des mesures pour corriger les problèmes.

Son logiciel est entièrement intégré dans le cloud, ce qui signifie que Qualys l'héberge sur ses propres serveurs. Vous n'avez donc pas besoin de l'installer sur votre ordinateur. Il est facile à configurer et à utiliser, et s'intègre à de nombreux autres logiciels.

La sécurité du cloud est l'un des segments du marché de la cybersécurité qui connaît la croissance la plus rapide. Qualys prévoit que son marché potentiel total atteindra près de 80 milliards de dollars d'ici 2028. Cela signifie que le taux de croissance annuel composé du marché serait de 13%.

Le logiciel de Qualys est un atout exceptionnel en matière de cybersécurité. Il est simple d'utilisation et très apprécié des clients.

De plus, son business model est l'un des meilleurs que nous ayons jamais vus.

Pourquoi nous aimons le « logiciel en tant que service »

Le logiciel en tant que service (« Software as a Service », ou « SaaS ») est l'un des meilleurs modèles commerciaux au monde. Et Qualys l'a pratiquement inventé.

Le modèle SaaS est supérieur à l'ancien modèle de « licence perpétuelle ».

En effet, avec une licence perpétuelle, les clients devaient déboursier d'importants frais initiaux pour acheter le logiciel. Ils étaient ensuite souvent contraints d'acheter du matériel coûteux pour installer le logiciel.

En plus de cela, ils devaient également payer des frais de « maintenance » élevés chaque année (souvent 20% du coût initial de la licence) pour bénéficier d'une assistance technique, de corrections de bugs et de mises à jour logicielles.

Rien de tout cela n'est nécessaire dans le modèle SaaS.

Les clients SaaS « louent » le logiciel, en payant des frais récurrents pour le droit d'utiliser le logiciel. L'éditeur de logiciels installe, héberge et met à jour le logiciel sur ses propres serveurs. Les clients n'ont rien à faire pour l'utiliser.

Les éditeurs de logiciels en tirent également profit.

Tant que les clients renouvellent leur abonnement année après année, le SaaS génère des revenus plus élevés sur la durée que l'ancien modèle de licence perpétuel.

C'est comme une boule de neige qui dévale une pente. Elle commence petite, mais grossit avec le temps. Et une fois qu'elle a pris de la vitesse, il est difficile de l'arrêter.

On comprend facilement pourquoi l'un des indicateurs les plus importants pour une entreprise de SaaS est son taux de rétention net. Il s'agit de la comparaison, d'une année sur l'autre, des paiements des clients SaaS existants.

Si les clients existants continuent de renouveler leur abonnement année après année et que le montant qu'ils vous paient augmente chaque année, alors votre entreprise de SaaS ne peut qu'être florissante...

Le taux de rétention net de Qualys était de 103% l'année dernière. Cela signifie que les clients existants ont payé 1,03 dollar pour chaque dollar dépensé l'année précédente. Et il est supérieur à 100% chaque année depuis 2021, date à laquelle l'entreprise a commencé à publier cet indicateur.

Les clients achètent généralement une ou deux solutions Qualys pour certaines parties de leur infrastructure informatique. Au fil du temps, ils élargissent leurs abonnements et adoptent souvent des produits supplémentaires.

Parallèlement, Qualys acquiert de nouveaux clients. En 2012, lors de son introduction en bourse, l'entreprise comptait 5'700 clients. Depuis, ce nombre a presque doublé.

Le nombre de ses gros clients augmente encore plus rapidement. Pour Qualys, cela signifie des clients qui paient 500'000 dollars ou plus en frais d'abonnement annuels. L'entreprise compte plus de 200 gros clients, contre 128 il y a seulement trois ans.

Qualys opère dans un secteur en pleine croissance qui est indispensable à ses clients. Même en période de récession, aucune entreprise ne peut se permettre de renoncer à sa protection contre les cyberattaques. Et le business model du SaaS génère des flux de trésorerie prévisibles et croissants.

Il est facile de comprendre pourquoi Qualys est l'une des entreprises les plus efficaces au monde en termes de capital...

La magie de l'efficacité du capital

Le fondateur de notre publication, Porter Stansberry, a qualifié l'efficacité du capital de « plus grand secret d'investissement jamais découvert ».

C'est une sorte de magie financière... la capacité de générer des rendements excédentaires sans nécessiter d'investissements importants en capital.

Les actions des entreprises efficaces en capital surperforment largement le marché au fil du temps, offrant généralement des rendements annualisés de 15% ou plus. Cela s'explique par le fait qu'elles disposent de plus de liquidités pour récompenser leurs actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions.

Il y a 11 ans, nous avons mis au point notre propre méthode pour mesurer au mieux l'efficacité du capital.

Depuis lors, chaque trimestre, nous évaluons et classons les principales sociétés cotées en bourse.

Nous utilisons toute une série d'indicateurs dans notre analyse. Mais le plus important, celui qui a le plus de poids, est la marge de flux de trésorerie disponible (FCF).

Le FCF correspond à la trésorerie restante après paiement de toutes les dépenses d'exploitation et dépenses en capital pour les investissements nécessaires. Il s'agit des fonds dont dispose la direction pour rémunérer les actionnaires sous forme de rachats d'actions et de dividendes. La marge de FCF correspond au flux de trésorerie disponible divisé par le chiffre d'affaires.

