



Whitney Tilson | Juillet 2026



Protéger le trésor des entreprises contre l'essaim d'agents IA

Sommaire

- *Avant l'aube, le 29 octobre 2022, des marins russes ont repéré quelque chose d'inhabituel sur leurs écrans radar...*
- La main-d'œuvre non humaine
- L'entreprise de l'identité
- Mise à jour du portefeuille

Protéger le trésor des entreprises face à l'essaim d'IA

Avant l'aube, le 29 octobre 2022, des marins russes ont repéré quelque chose d'inhabituel sur leurs écrans radar. Plusieurs petits points lumineux approchaient de la base navale de Sébastopol, à la pointe sud-ouest de la péninsule de Crimée, en mer Noire. Ces points n'avaient l'air de rien. Ce n'étaient ni des navires de guerre, ni des avions, ni des missiles... **Mais ils étaient tout aussi dangereux.**

Les marins avaient repéré un essaim kamikaze de huit drones aériens et de sept embarcations sans pilote, de la taille de canoës. Et ils fonçaient vers l'une des bases navales les mieux défendues au monde. Les systèmes de défense russes ont illuminé le port et les mitrailleuses ont ouvert le feu. Mais l'ennemi posait un problème inédit...

Au lieu des grandes cibles, comme les destroyers et les sous-marins, que les défenses de la base étaient conçues pour affronter, les Russes faisaient face à un essaim de petites cibles, toutes rapides et imprévisibles. Pilotées par des soldats ukrainiens situés à des centaines de kilomètres et équipées d'ogives à la proue, ces embarcations sans équipage, appelées USV (*véhicules de surface sans pilote*), zigzaguaient dans le port vers leurs cibles en esquivant les tirs.

En quelques minutes, les ogives ont frappé trois navires du port... Dont la frégate Amiral Makarov, le navire amiral de la flotte russe de la mer Noire. Les Russes ont nié tout dommage grave et affirmé avoir détruit tous les drones. Mais l'Ukraine a diffusé des vidéos filmées par ses drones qui suggéraient le contraire. Tout comme les actes de la Russie après l'attaque...

La base navale de Sébastopol, avec ses eaux profondes et chaudes, son littoral et ses collines environnantes, est un atout stratégique pour la Russie depuis 1783. Elle protège des routes commerciales vitales par lesquelles transitent le pétrole et les céréales russes. Mais après l'attaque, la Russie a fui le port. Ses précieux navires et sous-marins ont filé vers l'est, à Novorossiisk. Là, la flotte russe de la mer Noire était plus à l'abri des attaques de drones ukrainiens... Mais elle représentait aussi une moindre menace pour l'Ukraine.

Ce fut une défaite navale humiliante dans les premiers mois de la guerre russe, face à un adversaire qui ne possède même pas de marine conventionnelle. Sébastopol avait mérité le titre de « *ville héroïque* » pour ses 250 jours de résistance face à l'Allemagne nazie durant la Seconde Guerre mondiale. Mais elle n'avait aucune défense contre les drones ukrainiens.

L'attaque de drones sur Sébastopol en 2022 rappelle les premières batailles de chars de la Première Guerre mondiale, lorsque de puissantes machines avançaient sur des fantassins terrifiés, franchissant les tranchées et les barbelés. Dans les deux cas, un nouveau modèle de guerre s'imposait et transformait la manière de mener les conflits.

L'Ukraine a prouvé que des équipements militaires valant des milliards de dollars peuvent désormais être visés par de petits drones sans pilote, pour une infime fraction de ce coût. Plus important encore, elle a prouvé que les humains seront de moins en moins nécessaires en première ligne. Les guerres de demain seront menées par des technologies intelligentes et non humaines, et non par des armées humaines. L'objectif n'est plus de construire un meilleur navire, char, ou avion de chasse. **Il s'agit de construire un meilleur essaim.**

Depuis l'attaque du port de Sébastopol, le conflit russo-ukrainien s'est en grande partie joué à coups de drones. Et les attaques sans pilote ont pris de l'ampleur... La Russie a lancé plus de 800 drones sur l'Ukraine lors d'une seule attaque en septembre dernier. Le mois dernier, l'Ukraine a lancé un nombre record de 992 drones sur des dizaines de villes russes. Et les drones aériens continuent de bombarder Sébastopol et d'autres régions de Crimée, perturbant récemment l'approvisionnement en carburant et coupant l'électricité.

