



Whitney Tilson | Octobre 2025



L'entreprise de logiciels qui fait fortune... sans rien créer

Sommaire

- *Quand le parrain de l'IA annonce que des dizaines de milliers de personnes seront au chômage... ça a de quoi faire peur...*
- Le « Père Noël du logiciel »
- La stratégie d'acquisition incessante
- Ce qu'une génération d'acquisitions a construit
- Mise à jour du portefeuille

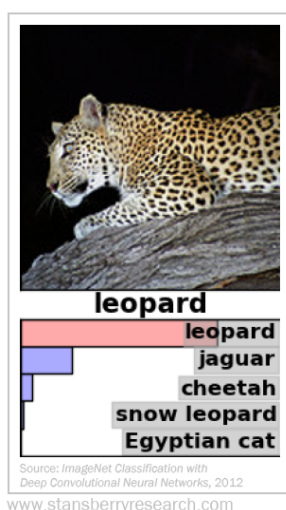
L'entreprise de logiciels qui fait fortune... sans rien créer

Quand le parrain de l'IA annonce que des dizaines de milliers de personnes seront au chômage... ça a de quoi faire peur.

Geoffrey Hinton, professeur d'informatique à l'Université de Toronto, a été un pionnier de l'apprentissage profond. En 2011, il a contribué à la création d'AlexNet, un modèle de réseau neuronal révolutionnaire.

AlexNet classe les images. Montrez-lui une image et le modèle proposera les cinq étiquettes les plus probables.

Par exemple, le modèle étiquette correctement l'image ci-dessous comme un léopard, tout en reconnaissant qu'il s'agirait plutôt d'un léopard plutôt qu'un jaguar :



En 2012, AlexNet a facilement remporté le défi ImageNet avec un taux d'erreur de seulement 15,3 %, soit plus de 10 points de pourcentage de mieux que le finaliste.

Cette performance a consolidé le statut de Hinton dans le monde de l'IA... et lui a valu la réputation de parrain de l'IA.

Plus important encore, il a montré la promesse des réseaux neuronaux, qui sont devenus la base de nombreux outils d'IA modernes comme ChatGPT.

En 2013, Google a embauché Hinton et a acquis son entreprise, les intégrant tous deux dans son département de recherche en IA appelé Google Brain. Hinton était à la pointe de l'IA et a constaté la rapidité des progrès en vision par ordinateur.

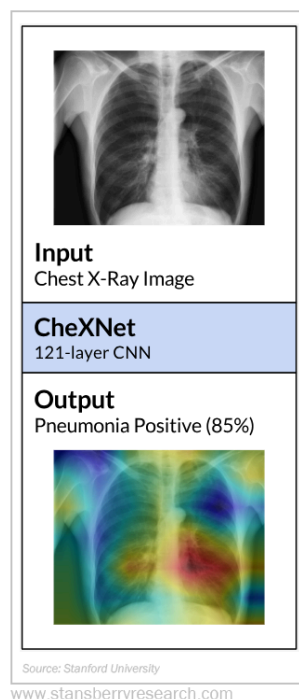
En 2016 il a prédit que l'IA remplacerait les radiologues :

“Je pense que si vous travaillez comme radiologue, vous êtes comme le coyote qui a déjà franchi le bord du gouffre, mais qui n'a pas encore regardé en bas et ne réalise pas qu'il est dans le vide. Il faut arrêter de former des radiologues maintenant. Il est évident que d'ici cinq ans, l'apprentissage profond fera mieux que les radiologues...”

Environ un an après la prédiction de Hinton, elle semblait déjà prémonitoire...

En 2017, des chercheurs de l'Université de Stanford ont développé un algorithme appelé CheXNet. Alors qu'AlexNet était un classificateur d'images polyvalent, CheXNet était un modèle spécialisé conçu pour analyser les radiographies thoraciques afin de diagnostiquer la pneumonie et d'autres maladies.

En une seule semaine, quatre radiologues de Stanford avaient contribué à former CheXNet à diagnostiquer correctement les pathologies, avec une précision supérieure à celle des méthodes de pointe précédentes. Et en un peu plus d'un mois, CheXNet surpassait les radiologues eux-mêmes :



Et pourtant, à seulement un an de la fin de la décennie de Hinton, on peut dire qu'il s'est trompé.

On estime que plus de 40'000 radiologues exercent aujourd'hui aux États-Unis, contre environ 37'000 en 2016.

Le secteur de la santé fait état d'une *pénurie* de radiologues, et non d'un excédent. La radiologie s'est hissée au troisième rang des spécialités médicales les mieux rémunérées, avec un salaire net moyen à temps plein de 526'000 dollars par an.

Voici ce que Hinton a mal compris... Les radiologues font bien plus que simplement interpréter des images médicales comme les radiographies et les scanners. L'IA peut gérer ces tâches, mais sa précision en conditions réelles chute de près de 20% par rapport à ses performances de référence.

L'IA est devenue un outil puissant pour les radiologues. Plus de 700 modèles radiologiques basés sur l'IA ont été approuvés par la Food and Drug Administration (FDA) américaine.

Ces jours-ci, tout le monde parle du prochain secteur que l'IA va anéantir. Et les actions de plusieurs entreprises dans le collimateur ont chuté brutalement.

Et franchement... l'IA sera une force disruptive. L'année dernière, nous avons émis nos propres avertissements concernant les victimes de l'IA... Et nombre des entreprises que nous qualifions de « mortes-vivantes » ont effectivement été vendues après la publication de notre rapport en septembre 2024.