Outre des marges de FCF élevées, nous recherchons également des entreprises qui affichent une rentabilité des actifs élevée, une croissance constante de leur chiffre d'affaires et qui versent des dividendes et rachètent des actions de manière fiable. Nous pénalisons les entreprises trop endettées et dont les performances sont irrégulières.

Qualys se classe régulièrement parmi les premières places de notre classement en matière d'efficacité du capital. Comme nous le montrerons ci-dessous, elle occupe la deuxième place ex æquo avec deux opérateurs de réseaux de paiement, Mastercard et Visa, également présentes dans notre portefeuille, ainsi que le fournisseur de logiciels financiers MSCI. Seul le fabricant de semi-conducteurs Nvidia obtient un meilleur score.

Voici les 10 meilleures entreprises en termes d'efficacité du capital à l'heure actuelle :

TOP 10 MOST CAPITAL-EFFICIENT COMPANIES

Company (Ticker)	Mkt Cap*	Capital Eff. Score	Capital Eff. Rank	FCF/Rev% #	Rev Grow% #	EV/FCF	Avg. EV/FCF in Last 10 Years
Nvidia (NVDA)	\$3,740.5	96.8	1	37.8	64.2	51.3	55.9
Qualys (QLYS)	\$5.2	96.0	2	41.3	13.6	18.2	23.8
MSCI (MSCI)	\$45.1	96.0	2	48.7	12.9	34.1	36.2
Mastercard (MA)	\$512.7	96.0	2	47.3	10.8	34.9	36.0
Visa (V)	\$704.6	96.0	2	55.8	9.4	34.5	33.9
VeriSign (VRSN)	\$27.1	95.0	6	56.0	4.8	31.2	25.8
Broadcom (AVGO)	\$1,245.2	94.5	7	44.6	17.9	57.4	24.7
Fair Isaac (FICO)	\$44.9	94.3	8	33.2	8.2	68.3	40.3
Adobe (ADBE)	\$166.3	94.3	8	38.6	14.0	17.7	33.1
Novo Nordisk (NVO)	\$308.6	93.8	10	34.7	18.1	27.9	29.2

Current portfolio holding

* Amounts in billions (U.S. dollars)

Average last five years

Data as of 7-1-25

www.stansberryresearch.com

Source: Bloomberg

Mais une bonne action ne se résume pas à son efficacité du capital... Comme vous pouvez le constater ci-dessus, presque toutes les autres actions les mieux classées sont beaucoup plus valorisées que Qualys. Elle se négocie à une valeur d'entreprise (capitalisation boursière plus dette moins trésorerie, ou « VE ») de 18,2 fois son FCF sur 12 mois. À titre de comparaison, ce chiffre est de 34,5 fois le FCF pour Visa, 34,9 fois pour Mastercard, 34,1 fois pour MSCI et 51,3 fois pour Nvidia, la coqueluche du marché.

Qualys affiche des marges de flux de trésorerie disponible (FCF) considérables, qui sont passées de 11% en 2013 à environ 40% aujourd'hui. Et ce n'est pas une anomalie... Elles ont atteint en moyenne 41% au cours des cinq dernières années. C'est même mieux que la moyenne de 38% de Nvidia. La marge moyenne des entreprises de l'indice S&P 500 n'était que de 12% l'année dernière.

Une marge de FCF en hausse est un indicateur clair d'une entreprise très efficace en termes de capital et qui se développe de manière rentable.

Comme la plupart de ses concurrents dans le domaine du SaaS, Qualys ne verse pas de dividende. Mais elle utilise son FCF pour racheter une grande partie de ses actions. Au cours des cinq dernières années, son FCF s'est élevé à 977 millions de dollars, et Qualys a utilisé la quasi-totalité de cette somme pour racheter près de 900 millions de dollars de ses actions.

La seule chose qui empêche Qualys de dépasser Nvidia est la croissance de son chiffre d'affaires. Au cours des cinq dernières années, ses ventes n'ont augmenté « que » de 13,6% en moyenne annuelle. L'année dernière, elles ont progressé de 10% pour atteindre environ 600 millions de dollars, un rythme plus lent que celui de nombreuses autres entreprises de SaaS et de cybersécurité.

Mais comme nous l'avons mentionné... contrairement à Nvidia, Qualys est devenu bon marché.

Une surperformance massive, puis un ralentissement

De nombreuses actions SaaS surperforment régulièrement le marché. Il en va de même pour les actions à faible intensité capitalistique. Il n'est donc pas surprenant que Qualys ait été une action fantastique dès ses débuts.

Depuis son introduction en bourse en septembre 2012, Qualys a enregistré un rendement de 920% (20% par an), surpassant largement l'indice S&P 500 et l'indice Nasdaq Composite. Et ce, même en prenant comme référence le *lendemain* de son introduction en bourse, ce qui constitue une base de référence prudente et réaliste (car la plupart des actions nouvellement émises dépassent leur prix d'introduction avant que les investisseurs particuliers aient la possibilité de les acheter). Jetez un œil...