La plupart des drones ukrainiens sont télécommandés par des pilotes humains. Mais l'Ukraine et plusieurs pays, dont les États-Unis et la Chine, développent activement des essaims autonomes, c'est-à-dire un grand nombre de systèmes sans pilote capables d'opérer ensemble avec un contrôle humain limité. Protéger les équipements militaires deviendra de plus en plus difficile à mesure que ces armes se perfectionneront, et que les essaims grossiront. Le même bouleversement s'annonce dans un autre secteur de la défense : **la cybersécurité.**

Comme la flotte de la mer Noire à Sébastopol, de nombreux systèmes informatiques sont protégés contre la génération précédente de menaces. Ils sont parés face aux pirates humains. Mais ils ne sont pas préparés aux essaims d'agents IA qui arrivent. Le monde du logiciel s'adapte à mesure que les agents IA, ces programmes capables de prendre des décisions et d'agir de manière autonome, plutôt que de se contenter de répondre à des questions comme un chatbot, deviennent les principaux utilisateurs des logiciels... Et l'une des plus grandes menaces.

Ce mois-ci, nous recommandons l'action **Okta (Nasdaq : OKTA)**, une entreprise de cybersécurité qui offre des défenses contre les attaques d'IA agentique. Son action a été malmenée ces dernières années, sa croissance ayant ralenti tandis que la direction se concentrait sur la rentabilité. Mais les investisseurs commencent à en saisir le potentiel. Ce repli nous offre un excellent point d'entrée pour profiter de l'essor de l'intelligence non humaine.

La main-d'œuvre non humaine

Avant de parler d'Okta en particulier, examinons ce qui se passe plus largement dans le secteur du logiciel. Plus tôt cette année, les valeurs technologiques du logiciel ont perdu plus de 1'000 milliards de dollars de capitalisation boursière. Nous avons évoqué cette « *SaaSocalypse* » pour la première fois en mars, dans notre recommandation de l'éditeur de logiciels de gestion des flux de travail ServiceNow.

Cette dégringolade s'expliquait par la crainte des investisseurs de voir l'IA rendre obsolètes les éditeurs de logiciels traditionnels. Le raisonnement était simple : l'IA saura écrire à moindre coût des programmes qui remplaceront de nombreux outils logiciels onéreux. De plus, si l'IA remplace le personnel humain, les entreprises achèteront moins de licences logicielles.

Les investisseurs se sont donc débarrassés de toutes les valeurs du logiciel traditionnel. En surface, cette réaction se comprend. L'IA agentique est impressionnante. Elle accomplit de multiples tâches complexes avec très peu d'intervention humaine. Et elle ne fera que s'améliorer.

Et c'est vrai, certains éditeurs de logiciels deviendront obsolètes. Les entreprises qui produisent des outils simples et faciles à reproduire sont condamnées, à l'image des logiciels d'apprentissage des langues de Duolingo, ou de la plateforme éducative de Chegg. Mais comme nous l'expliquions à l'époque, on a grandement exagéré la mort du logiciel.

Les éditeurs qui détiennent des programmes, des bases de données et des flux de travail reconnus se trouvent dans une tout autre position. Nous parlons ici des logiciels qui capturent et stockent les données de vente et la relation client, les ressources humaines, ou encore les données financières, pour n'en citer que quelques-uns. Toute entreprise possède une forme ou une autre de ces systèmes, et l'on ne peut pas diriger une activité sans eux. Ce que la plupart des gens oublient, c'est que le cerveau de l'IA agentique, à savoir les grands modèles de langage (LLM) comme Claude d'Anthropic et ChatGPT d'OpenAI, ne remplacera pas ces systèmes. **Les LLM les utilisent.**

Le PDG de Salesforce, Marc Benioff, considère les LLM comme des produits interchangeables et banalisés. Selon lui, les investisseurs d'aujourd'hui ne comprennent pas que la vraie valeur réside dans les « *données et flux de travail de confiance* » sur lesquels reposent les LLM. Ce sont les systèmes de référence qui contiennent les données de l'entreprise. Et les données d'entreprise sont comme de l'or : elles sont précieuses et doivent être protégées.