Mais maintenant que tout le monde parle de cette tendance, de nombreuses ventes massives sont exagérées.

Cela nous donne donc une occasion unique...

L'entreprise que nous recommandons aujourd'hui a été l'une des plus grandes productrices de capitalisation boursière d'Amérique du Nord au cours des 20 dernières années. Et grâce aux craintes liées à l'IA et à la démission inattendue de son fondateur, nous profitons d'une baisse historique.

Le « Père Noël du logiciel »

Certains actionnaires de Mark Leonard l'appellent « *le Père Noël du logiciel* »...

Cet ancien joueur de rugby universitaire d'1,95 m a travaillé comme fossoyeur et videur de boîte de nuit. Il lui a fallu sept ans pour terminer ses études tout en travaillant à temps partiel comme assistant maçon. Aujourd'hui, Leonard arbore une longue barbe grisonnante qui le fait davantage ressembler à un membre du groupe de rock ZZ Top qu'à un cadre dirigeant d'entreprise informatique.

Mais ce n'est pas seulement sa barbe qui fait de lui le Père Noël du logiciel. Il doit aussi ce surnom aux incroyables « cadeaux » qu'il a offerts aux actionnaires de **Constellation Software (TSX : CSU)**, l'entreprise qu'il a fondée en 1995. Elle a enregistré un rendement d'environ 30'000 % depuis son introduction en bourse en 2006.

La carrière improbable de Leonard a été façonnée par son expérience dans le capital-risque. Il a passé 11 ans chez Ventures West, l'une des plus grandes sociétés de capital-risque du Canada. Mais il n'était pas épanoui. Il voulait tracer sa propre voie. Il voulait créer quelque chose de durable, plutôt que de miser sur des projets ambitieux et d'espérer des sorties lucratives.

Vers la fin de sa carrière dans le capital-risque, Leonard a développé un intérêt pour les entreprises de qualité. En parcourant son portefeuille Ventures West, il a remarqué que quelque chose clochait du côté des entreprises appelées « *logiciels pour marchés verticaux* » (VMS). Elles étaient ignorées des investissements en capital-risque car elles ne desservaient pas un marché potentiel suffisamment important et n'offraient pas un potentiel de rendement assez élevé.

Les entreprises VMS sont généralement petites, matures et à croissance lente. Elles vendent des logiciels spécialisés et essentiels, conçus pour un secteur ou un marché de niche particulier. Prenons l'exemple des logiciels de gestion des transports publics ou des systèmes de facturation des services publics.

Pourtant, les VMS étaient attrayants pour Leonard pour de nombreuses raisons...

Ces entreprises ont tendance à bénéficier de marges importantes et d'une trésorerie en abondance. Elles bénéficient également de revenus stables et durables, car leurs clients peuvent assumer des coûts de gestion élevés et ne peuvent pas se permettre que leurs services soient interrompus..

Leonard a réalisé qu'il pouvait regrouper plusieurs entreprises VMS en créant un véhicule de financement permanent, ce qui lui éviterait d'avoir à les vendre par la suite. Et comme les entreprises VMS ne nécessitent généralement pas beaucoup de capital pour leur entretien, il utiliserait leurs excédents de trésorerie pour en acquérir davantage. Cela lui permettrait d'accroître encore ses flux de trésorerie et ses capitaux à déployer... et ainsi de suite.

C'est ainsi qu'est née Constellation.

Leonard est un leader exceptionnel et possède un don pour l'allocation du capital. Il est devenu une sorte de héros culte et a été comparé au légendaire investisseur Warren Buffett. À l'instar de Buffett, Leonard possède même une collection de lettres d'actionnaires remplie de précieux conseils.

C'est pourquoi les investisseurs de Constellation ont paniqué en fin de mois dernier lorsque Leonard a démissionné de manière inattendue de son poste de président de la société, invoquant des raisons de santé.

Cependant, comme nous l'expliquerons, Constellation se portera bien sans Leonard à sa tête. Mais d'abord, parlons de la machine d'acquisition bien huilée qu'il a créée.

La stratégie d'acquisition incessante de Constellation

Constellation aurait acquis plus de 1'000 entreprises depuis sa création en 1995.

En 2024, les acquisitions ont totalisé près de 1,8 milliard de dollars, y compris les paiements conditionnels.

Constellation peut déployer des quantités de capital aussi importantes parce qu'elle a développé plusieurs « atouts »...

Constellation dispose d'un vaste répertoire. Depuis des décennies, ses employés recherchent des cibles et entretiennent des relations avec des éditeurs de logiciels du monde entier. Constellation suit toutes ces conversations et gère une base de données de cibles d'acquisition potentielles, dont beaucoup sont de petites entreprises privées.

En 2017, Jamal Baksh, directeur financier de l'entreprise, déclarait que sa base de données comptait plus de 30'000 cibles. En 2019, il révélait que la liste avait dépassé les 40'000.

De plus, Constellation est réputée pour être l'investisseur de référence en matière de VMS, une solution d'achat et de conservation à long terme. Imaginons qu'une personne souhaite vendre son entreprise de VMS, mais s'inquiète de sa pérennité. Elle cédera probablement à Constellation plutôt qu'à un acquéreur de VMS « imitateur » ou à une société de capital-investissement.