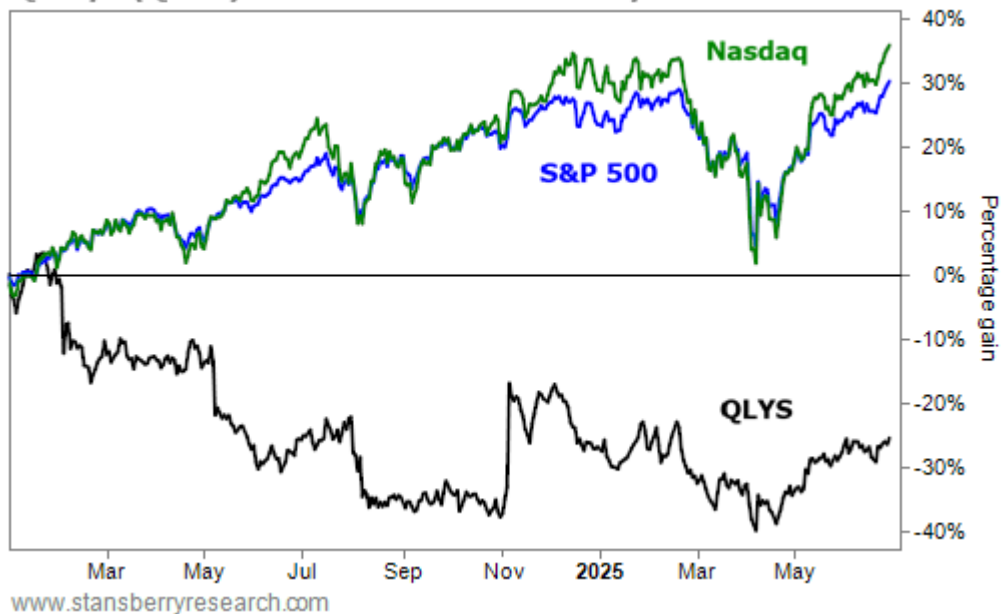
Qualys (QLYS) vs. Market Since 2012 IPO



C'est là toute la puissance de l'efficacité du capital et du business model du SaaS.

Et ces rendements à long terme incluent même *la sous-performance massive* de l'action depuis le début de l'année 2024. L'action Qualys a baissé d'environ 26%, tandis que le marché a progressé d'environ 30%.

Qualys (QLYS) vs. Market Since January 2024



Les investisseurs ont vendu massivement les actions début 2024 après que **Microsoft (Nasdaq : MSFT)** a décidé de mettre fin à son partenariat avec Qualys. Microsoft utilisait Qualys comme fournisseur par défaut pour la gestion des vulnérabilités dans son logiciel de cybersécurité Defender.

Les analystes estimaient que Microsoft représentait entre 5% et 10% du chiffre d'affaires de Qualys. Mais cette estimation semble bien trop pessimiste. Malgré la perte de ce contrat avec Microsoft, Qualys a *augmenté* son chiffre d'affaires d'environ 10% d'une année sur l'autre à chaque trimestre depuis lors. Et au dernier trimestre, son flux de trésorerie disponible a augmenté de 29%.

Pourtant, les actions ne se sont pas redressées. Malgré l'augmentation de son chiffre d'affaires et de son flux de trésorerie disponible, l'action Qualys est à son plus bas niveau depuis neuf ans.

Bien qu'elle soit l'une des meilleures entreprises en termes d'efficacité du capital et qu'elle opère dans un secteur en pleine effervescence, Qualys reste l'un des acteurs les plus modestes. Sa capitalisation boursière s'élève à environ 5,2 milliards de dollars.

Sa valeur d'entreprise est encore plus faible, à 4,7 milliards de dollars, en raison de l'absence quasi totale de dette dans son bilan, et de ses 640 millions de dollars en trésorerie et investissements.

Si l'on compare sa valeur d'entreprise à son flux de trésorerie disponible de 256 millions de dollars sur les 12 derniers mois, le ratio VE/FCF de Qualys n'est que de 18,2. Au cours des dix dernières années, y compris la période récente de sous-performance, ce ratio s'est établi en moyenne à 24.



À titre de comparaison, les leaders du marché de la cybersécurité, Palo Alto Networks (PANW) et CrowdStrike, ont une valeur d'entreprise de 124 milliards et

119 milliards de dollars, respectivement. Et ils se négocient à 41 et 116 fois leur FCF sur 12 mois.

Les investisseurs récompensent ces entreprises pour leur taille et la croissance de leur chiffre d'affaires. Les ventes de Palo Alto ont dépassé les 8 milliards de dollars l'année dernière (soit une croissance de 16%). Et celles de CrowdStrike ont atteint 4 milliards de dollars (soit une croissance de 29%). Mais aucune de ces deux entreprises n'est aussi rentable que Qualys.

La plupart des concurrents directs de Qualys sont des start-ups déficitaires. Elles investissent chaque dollar de leur chiffre d'affaires (et souvent plus) dans la croissance de leur activité. Mais tant qu'elles connaissent une croissance rapide, les investisseurs ferment les yeux.

Les investisseurs aiment la croissance. Mais la croissance n'a aucun sens sans bénéfices.

Cette dynamique rend difficile la comparaison entre des entreprises SaaS expérimentées comme Qualys et des entreprises plus jeunes à forte croissance. Comme beaucoup d'entre elles ne sont pas encore rentables, les investisseurs les évaluent en comparant leur valeur d'entreprise à leur chiffre d'affaires plutôt qu'à un indicateur de rentabilité tel que le flux de trésorerie disponible.

Se concentrer uniquement sur la croissance des ventes, c'est ignorer l'aspect le plus important des affaires et de l'investissement : gagner de l'argent.