Les entreprises qui détiennent cette couche ne se contenteront pas de survivre... Elles prospéreront dans les années à venir. Car le nombre d'utilisateurs de logiciels est sur le point d'exploser... Ce n'est pas parce que davantage de personnes vont s'y mettre. C'est en raison de l'essor de la main-d'œuvre non humaine : **les agents IA.**

Écoutez plutôt l'homme devenu l'une des plus grandes fortunes de la planète grâce à l'essor de l'IA... Jensen Huang, le PDG de Nvidia. Il a qualifié la vente massive de nombreuses valeurs du logiciel plus tôt cette année de « *chose la plus illogique au monde* ». Il ne voit pas l'IA agentique comme un logiciel. Il la voit comme de la main-d'œuvre. Lors d'une interview accordée à CNBC en février, Huang a filé une analogie avec les robots :

Imaginez le jour où nous aurons des robots dans chaque foyer, expliquait Huang. Ces robots ne fabriqueront pas leur propre robot de cuisine. Ils se contenteront de lire le mode d'emploi et d'utiliser le Thermomix posé sur le plan de travail.

Comme le résumait Huang : « *Pourquoi réécrire Excel alors qu'Excel existe déjà ? Il suffit de l'utiliser.* » Parce que les agents IA coûtent bien moins cher que les employés humains, l'avenir proche verra le nombre d'utilisateurs de logiciels croître de façon exponentielle.

Imaginez que vous présentez un exposé PowerPoint sur la fidélisation client de votre entreprise lors d'une conférence professionnelle. Un agent IA peut extraire les données dont vous avez besoin de votre compte Salesforce et les analyser dans un tableur Excel. Un autre agent enverra des courriels à vos collègues pour obtenir des informations complémentaires, créera des graphiques avec Adobe Firefly et assemblera les diapositives PowerPoint.

Pour faire bonne mesure, un autre agent réservera votre vol, votre hôtel, votre voiture de location et votre dîner DoorDash pour la conférence, puis soumettra les factures pour remboursement... probablement à la relecture d'un autre agent IA !

Avec des agents IA qui accomplissent l'essentiel des tâches répétitives et administratives, l'usage des logiciels devrait exploser. En économisant sur les salaires, les entreprises pourront s'offrir davantage de logiciels que les agents IA feront tourner pour accomplir leurs tâches. Bien sûr, les éditeurs de logiciels devront s'adapter. Et nous sommes en pleine période de transition. **Au lieu de concevoir des logiciels pour permettre aux humains de travailler, ils doivent concevoir des logiciels qui permettent aux agents IA de faire le travail.**

Ils devront aussi revoir leur façon de facturer. Aujourd'hui, la plupart des éditeurs facturent au « *poste* », c'est-à-dire au nombre d'humains qui utilisent le logiciel. Dans un avenir proche, ils factureront au nombre d'agents IA qui l'utilisent. Ils pourront aussi facturer les actions réalisées par les agents, les tâches accomplies ou d'autres résultats. De grands éditeurs comme ServiceNow et Salesforce le font déjà. Avec le temps, les revenus liés à l'usage par les agents IA dépasseront ceux des anciennes licences par poste, centrées sur l'humain. Et le gâteau du logiciel grossira considérablement.

C'est exactement ce qui s'est produit lors du dernier grand bouleversement technologique du secteur du logiciel : au début des années 2000, Marc Benioff et Salesforce ont introduit le modèle du logiciel en tant que service (*SaaS*), qui consiste à installer le logiciel dans le cloud plutôt que sur les ordinateurs des clients, et à facturer un modeste abonnement récurrent plutôt qu'une licence perpétuelle onéreuse et unique.