Les relations à long terme de Constellation, sa base de données cibles et sa réputation sont des avantages stratégiques qui lui assurent une piste de croissance continue.

L'entreprise finance ses acquisitions grâce à ses flux de trésorerie disponibles (FCF) et non à l'endettement. Constellation a recours à un faible endettement.

Il dispose même d'une mesure qu'il appelle FCF disponible pour les actionnaires (FCFA2S).

Les FCFA2S représentent l'excédent de trésorerie disponible pour le versement de dividendes ou le rachat d'actions si Constellation ne réalise aucune acquisition ni ne rembourse aucune dette. Cependant, l'objectif de l'entreprise est d'utiliser la totalité des FCFA2S par des acquisitions qui, selon elle, dépasseront un taux de rendement minimum.

À l'avenir, Constellation devra probablement conclure des accords plus importants pour déployer son FCF en constante croissance.

En 2021, Constellation n'avait réalisé que trois acquisitions majeures dans le secteur des VMS. Mais cette année-là, Leonard a indiqué dans sa lettre aux actionnaires que Constellation abaisserait légèrement son taux de rendement minimal afin de pouvoir soumissionner efficacement sur des transactions plus importantes.

Les abonnés de longue date se souviennent peut-être de notre recommandation de juin 2022 concernant **Intercontinental Exchange (NYSE : ICE)**. À l'époque, l'entreprise tentait d'acquérir Black Knight, une société de technologie hypothécaire. Pour obtenir l'approbation réglementaire, Black Knight a dû céder certains actifs.

Il s'est avéré que Constellation était l'acheteur, payant 700 millions de dollars. Constellation a tiré le meilleur parti de cette transaction.

En principe, les transactions vont continuer et elles pourraient être plus importantes.

Il est important de comprendre ce qui arrive aux activités VMS une fois que Constellation les acquiert. Constellation est un acquéreur en série mais pas un « roll-up ».

Nous avons abordé la stratégie de regroupement lorsque nous avons recommandé **Builders FirstSource (NYSE : BLDR)**, distributeur de produits de construction. Les regroupements intègrent les entreprises acquises afin de bénéficier de réductions de coûts et d'avantages d'échelle.

Les unités commerciales de Constellation, en revanche, sont décentralisées et autonomes. L'intégration est faible. Elles sont même en concurrence. Leonard considère que de légères duplications d'efforts dues à la décentralisation sont acceptables. Cela leur permet d'éviter la bureaucratie souvent inhérente à un contrôle centralisé.

Ces segments ne sont cependant pas complètement isolés. Ils partagent ressources, connaissances et bonnes pratiques sous l'égide de Constellation...

Les unités commerciales de Constellation acquièrent des activités VMS et contribuent à améliorer leur rentabilité. Cependant, elles continuent généralement d'opérer comme des petites entreprises avec leur propre marque et leur propre structure.

Cette stratégie permet de rester concentré sur le client. Elle contribue également à préserver l'expertise spécialisée que les entreprises VMS ont pu développer... ce que Leonard appelle les « secrets acquis ».

Enfin, nous sommes confiants que Constellation évoluera, même s'il n'est plus envisageable d'acquérir davantage de sociétés VMS.

Voici ce que dit Leonard dans la lettre aux actionnaires de 2017 :

“Un jour, Constellation pourrait constater que les activités VMS sont trop coûteuses pour être acquises de manière rationnelle. Si cela se produit, j'espère que nous aurons eu la clairvoyance et la chance de trouver d'autres entreprises dans lesquelles investir à des prix attractifs. Je suis déjà à la recherche de telles opportunités.”

Ce qu'une génération d'acquisitions a construit

Avant que Constellation ne devienne un groupe de centaines d'entreprises de logiciels de niche, elle a commencé avec une petite équipe écrivant du code pour les itinéraires de bus.

En 1988, Mark Miller a cofondé Trapeze, un outil de planification des transports basé sur des concepts alors avant-gardistes comme la cartographie géographique. Ce produit remplissait une fonction particulièrement efficace : aider les administrations à planifier les conducteurs, les bus et les itinéraires.

Au milieu des années 1990, Trapeze comptait quelques dizaines d'employés et jouissait d'une bonne réputation dans le milieu du transport en commun.

Le timing était parfait. Leonard avait lancé son projet d'acquisition de logiciels durables et essentiels à sa mission et de les conserver dans sa nouvelle entreprise, Constellation Software.

En juillet 1995, Trapeze devient la première acquisition de Constellation.

Miller a continué à construire, puis a appris à négocier auprès de Leonard et est devenu directeur de l'exploitation chez Constellation en 2001. En 2011, Miller a pris la tête de Volaris, le groupe d'exploitation né de ce tout premier accord.

Sous la direction de Miller, Volaris a acheté plus de 200 entreprises et formé des dizaines d'opérateurs en suivant le manuel de Leonard.

Miller prend désormais la direction de Constellation, Leonard se retirant pour raisons de santé. C'est un véritable tournant : le fondateur de la première acquisition de Constellation dirige désormais l'ensemble de l'entreprise.

Constellation est entre de bonnes mains avec Miller, et Leonard lui fait entièrement confiance. Comme l'a déclaré le fondateur de l'entreprise dans l'annonce :

“Mark Miller est un conseiller de confiance et une force motrice au sein de l'équipe de direction de Constellation depuis plus de trente ans, et je ne peux penser à personne de plus expérimenté, compétent et capable de diriger l'entreprise à l'heure actuelle.”