Mais il existe un moyen d'éviter les erreurs. C'est ce qu'on appelle la « règle des 40 ».

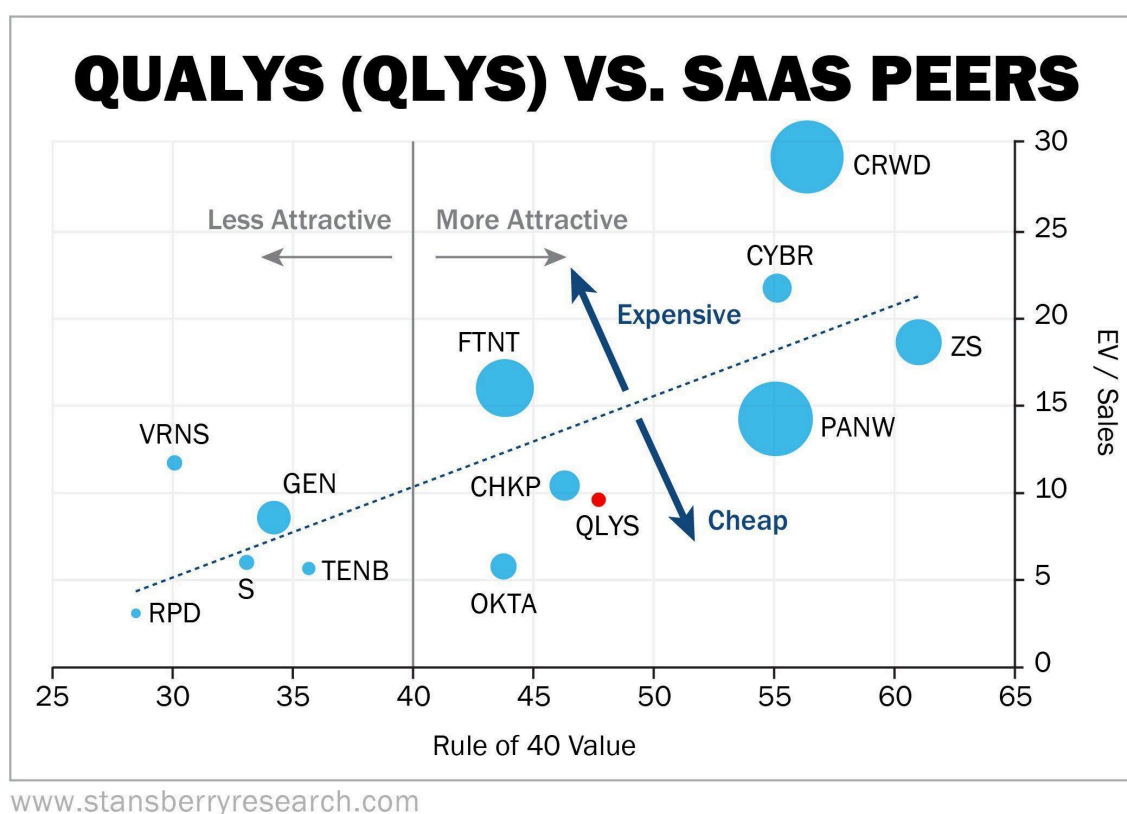
Vous prenez le taux de croissance des ventes d'une entreprise et vous y ajoutez sa marge de flux de trésorerie disponible. Si la valeur obtenue est supérieure à 40, l'entreprise dispose de fondamentaux exceptionnels. Si elle est inférieure à 40, ce n'est pas le cas. Historiquement, les investisseurs ont récompensé les entreprises dont la valeur est supérieure à 40 par des multiples VE/ventes plus élevés.

Qualys a augmenté son chiffre d'affaires de 10% l'année dernière. En ajoutant cela à sa marge de flux de trésorerie disponible de 38%, nous obtenons une valeur de 48 selon la « règle des 40 ». Le cabinet de conseil McKinsey a analysé plus de 200 entreprises de logiciels entre 2011 et 2021 et a constaté qu'elles n'atteignaient une valeur de 40 ou plus que dans 16% des cas. Qualys a eu une valeur supérieure à 40 *chaque année depuis 2014*.

La valeur d'entreprise de Qualys, qui s'élève à 4,7 milliards de dollars, représente environ 10 fois son chiffre d'affaires des 12 derniers mois. Palo Alto affiche un multiple de 14 et CrowdStrike un multiple de 29.

Nous avons représenté les multiples VE/ventes de Qualys et de ses concurrents les plus proches par rapport à leurs valeurs selon la « règle des 40 » dans le graphique ci-dessous. (La taille de chaque bulle est proportionnelle à la valeur d'entreprise de la société.)

Le point idéal pour les actions est une valeur de la règle des 40 d'au moins 40 et inférieure à la ligne de régression. Comme vous pouvez le constater, Qualys affiche d'excellents fondamentaux tout en se négociant à un multiple inférieur à celui de presque toutes les autres entreprises de cybersécurité...



Cela n'a aucun sens. Seule Okta (OKTA) semble moins chère. Mais sur le marché de la cybersécurité, Qualys est l'entreprise avec la meilleure efficacité du capital. Le graphique suivant compare Qualys à ses pairs en termes de valorisation et d'efficacité du capital...