Grâce à son coût réduit et à sa simplicité d'utilisation, Benioff a « démocratisé » le logiciel en rendant des programmes autrefois coûteux accessibles à bien plus d'utilisateurs. Les géants du logiciel traditionnel se sont adaptés, et le gâteau a grossi. Oracle a plus que quintuplé son chiffre d'affaires depuis 2005. Et notre position en portefeuille **Microsoft (Nasdaq : MSFT)** réalise aujourd'hui sept fois son chiffre d'affaires de 2005.

L'essor des agents IA aura un impact encore plus grand. Le trafic généré par l'IA a récemment dépassé le trafic humain sur Internet. Et il s'attaque maintenant aux entreprises. Le cabinet d'études Grand View Research prévoit que le marché mondial de l'IA agentique en entreprise progressera de 46 % par an d'ici 2030. **L'essaim d'employés non humains arrive.**

Huang, de Nvidia, affirme employer 42'000 salariés humains, mais qu'il finira par en compter des centaines de milliers d'« *employés numériques* ». Chaque entreprise se démène pour intégrer l'IA agentique à son activité. Wall Street est obnubilé par ce que l'IA peut faire. Mais presque personne ne se demande ce que l'IA devrait être autorisée à faire. Et c'est précisément ce qui place Okta au cœur de l'une des tendances technologiques les plus importantes de la décennie.

L'entreprise de l'identité

Comme nous l'avons expliqué, les agents IA peuvent lire vos courriels, examiner des contrats, autoriser des paiements, accéder à votre système comptable et modifier des fiches clients. Vous pourriez confier à trois, ou quatre agents IA spécialisés, le soin de gérer votre courrier, votre agenda et votre saisie de données. Imaginez maintenant des milliers de salariés déployant chacun trois, ou quatre agents, au sein d'une même entreprise... Qui décide à quoi chaque IA a accès ? Qui vérifie qu'un agent IA est bien autorisé ? Et qui l'arrête lorsque quelque chose tourne mal ? **C'est le rôle d'Okta.**

Okta se présente comme « *l'entreprise mondiale de l'identité* ». Elle vend des logiciels de gestion des identités et des accès (IAM). Deux anciens salariés de Salesforce ont fondé Okta en 2009, avant de l'introduire en bourse en 2017. Tous deux siègent au conseil d'administration, et l'un d'eux, Todd McKinnon, en est toujours le PDG aujourd'hui.

Identifier et sécuriser l'accès aux logiciels et aux données est un pan essentiel de la cybersécurité. Et Okta est un leader sur ce marché. Plus de 20'000 clients à travers le monde font confiance à Okta pour l'authentification et l'autorisation, dont environ deux tiers des entreprises du Fortune 100. Les logiciels d'Okta bloquent chaque mois plus de 3 milliards de tentatives malveillantes de connexion aux systèmes de ses clients.

Chaque année, le cabinet d'études Gartner classe le positionnement concurrentiel des entreprises dans divers secteurs technologiques grâce à son célèbre « *Magic Quadrant* ». Gartner reconnaît Okta comme un leader de la gestion des accès depuis neuf ans.

Dès sa création, Okta s'est spécialisée dans l'authentification des employés. Les utilisateurs se connectent à Okta, qui gère leur accès aux autres systèmes logiciels de l'entreprise. Fini le besoin de mémoriser ou de jongler avec de multiples mots de passe et identifiants. Okta propose également l'authentification multifacteur (*souvent au moyen de données biométriques comme l'empreinte digitale*) pour renforcer la sécurité.

De nos jours, la plupart des logiciels sont installés dans le cloud, sur des serveurs hébergés par d'autres entreprises. Et ils sont consultés à distance depuis quantité d'appareils, de l'ordinateur personnel à la tablette en passant par le smartphone. Les employés ont besoin d'accéder aux logiciels et systèmes de l'entreprise 24 heures sur 24, où qu'ils soient dans le monde. Le logiciel d'Okta est dans le cloud et conçu pour le cloud.

L'entreprise vend son logiciel par abonnement. Les clients paient d'avance le droit de l'utiliser dans le cadre de contrats d'un à cinq ans. La plupart optent pour des durées d'un an. Les entreprises s'appuient sur Okta pour protéger leurs données à travers l'ensemble de leurs systèmes : ventes, service client, stocks, ressources humaines et comptabilité. Peu importe où réside le logiciel... Dans le cloud, sur un réseau d'entreprise ou sur un appareil mobile.