Volaris est désormais dirigé par Mike Dufton, qui a précédemment fondé Vencora (la plateforme de services financiers de Volaris).

Voici une brève description de chacun des segments de Constellation :

- **Volaris** – Un réseau mondial d'entreprises de logiciels au service des secteurs du transport, de l'agroalimentaire, de l'éducation, du transport maritime et de la vente au détail. Volaris comprend les divisions Modaxo (transport), Vencora (services financiers) et Lumine (communications et médias).
- **Harris** – Le cheval de bataille du secteur public de Constellation pour les services publics, la sécurité publique et la justice, l'éducation et les soins de santé.
- **Jonas** – Gère des logiciels qui aident les clubs, les centres de fitness, la construction, les salons/spas et les hôtels à fonctionner.
- **Vela** – Dessert les marchés industriels et d'ingénierie tels que le pétrole et le gaz, la fabrication et l'ingénierie/construction.
- **Perseus** – Un vaste opérateur nord-américain de logiciels pour les constructeurs de maisons, les fabricants de pâtes et papiers, les concessionnaires, les soins de santé, la finance et l'immobilier.
- **Topicus** – Le segment européen de Constellation suit le même modèle décentralisé dans les domaines du gouvernement, des soins de santé, de l'éducation et des services financiers.

Constellation a scindé Topicus (TOI.V) et Lumine (LMN.V) en sociétés indépendantes cotées en bourse. Elle détient néanmoins toujours une participation de 31 % dans Topicus et de 61 % dans Lumine. Constellation consolide également les deux sociétés dans ses états financiers.

Et elles ont enregistré de bons résultats. Topicus et Lumine ont enregistré des rendements respectifs d'environ 140 % et 150 % depuis leur séparation.

La leçon que le « Père Noël du logiciel » a apprise du « parrain de l'IA »

En 2018, Constellation a annulé ses conférences téléphoniques sur les résultats trimestriels.

Cependant, l'un des principaux actionnaires de Constellation a récemment demandé une séance de questions-réponses sur l'impact de l'IA sur le secteur des logiciels.

Leonard a accepté et a organisé un appel impromptu fin septembre avec un panel d'experts en IA de Constellation.

Pour commencer, il a raconté la tristement célèbre prédiction de Hinton sur les radiologues, en disant :

“Premièrement, vous et moi n'en saurons jamais autant sur l'IA que [Hinton]. Deuxièmement, malgré sa connaissance approfondie de l'IA, il était incapable de prédire comment cela transformerait la structure de la profession de radiologue. Je pense donc que nous en sommes aujourd'hui à une situation similaire avec la profession de [codeur logiciel]. Il est difficile de dire si la programmation connaît une renaissance ou une récession.”

De nombreux grands modèles de langage (LLM) ont démontré leur expertise en codage informatique. Cela pourrait entraîner une augmentation massive de la productivité des développeurs de logiciels. Cependant, si la demande n'augmente pas au même rythme, nous pourrions nous retrouver avec une offre excédentaire de programmeurs humains. Nous constatons déjà que les développeurs débutants sont remplacés par l'IA.

Avec 1,9 million de programmeurs employés aux États-Unis, cette profession est bien plus populaire que la radiologie. Cela aurait donc des répercussions considérables.

Pour Constellation, le risque est que les clients puissent développer eux-mêmes leurs logiciels grâce à l'IA et à un petit groupe de programmeurs hautement productifs. Ils n'auraient plus besoin de recourir à des entreprises de VMS.

Mais comme le soulignent les dirigeants de Constellation, la vitesse de codage ne garantit pas à elle seule le succès. Les développeurs de logiciels doivent néanmoins tenir compte des complexités réglementaires, de conformité et opérationnelles lorsqu'ils proposent des solutions. Les clients font généralement appel à des entreprises de VMS car ils ne veulent pas se soucier de créer eux-mêmes des solutions ou ne sont pas à l'aise avec les risques.

Les LLM ont également tendance à être plus performants en matière de rédaction de code et de dépannage. Pourtant, une grande partie des activités des entreprises de VMS consiste à assurer le support et la maintenance des solutions logicielles existantes. De plus, les fenêtres contextuelles actuelles des LLM sont généralement trop étroites, compte tenu du fait que la plupart des VMS sont écrits en dizaines de millions de lignes de code.

L'IA pourrait donc donner à Constellation un avantage encore plus grand. Comme l'a déclaré Leonard lors de la conférence téléphonique :

“Je crois que les logiciels de marché vertical sont le fruit d'une conversation fréquente entre le fournisseur et le client depuis une vingtaine d'années. Ces pratiques de travail sont condensées en algorithmes, logiciels, données et rapports, et elles reflètent une grande partie de l'activité. Pouvoir examiner cela sous un angle nouveau grâce à l'IA ouvre de nouvelles perspectives de modification, de changement et de proposition d'approches innovantes. J'espère donc que ces informations uniques et exclusives seront utiles.”

Constellation possède une culture d'expérimentation qui en fait le terrain idéal pour tester de nouveaux procédés, notamment ceux liés à l'IA.