QUALYS (QLYS) VERSUS PEERS

Company (Ticker)	EV*	EV/FCF	EV/Sales	Capital Eff. Score	Capital Eff. Grade
Qualys (QLYS)	\$4.7	18.2	9.8	96.0	A
COMPETITORS					
Palo Alto Networks (PANW)	\$124.0	41.3	14.0	78.8	B
CrowdStrike (CRWD)	\$118.9	115.9	28.7	66.0	C
Fortinet (FTNT)	\$74.6	36.1	15.8	93.8	A
Zscaler (ZS)	\$46.1	66.7	18.1	63.5	C
Check Point Software (CHKP)	\$21.0	19.3	10.6	93.8	A
Okta (OKTA)	\$15.5	20.3	5.8	59.5	C
Tenable (TENB)	\$4.1	17.2	5.8	63.5	C
Rapid7 (RPD)	\$2.1	12.4	3.2	47.0	C
Competitor Average		41.1	12.8	70.7	B

*In billions of U.S. dollars

www.stansberryresearch.com

Source: Bloomberg

En résumé, Qualys est l'action la plus rentable dans le domaine de la cybersécurité et du SaaS. Elle est également la moins chère, se négociant à un prix inférieur à celui de ses concurrents et à son propre historique. Elle opère sur un marché énorme, en pleine croissance et résistant à la récession.

En raison de sa croissance à deux chiffres relativement modeste, Qualys ne bénéficie pas de l'attention qu'elle mérite. Mais cela va changer.

À mesure que les cyberattaques se multiplient et que de plus en plus de données et de logiciels migrent vers le cloud, les services informatiques se tourneront de plus en plus vers Qualys. Les investisseurs finiront par s'intéresser à cette perle rare sous-évaluée. Mais nous le ferons avant eux.

MESURE À PRENDRE

Achetez Qualys (Nasdaq : QLYS) jusqu'à 160 dollars par action.

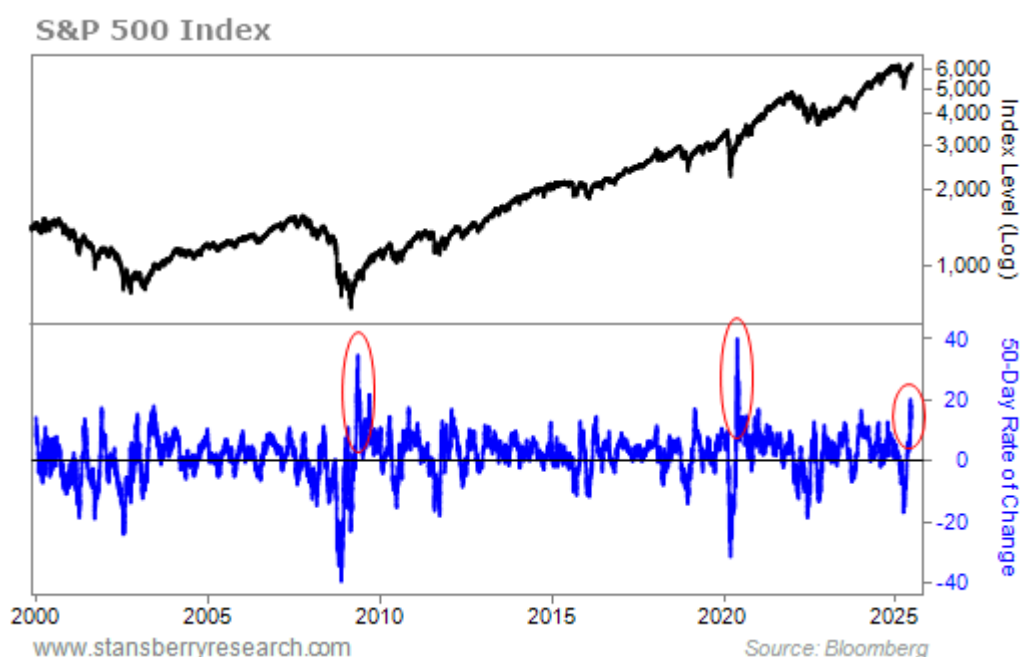
Mettez un stop loss à 25%.

Mise à jour du portefeuille

Le marché boursier américain a de nouveau atteint des sommets historiques...

Après avoir subi un recul de 19%, proche d'un marché baissier, entre le 19 février et le 8 avril, le S&P 500 a rebondi avec vigueur.

L'indice a enregistré une hausse incroyable de 20% en seulement 50 jours de bourse après le creux du 8 avril. Comme vous pouvez le constater, il s'agit d'un exploit rare qui n'a été accompli que deux autres fois au XXI^e siècle, lors du rebond du marché après le krach lié à la pandémie de COVID-19 et au lendemain de la crise financière mondiale...



Certaines de nos positions ont progressé encore plus rapidement que le marché dans son ensemble...

Nous avons recommandé l'entreprise de construction **Comfort Systems USA** (NYSE : **FIX**) le 5 mai dernier.

À l'époque, les actions avaient chuté de 20% par rapport à leur plus haut niveau atteint en janvier. Même si nous n'avons pas réussi à déterminer avec précision le moment où le cours a atteint son niveau le plus bas, notre timing était tout de même plutôt bon... En trois mois, notre position a progressé de 25%.

Comfort Systems a continué à progresser depuis l'annonce de ses excellents résultats du premier trimestre le 24 avril, qui ont largement dépassé les estimations des analystes en termes de chiffre d'affaires et de bénéfices.