Voici ce qu'a dit Leonard dans sa lettre aux actionnaires de Constellation de 2014 :

“[Constellation] possède un atout majeur, difficile à reproduire et à maintenir : nous disposons de 199 unités opérationnelles distinctes et d'une culture ouverte, collégiale et analytique. Cela nous permet de disposer d'un large panel d'entreprises sur lesquelles tester des hypothèses. Plus rapidement et à moindre coût que n'importe quelle autre entreprise que je connaisse, nous pouvons déterminer si un nouveau processus opérationnel fonctionne. Ce type d'expérimentation ponctuelle ne nécessite pas de systèmes colossaux ni d'imposer un nouveau dogme à des personnes réticentes. Il faut des managers curieux dans quelques dizaines d'unités opérationnelles et quelques analystes avisés pour tester de manière plausible si un processus fonctionne.”

Constellation en chiffres

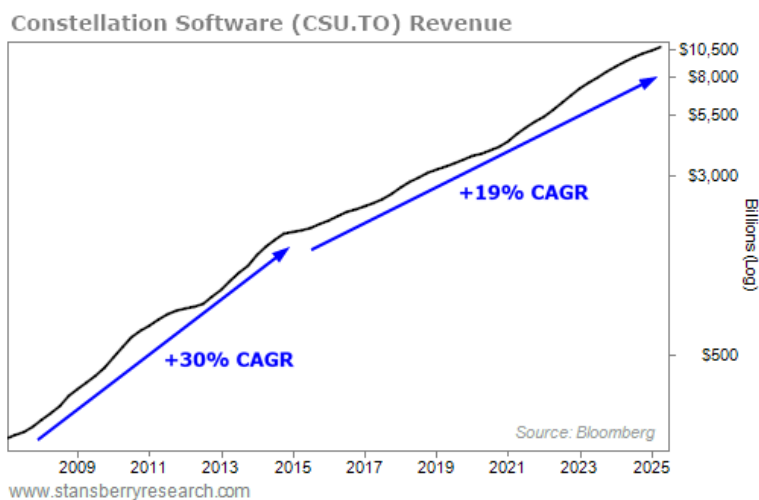
En raison de la croissance lente de ses activités VMS, Constellation affiche une croissance « organique » à un chiffre faible.

Depuis 2021, la croissance organique du chiffre d'affaires s'établit en moyenne à environ 3,5 % (hors fluctuations de change). Ce taux de croissance n'a même pas suivi l'inflation. Heureusement, en évitant de fortes hausses de prix, Constellation maintient un faible taux de désabonnement.

Bien entendu, l'activité d'acquisition frénétique de Constellation constitue son principal moteur de croissance.

Entre 2006 et 2014, le chiffre d'affaires global de Constellation a progressé à un taux de croissance annuel composé (TCAC) de 30 %. Au cours des dix dernières années, cette croissance a ralenti pour atteindre un TCAC de 19 %.

Comme le montre le graphique suivant, le chiffre d'affaires des quatre derniers trimestres s'est élevé à 10,7 milliards de dollars, soit une hausse de 16 % sur un an (ce graphique utilise une échelle logarithmique, de sorte que les distances équivalentes sur l'axe des Y présentent des variations en pourcentage égales) :



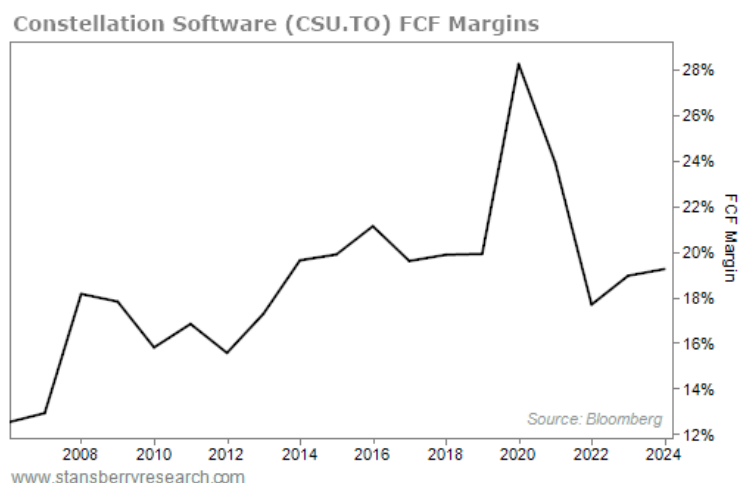
La maintenance des produits logiciels après livraison, représente généralement plus de 70 % des revenus de Constellation.

Environ 45 % des revenus proviennent des États-Unis, un autre tiers d'Europe et le Canada représente un peu moins de 10 % des revenus de chacune des trois dernières années.

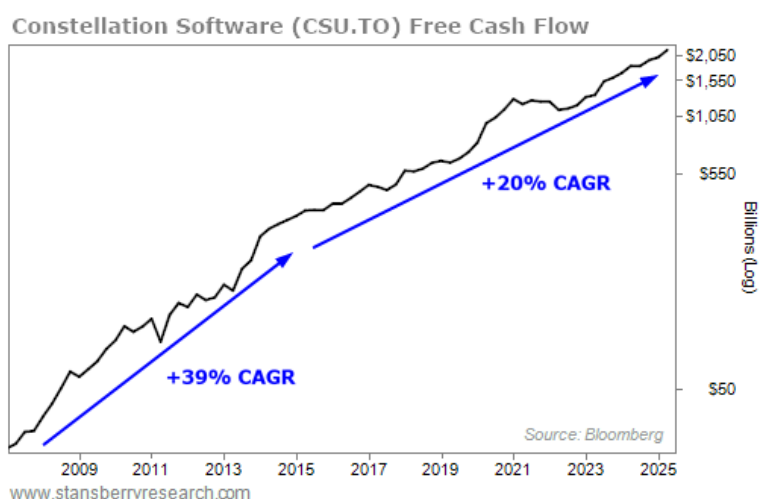
Comme pour la plupart des entreprises que nous analysons, ce qui nous intéresse le plus, c'est le FCF de Constellation et sa croissance future.

Le FCF, tel que nous le définissons traditionnellement, correspond au flux de trésorerie d'exploitation moins les dépenses d'investissement (ou « capex »).

Constellation convertit efficacement son chiffre d'affaires en flux de trésorerie disponible. Ses marges de flux de trésorerie disponibles (FCF en pourcentage des ventes) sont généralement d'environ 20 % :



La véritable magie réside dans la croissance du FCF. Le graphique suivant montre que le FCF a progressé à un TCAC d'environ 20 % au cours de la dernière décennie :



L'indicateur FCFA2S de Constellation, mentionné précédemment, inclut les loyers et les charges supplémentaires. Il est donc, en moyenne, inférieur d'environ 25 % à l'indicateur FCF traditionnel. Cependant, ce ratio reste relativement stable.

Nous pensons que le FCF et le FCFA2S de Constellation peuvent tous deux croître à un TCAC de 15 % au cours de la prochaine décennie. Ce chiffre est inférieur au TCAC de près de 20 % enregistré au cours de la dernière décennie, reflétant une concurrence accrue et des acquisitions plus importantes avec des taux de rendement légèrement inférieurs.

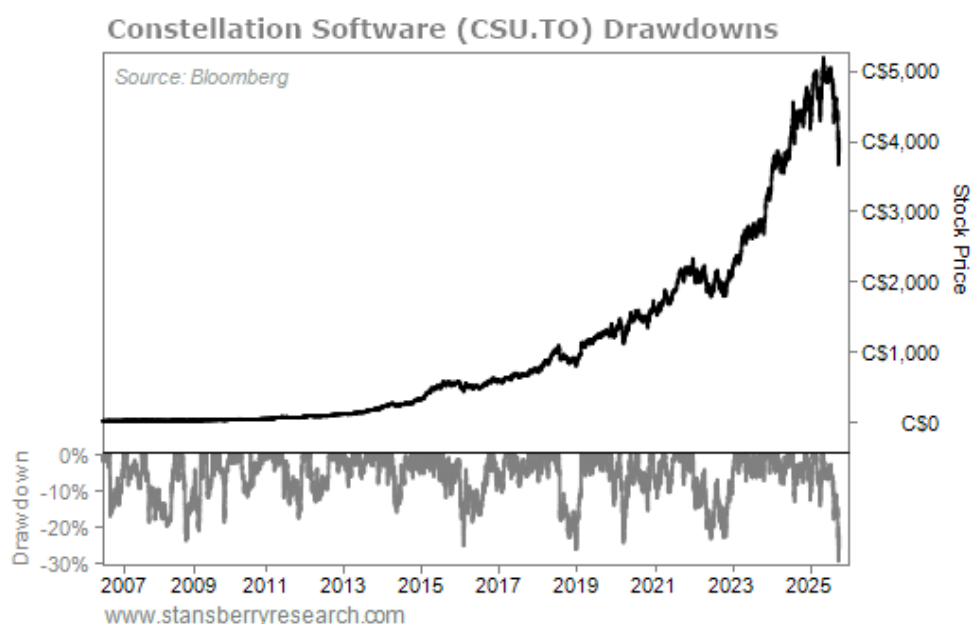
Nous continuerons à utiliser la définition traditionnelle du FCF pour évaluer les actions, qui se négocient à prix réduit.

Constellation n'a ni racheté ni émis d'actions depuis que la société est devenue publique à la Bourse de Toronto en 2006.

Depuis l'introduction en bourse de Constellation en 2006, les actions ont généré un rendement total annualisé exceptionnel de 34 % (32 % en dollars américains). Ce rendement surpasse même celui de la plupart des grandes capitalisations technologiques, comme Microsoft et Apple, dont le portefeuille détient des parts, dont le TCAC a atteint respectivement près de 20 % et 29 %.

Au cours de son incroyable parcours, les actions de Constellation ont connu des replis remarquablement faibles.

Même pendant la crise financière mondiale, le cours de l'action n'a chuté que d'environ 24 %. À titre de comparaison, l'indice composé S&P/TSX du Canada a chuté jusqu'à 50 % entre la mi-2008 et le début de 2009 :



Avant cette année, sa plus forte baisse avait été de 26 % fin 2018.

Cette année, les actions accusaient déjà un recul de 23 % en raison des craintes liées à l'IA. Puis, l'annonce de la démission de Leonard a entraîné une baisse de 29 % du titre, la plus importante de son histoire. Le cours de l'action est toujours inférieur de 22 % à son plus haut historique atteint en mai dernier. C'est notre opportunité.

Le rendement FCF est l'un de nos indicateurs de valorisation préférés. Il mesure le FCF par rapport à la capitalisation boursière. On peut le comparer au rendement des dividendes : plus le rendement FCF est élevé, moins l'action est chère (toutes choses étant égales par ailleurs).

Le rendement des FCF de Constellation est passé d'un minimum d'environ 2,5 % l'an dernier à un maximum de 3,9 %. Avec une légère reprise du cours de l'action, le rendement des FCF est tombé à 3,5 %. Ce niveau reste néanmoins supérieur (et inférieur) à la moyenne quinquennale de 3,3 %.