De plus, comme nous l'avons expliqué dans notre numéro de juin, Comfort Systems est une action « picks and shovels » (pelles et pioches) dans le domaine de l'IA, grâce au boom de la construction de centres de données et d'usines de fabrication de semi-conducteurs. Et le marché de l'IA se porte bien.

L'action se négocie actuellement au-dessus de notre prix d'achat. **Mais lorsqu'elle sera dans notre fourchette, nous vous conseillons toujours d'acheter Comfort Systems USA (NYSE : FIX) jusqu'à 450 dollars par action.**

La société **Microsoft (Nasdaq : MSFT)**, que nous détenons depuis longtemps, est à la pointe de l'IA. Le géant technologique a conclu des partenariats en matière de puissance de calcul et de partage des revenus avec OpenAI, le créateur de ChatGPT. Elle détient également une participation majoritaire dans les activités commerciales d'OpenAI.

OpenAI utilise la plateforme de cloud computing Azure de Microsoft pour l'entraînement des modèles d'IA. Cela consiste à optimiser le réseau neuronal d'un modèle en lui fournissant de grandes quantités de données afin qu'il apprenne à reconnaître des schémas. Azure exécute également le calcul « d'inférence » de ChatGPT, qui consiste à utiliser le modèle entraîné pour répondre aux requêtes des utilisateurs.

Les actions de Microsoft ont augmenté de 39% par rapport au creux du marché en avril. Depuis lors, la société a ajouté la somme astronomique de 1'000 milliards de dollars à sa capitalisation boursière. **Conservez vos actions Microsoft (Nasdaq : MSFT).**

Alphabet (Nasdaq : GOOGL), la société mère de Google, est un autre leader de l'IA...

La société conçoit ses propres puces haute performance, appelées « unités de traitement tensoriel » (TPU). Elle utilise ces puces dans l'infrastructure du Google Cloud pour traiter les charges de travail liées à l'IA.

Selon certaines rumeurs, OpenAI aurait commencé à utiliser les TPU de la société plutôt que les puces fournies par Microsoft à Nvidia. Mais OpenAI a

depuis déclaré qu'elle n'en était qu'aux premières étapes des tests et qu'elle n'avait pas encore l'intention de s'appuyer sur les TPU.

Quoi qu'il en soit, Google constate une augmentation exponentielle de ses charges de travail liées à l'inférence. Selon une étude de la banque d'investissement britannique Barclays, au premier trimestre, Google a traité 634'000 milliards de tokens (les unités fondamentales de données traitées par les modèles d'IA). Ce chiffre est en hausse par rapport aux 71'000 milliards de tokens traités au deuxième trimestre 2024, *soit une multiplication par près de neuf*.

Alphabet est l'entreprise la plus rentable au monde. Son bénéfice net estimé pour cette année est de 117 milliards de dollars, devant Apple (AAPL) et Microsoft, qui devraient respectivement générer 108 milliards et 100 milliards de dollars.

Les actions d'Alphabet ont augmenté de 22% depuis leur plus bas niveau en avril, mais l'action se négocie actuellement au-dessus de notre prix d'achat. **Mais lorsqu'elle sera dans notre fourchette, nous vous conseillons toujours d'acheter Alphabet (Nasdaq : GOOGL) jusqu'à 185 dollars par action.**

Le **fonds Neuberger Berman Next Generation Connectivity (NYSE : NBXG)** a également enregistré de bons résultats, avec une hausse de 37% depuis début avril.

Nous avons recommandé ce fonds fermé (CEF), en plus de trois autres CEF, en août 2023. Notre hypothèse était que les CEF constituaient des cibles potentielles pour le fonds spéculatif activiste Saba Capital Management et qu'un achat à ce moment-là nous donnerait une chance de réaliser d'énormes gains.

Depuis lors, Saba a augmenté sa participation dans NBXG et détient actuellement près de 10% des actions du CEF. En mars dernier, elle a annoncé son intention d'adopter le renouvellement annuel intégral du conseil d'administration. Cela permettrait à Saba de remplacer plus facilement le conseil d'administration actuel par un conseil plus favorable aux actionnaires.

NBXG se négocie actuellement avec une décote de 11% par rapport à la valeur nette de ses actions. C'est une nette amélioration par rapport à la décote de 18% que nous avons constatée lors de notre recommandation, même si nous aurions espéré des progrès plus importants à ce jour.

La bonne nouvelle, c'est que nous avons bénéficié d'autres facteurs...

NBXG détient actuellement des parts de géants technologiques tels qu'Amazon (AMZN), Meta Platforms (META) et Nvidia (NVDA). Il détient également quelques positions diverses, telles que le courtier en ligne Robinhood Markets (HOOD) et la plateforme de paris sportifs DraftKings (DKNG).

Ces actions ont fortement rebondi depuis avril, faisant grimper la valeur de NBXG. Nous avons également perçu de nombreux dividendes depuis l'achat du fonds en 2023.

Au total, nous affichons une hausse de 57% sur NBXG (et de 28% sur l'ensemble de notre position combinée en CEF). **Conservez vos actions du Neuberger Berman Next Generation Connectivity Fund (NYSE : NBXG).**

Nous avons encore quelques nouvelles à annoncer concernant le reste de notre portefeuille...