Le ratio cours/bénéfice prévisionnel (PER) présente une décote de valorisation similaire. Le PER prévisionnel moyen sur cinq ans est de 33,6. Aujourd'hui, il se situe autour de 31.

Ce n'est pas une action bon marché. Mais nous ne pensons pas qu'elle le deviendra. Les investisseurs achèteront probablement à la baisse, comme ils l'ont fait lors des autres modestes replis de Constellation.

Néanmoins, nous pouvons atteindre un rendement annualisé d'environ 20 % au cours des cinq prochaines années, en supposant que Constellation atteigne notre objectif de croissance FCF de 15 % et revienne à un rendement FCF de 3,0 %.

Constellation est l'une des actions les plus performantes de ces dernières décennies. Sa stratégie remarquable repose sur des acquisitions successives de sociétés VMS.

Sa structure décentralisée lui garantit une allocation efficace des capitaux, même après la démission de son fondateur et dirigeant légendaire, Mark Leonard. Les craintes concernant l'IA sont également exagérées.

Les actions Constellation ne sont pas souvent mises en vente, nous profitons donc de cette opportunité rare.

MESURE À PRENDRE

Achetez Constellation Software (TSX : CSU) jusqu'à 4'300 dollars canadiens.

Mettez un stop loss à 25 %.

Remarque : nous recommandons et suivrons les actions de Constellation cotées à la Bourse de Toronto et libellées en dollars canadiens. Constellation possède également un certificat d'actions étrangères (ADR) négocié de gré à gré sous le symbole CNSWF. Le volume d'échange de cet ADR est nettement inférieur à celui des actions locales. Si vous décidez d'acheter des actions CNSWF, utilisez judicieusement les ordres à cours limité.

Mise à jour du portefeuille

Avec les actions qui continuent d'atteindre de nouveaux sommets, les gens sont inquiets. L'indice S&P 500 a déjà progressé de plus de 30 % depuis son plus bas d'avril. Et de nombreux titres alarmants circulent sur la concentration du marché.

Mais il y a aussi de nombreuses raisons de croire que ce niveau peut encore augmenter beaucoup plus...

D'une part, les marges bénéficiaires des entreprises du S&P 500 atteignent des sommets historiques. Comparer la valorisation de l'indice avec les périodes passées est donc moins pertinent. Si l'on considère les estimations de bénéfices *futurs* plutôt que les bénéfices *passés*, la valorisation du S&P 500 paraît bien moins élevée.

Deuxièmement, les taux d'intérêt sont orientés à la baisse. La Réserve fédérale a annoncé sa première baisse de l'année le mois dernier, ramenant le taux des fonds fédéraux entre 4 % et 4,25 %. La Fed a ainsi réduit ses taux d'intérêt de 125 points de base depuis septembre 2024. Elle devrait poursuivre cette baisse au cours des prochaines années.

Lorsque la Fed a abaissé ses taux en septembre et novembre 2024, le marché se trouvait à 2 % d'un sommet historique. Cela ne s'est produit que 22 fois dans l'histoire. Et dans chacun de ces 22 cas, *le marché a progressé de 14 % en moyenne un an plus tard.*

Le mois dernier, lorsque la Fed a abaissé ses taux, le marché a de nouveau atteint un sommet historique. Cela signifie que nous pourrions connaître une nouvelle année de hausse.

Pendant ce temps, le gouvernement fédéral a fermé ses portes...

Les crédits parlementaires ont expiré le 1er octobre. Les Républicains souhaitent prolonger les niveaux de financement actuels de sept semaines, mais les Démocrates ont bloqué cette prolongation au Sénat. Ils ont plutôt proposé une prolongation d'un mois annulant les coupes budgétaires dans Medicaid, prolongeant les subventions d'Obamacare et limitant le pouvoir d'annulation du président.

La fermeture des administrations publiques ne concerne que les programmes considérés comme des dépenses publiques « discrétionnaires ». Les dépenses obligatoires comme la Sécurité sociale, Medicare, Medicaid et le paiement des intérêts sur la dette fédérale seront maintenues.

Nous espérons que les deux parties parviendront un jour à un accord, comme elles le font toujours.

Hormis ces deux développements, ce fut un mois relativement calme pour nous... avec peu de nouvelles sur l'ensemble de notre portefeuille et seulement deux sociétés publiant leurs résultats.

La plus grande nouvelle a été que le fabricant de jeux vidéo **Electronic Arts** (**Nasdaq : EA**) a accepté d'être privatisé.

Les actionnaires recevront 210 dollars en numéraire par action EA, valorisant l'entreprise à environ 55 milliards de dollars. Le groupe d'acheteurs est composé du Fonds d'investissement public saoudien, de la société de capital-investissement Silver Lake et de la société d'investissement Affinity Partners.

Nous avons recommandé Electronic Arts en juin 2019 en raison de son efficacité en termes de capital, de ses franchises de jeux vidéo de premier plan (notamment Madden NFL, FIFA, Apex Legends et Les Sims) et de ses marges croissantes grâce au cloud gaming.

L'entreprise continue de se démarquer comme un générateur de trésorerie fiable, avec des franchises solides et un chiffre d'affaires croissant provenant des services en direct. Ce profil correspond exactement à ce que recherchent les sociétés de capital-investissement.