L'émetteur de cartes de crédit **American Express (NYSE : AXP)**, qui a bondi de 39% depuis son plus bas niveau du 8 avril, s'expose indirectement aux cryptomonnaies...

Au cours des deux derniers mois, la bourse de cryptomonnaies Coinbase Global (COIN) a annoncé le lancement de sa première carte de crédit, la Coinbase One Card. Plus vous détenez d'actifs cryptographiques sur Coinbase, plus vous gagnez de bitcoins sur vos achats... de 2% à 4% de bitcoins en retour sur chaque achat.

La carte fonctionnera sur le réseau American Express. Compte tenu de la popularité croissante des cryptomonnaies, cela pourrait générer un volume de paiements important pour notre portefeuille dans les années à venir. **Conservez vos actions American Express (NYSE : AXP).**

La société de redevances pétrolières **Viper Energy (Nasdaq : VNOM)** a annoncé l'acquisition d'une autre de nos positions... **Sitio Royalties (NYSE : STR).**

Tout comme nous, les dirigeants de Viper considèrent que Sitio est actuellement à un prix attractif. L'opération valorise les actions de Sitio à environ 40% en dessous de leur pic.

En tant qu'actionnaires de Sitio, nous subirons une légère perte sur notre position. Cette acquisition n'a pas laissé le temps à notre thèse de se concrétiser. Le prix du pétrole brut West Texas Intermediate, la référence aux États-Unis, a

baissé, passant de plus de 80 dollars le baril lorsque nous avons recommandé Sitio à environ 65 dollars le baril aujourd'hui.

Heureusement, en tant qu'actionnaires de Viper, nous apprécions la logique stratégique de cette transaction. Voici comment Kaes Van't Hof, PDG de Viper Energy, l'explique :

« La fusion entre Viper et Sitio est un évènement important pour l'industrie des redevances et des intérêts miniers. Elle donne naissance à un leader en termes de taille, d'envergure, de liquidité et d'accès à des capitaux de qualité dans le secteur très fragmenté des minerais. Viper est désormais une société minière et de redevances cotée en bourse incontournable en Amérique du Nord, avec une taille et une envergure d'envergure dans le bassin permien. Cette transaction permet à Viper de rivaliser avec les sociétés d'exploration et de production nord-américaines de moyenne et grande capitalisation, tout en bénéficiant de marges plus élevées, de coûts d'exploitation minimaux et du seuil de rentabilité le plus bas du secteur ».

La transaction, entièrement réalisée en actions, est évaluée à 4,1 milliards de dollars, y compris la dette nette de Sitio de 1,1 milliard de dollars.

La société issue de la fusion disposera de droits sur 34'675 hectares dans le bassin permien, dont environ 43% seront exploités par la société d'exploration et de production Diamondback Energy (FANG).

La transaction devrait être finalisée au troisième trimestre 2025. Diamondback détiendra environ 41% des actions ordinaires de la société fusionnée après la clôture.

Les actionnaires de Sitio recevront 0,4855 action de Viper Energy pour chaque action Sitio qu'ils détiennent.

Mais nous détenons déjà des actions Viper. Et les actions Sitio ont déjà réagi à cette annonce, car le marché est presque certain que l'accord sera conclu.

Plutôt que d'attendre, nous vous recommandons donc de libérer une partie des liquidités utilisées pour Sitio pour d'autres investissements...

MESURE À PRENDRE

Vendez vos actions Sitio Royalties (NYSE : STR).

Nous enregistrons une perte d'environ 24%.

Dans le même temps, nous relevons notre prix d'achat pour Viper Energy. Les actions se négocient à une valorisation raisonnable, indépendamment de cette transaction. Et en tant que société fusionnée avec Sitio, la nouvelle Viper sera encore plus forte qu'auparavant. Notre nouveau conseil est le suivant : **achetez Viper Energy (Nasdaq : VNOM) jusqu'à 45 dollars par action.**

AmeriGas Propane, le plus grand distributeur de propane aux États-Unis et filiale d'UGI (NYSE : UGI), cède certains de ses actifs hawaïens. La société n'a pas divulgué les conditions ni le montant de la transaction, mais a indiqué qu'elle prévoyait de rembourser sa dette grâce au produit de la vente.

Lorsque nous avons recommandé UGI plus tôt cette année, nous avons évoqué le fait qu'AmeriGas constituait le segment problématique d'UGI et avons émis l'hypothèse que le PDG Robert Flexon pourrait chercher à vendre cette unité en difficulté. La vendre par morceaux pourrait prendre plus de temps... Mais nous sommes heureux de constater que M. Flexon a au moins commencé à réduire la taille d'AmeriGas.

UGI a progressé de 13% depuis notre recommandation. **Conservez vos actions UGI (NYSE : UGI).**

Plus tôt cette année, le fabricant danois de médicaments **Novo Nordisk (NYSE : NVO)** a enfin réussi à produire suffisamment de son médicament contre l'obésité Wegovy pour satisfaire la demande.

En conséquence, la Food and Drug Administration (FDA) américaine a officiellement retiré Wegovy de sa liste des médicaments en pénurie. Il est donc désormais illégal pour d'autres entreprises de commercialiser des « contrefaçons » de ce médicament.

Cependant, tout le monde ne s'est pas conformé à la loi...

Novo continue de protéger sa propriété intellectuelle et a intenté près de 120 poursuites judiciaires dans 34 États contre des acteurs malveillants qui commercialisent illégalement des contrefaçons.

La société a également mis fin de manière abrupte à sa brève collaboration avec la société de télésanté Hims & Hers Health (HIMS), qui vendait des versions composées du semaglutide, l'ingrédient actif du Wegovy.

Cette collaboration, qui a débuté fin avril, permettait aux patients de Hims & Hers d'accéder au Wegovy via la pharmacie NovoCare de Novo. À l'origine, Novo pensait que ce partenariat aiderait les patients à passer des versions « contrefaites » du semaglutide de Hims & Hers au médicament approuvé par la FDA, fabriqué et commercialisé par Novo. Mais Hims & Hers aurait continué à se livrer à des « préparations illégales » de Wegovy malgré les nouvelles lois.

Quelques jours seulement après la fin de son partenariat avec Hims & Hers, Novo Nordisk a annoncé une nouvelle collaboration avec WW International (anciennement WeightWatchers), la société spécialisée dans la perte de poids qui a récemment émergé de la faillite.

Ce partenariat est similaire à celui que Novo a récemment conclu avec Hims & Hers, bien que WW International opère légalement et ne propose plus de versions composées de semaglutide à ses patients. Notre conseil reste le même...

Achetez des actions Novo Nordisk (NYSE : NVO) jusqu'à 75 dollars.

Bien sûr, nous n'aurions pas un portefeuille modèle diversifié si nous n'avions pas au moins quelques positions à la traîne...

Barrick Mining (NYSE : B) a baissé de 18% depuis notre dernière publication, même si elle serait probablement en hausse sans les problèmes persistants dans son complexe minier de Loulo-Gouankoto au Mali.

Barrick détient 80% des parts de Loulo-Gouankoto, tandis que le gouvernement malien détient les 20% restants. Le complexe minier a produit près de 18 tonnes d'or en 2024, soit près de 15% de la production totale de Barrick.

Comme nous l'avons indiqué en avril, Loulo-Gouankoto est devenu un casse-tête majeur en raison de différends avec le gouvernement malien au sujet du code minier et de taxes prétendument impayées.

Barrick a temporairement suspendu ses activités à Loulo-Gouankoto en janvier dernier. Puis, la société a subi un nouveau revers le mois dernier lorsqu'un tribunal malien a ordonné que la mine soit placée sous contrôle provisoire de l'État pendant six mois. Le tribunal a également nommé un nouvel administrateur de la mine qui a depuis repris les activités... mais uniquement pour l'économie nationale.

En d'autres termes, Barrick ne reçoit ni la production d'or ni le produit de ses ventes.

Une procédure d'arbitrage a été engagée, qui devrait aboutir à une résolution. Comme nous l'avons déjà indiqué, ce type de litige est monnaie courante en Afrique et sur d'autres marchés « frontières ». Mais quoi qu'il arrive à Loulo-Gouankoto, Barrick possède d'autres mines en production à travers le monde qui profiteront des prix record de l'or.

Achetez Barrick Mining (NYSE : B) jusqu'à 30 dollars par action.

Le fabricant de logiciels **Adobe (Nasdaq : ADBE)** a annoncé un chiffre d'affaires record de 5,9 milliards de dollars pour son dernier trimestre, en hausse de 11% par rapport à l'année précédente (à taux de change constant) et supérieur aux prévisions des analystes. La société a également dépassé les estimations de bénéfices et légèrement relevé ses prévisions de chiffre d'affaires pour l'ensemble de l'année.

Malgré ces résultats solides, le marché semble avoir besoin de preuves supplémentaires que l'IA ne compromet pas le business model d'Adobe...

Les actions d'Adobe ont chuté de 5% après cette annonce. Le titre est cependant toujours en positif de 4% dans notre portefeuille.

Nous ne sommes pas inquiets. Le nombre d'utilisateurs actifs mensuels d'Adobe a bondi de 25% en glissement annuel au cours du dernier trimestre, pour atteindre plus de 700 millions, ce qui témoigne d'une forte adoption par les clients. De plus, les produits axés sur l'IA de la société, tels que l'assistant Acrobat AI et l'application Firefly, sont en passe d'atteindre l'objectif de 250 millions de dollars de revenus récurrents moyens fixé par la société pour l'exercice 2025.

Adobe occupe la 8e place de notre classement en matière d'efficacité du capital. Et au regard de son ratio VE/FCF, elle est encore moins chère que notre recommandation actuelle, Qualys.

Notre conseil reste le même... **Achetez Adobe (Nasdaq : ADBE) jusqu'à 400 dollars par action.**

Bon investissement,

Whitney Tilson

Avec Bryan Beach, Mike DiBiase, Alan Gula, Gabe Marshank et Bill McGilton

Actions Gagnantes - Août 2025 - La meilleure opportunité du marché de la cybersécurité

Directeur de la publication : Thomas Vincent

Rédacteur en chef : Marc Schneider

Prix de vente : 149 € à l'année

Société Éditrice : Argo Editions SA, société anonyme au capital de 100'000.00 CHF, dont le siège social se situe à c/o Loralie SA, Place Saint-François 12B, 1003 Lausanne, Suisse, inscrite dans le canton de Vaud et dont l'IDE est CHE-137.691.261, représentée par M. Thomas Vincent, en sa qualité d'Administrateur.

Service Client : service-client@contact.argo-editions.com