Electronic Arts prévoit de finaliser l'opération au premier trimestre de l'exercice 2027 (sous réserve de l'approbation des actionnaires et des autorités réglementaires).

Avec moins de 10 dollars restant au prix de l'offre, la majeure partie de la valeur de la transaction est déjà intégrée. Et même si nous nous attendons à ce que la transaction soit conclue, nous voulons protéger nos gains plutôt que d'assumer le risque de la transaction et d'attendre que l'action grimpe de quelques dollars supplémentaires.

Nous vous recommandons donc...

MESURE À PRENDRE

Vendez Electronic Arts (Nasdaq : EA).

Le détaillant de pièces automobiles **AutoZone** (NYSE : AZO) a publié ses résultats pour son quatrième trimestre et son exercice financier clos le 30 août. En ajustant le même nombre de semaines dans chaque trimestre, les ventes d'AutoZone ont augmenté de 6,9 % au dernier trimestre par rapport à la même période il y a un an.

Ses activités de bricolage (vente aux particuliers) et commerciales (vente aux garages et concessionnaires automobiles) ont toutes deux enregistré une forte croissance. L'entreprise attribue cette croissance à la hausse des ventes dans ses magasins existants, ainsi qu'à leur expansion.

Les ventes à magasins comparables d'AutoZone ont progressé de 4,5 % au dernier trimestre, et l'entreprise a ouvert 141 nouveaux magasins. Elle compte désormais plus de 7'600 magasins aux États-Unis, au Mexique et au Brésil. L'entreprise estime pouvoir continuer à conquérir des parts de marché face à des concurrents en difficulté comme Advance Auto Parts. Elle prévoit d'ouvrir entre 325 et 350 magasins supplémentaires l'année prochaine.

Comme nous l'avons souligné dans notre recommandation, cette entreprise rachète volontiers ses propres actions. Au cours des 20 dernières années, elle a réduit le nombre de ses actions de 78 %. Durant cette période, son action a progressé de plus de 5'000 %, écrasant le rendement de 515 % du marché.

Nous affichons désormais une hausse de 365 % depuis que nous avons recommandé l'action suite à la crise sanitaire de 2020. Nous recommandons d'acheter l'action lorsque sa valeur d'entreprise (VE) est inférieure à 12 fois son bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (BAIIA). Actuellement, son ratio VE/BAIIA est d'environ 16 fois.

Cependant, compte tenu de l'amélioration de son EBITDA, nous relevons notre prix d'achat. Notre nouveau conseil est... **Achetez AutoZone (NYSE : AZO) jusqu'à 3'500 dollars.**

Enfin, le fabricant de logiciels **Adobe (Nasdaq : ADBE)** a connu un autre trimestre exceptionnel...

Les ventes ont progressé de 11 % sur un an pour atteindre un record de 6 milliards de dollars, tandis que le bénéfice ajusté a progressé de 14 % pour atteindre un record de 5,31 dollars par action. Ces deux chiffres ont dépassé les prévisions des analystes.

Pourtant, l'entreprise continue de mener une bataille difficile pour prouver que l'intelligence artificielle ne perturbe pas ses activités.

Adobe intègre des fonctionnalités d'IA à ses produits comme Photoshop et Illustrator grâce à ses propres modèles d'IA générative. Et malgré la croissance de ses ventes, les investisseurs craignent un ralentissement de sa croissance...

Les analystes prévoient une croissance des ventes d'Adobe de 10 % cette année et de 9 % l'an prochain. Une croissance de 9 % constituerait le taux le plus faible enregistré par Adobe depuis 2014.

Ces derniers mois, Wall Street s'est globalement détourné des fabricants de logiciels d'application – comme *Adobe, Salesforce (CRM) et SAP (SAP)* – en raison des inquiétudes concernant la concurrence des concurrents axés sur l'IA.

Mais nous ne sommes pas inquiets. Les chiffres montrent que l'IA contribue réellement à la croissance d'Adobe.

Les ventes récurrentes des produits Adobe basés sur l'IA ont bondi de 43 % au cours de l'exercice 2024 (clos en novembre dernier) et dépassent désormais les 5 milliards de dollars par an. De plus, le nombre d'utilisateurs actifs mensuels d'Acrobat et d'Express a bondi de 25 % sur un an au cours du dernier trimestre, pour atteindre plus de 700 millions, ce qui témoigne d'une forte adoption par les clients.

Parallèlement, Adobe continue de générer un solide flux de trésorerie disponible (FCF). L'entreprise a généré 9,6 milliards de dollars de FCF au cours des 12 derniers mois. Compte tenu de sa capitalisation boursière de 148 milliards de dollars, cela lui confère un rendement FCF de 6,5 %.

Sur la base de cette mesure de valorisation, l'action est encore moins chère aujourd'hui que lorsque nous l'avions recommandée en avril dernier... lorsque son rendement FCF était de 5,7 %.

C'est pourquoi nous augmentons notre prix d'achat. Notre nouveau conseil est... **Achetez Adobe (Nasdaq : ADBE) jusqu'à 440 dollars par action.**

Si vous ne détenez pas encore d'actions Adobe, c'est le moment idéal pour en acheter. Nous prévoyons de conserver cette action pendant de nombreuses années.

Bon investissement,

Whitney Tilson

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

Actions Gagnantes - Octobre 2025 - L'entreprise de logiciels qui fait fortune... sans rien créer

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