Nos abonnés de longue date se souviennent peut-être d'Okta. Nous avons recommandé l'entreprise dans un rapport spécial de février 2018, engrangeant un gain rapide de 69 % en seulement neuf mois. À l'époque, cependant, Okta n'authentifiait que les employés. Personne n'avait jamais entendu parler d'un « *agent IA* ». C'est une entreprise bien différente aujourd'hui...

Des employés aux clients, puis aux agents IA

En 2021, Okta a racheté la société non cotée Auth0 pour 6,5 milliards de dollars, de loin sa plus grosse acquisition. Auth0 s'était spécialisée dans l'identification et l'authentification des clients et des fournisseurs, plutôt que des employés. Grâce à ce rachat, Okta a pu sécuriser les logiciels de n'importe quel humain. Ce faisant, elle a doublé la taille de son marché potentiel, qui s'élève aujourd'hui à 80 milliards de dollars. Et voilà qu'Okta jette désormais son dévolu sur un marché potentiel peut-être encore plus vaste... **La sécurisation des agents IA.**

Le PDG Todd McKinnon y voit « *un nouveau moteur de croissance* » pour Okta. En avril 2025, Okta a lancé une nouvelle plateforme qui aide les entreprises à sécuriser les agents IA et autres identités non humaines, comme les interfaces de programmation applicative (API).

Le segment de la gestion des identités qui croît le plus vite est celui des agents IA autonomes. Chaque agent est une nouvelle identité. Okta se positionne pour maîtriser ce qu'elle appelle la « *prolifération des identités* » de ses clients, avec des produits comme Okta for AI Agents. Son logiciel aide les clients à répondre à des questions clés : où sont mes agents, à quoi peuvent-ils se connecter et que peuvent-ils faire ?

Okta enregistre les agents IA et attribue un responsable humain à chacun d'eux. Elle veille à ce qu'ils ne puissent se connecter qu'à ce dont ils ont besoin pour leur mission et n'accomplissent que les actions pour lesquelles ils sont autorisés. Ce type de logiciel n'en est qu'à ses débuts. Beaucoup d'entreprises sont mal préparées. Selon Okta, 91 % d'entre elles utilisent des agents IA, mais seulement 22 % environ estiment les avoir correctement sécurisés. Et 80 % ont déjà vu un agent IA échapper à tout contrôle, en faisant quelque chose que l'entreprise n'avait pas prévu.

Mais la plus grande menace vient des cybercriminels. Les agents IA exposent chaque entreprise à un nombre exponentiel de menaces de sécurité. On estime aujourd'hui que la cybercriminalité coûte plus de 9'000 milliards de dollars dans le monde, soit plus du triple des 3'000 milliards qu'elle coûtait en 2015. C'est davantage que le produit intérieur brut de tous les pays, à l'exception des États-Unis et de la Chine.

Les entreprises savent que la cybersécurité est vitale. Elles dépenseront ce qu'il faudra pour se protéger des criminels qui cherchent à voler leurs données ou à paralyser leurs activités. D'autres entreprises perçoivent également ce potentiel. Okta a de nombreux concurrents et voit en Microsoft son principal rival. Mais Okta estime ses produits supérieurs. L'entreprise souligne que les produits de sécurité de Microsoft fonctionnent au mieux avec ses propres logiciels et dans son propre environnement cloud Azure. Okta, elle, met un point d'honneur à rester indépendante et neutre.

Okta a passé des années à nouer des partenariats avec des centaines d'éditeurs de logiciels et de fournisseurs technologiques, parmi lesquels Google, Microsoft, Oracle, Salesforce et ServiceNow. Son logiciel s'intègre à plus de 7'000 programmes, qu'il s'agisse d'applications cloud, mobiles, ou web. L'étendue de ses intégrations et sa facilité de déploiement font sortir Okta du lot. Il serait difficile pour une nouvelle jeune pousse de la détrôner. L'entreprise s'est classée 23e sur 258 dans notre palmarès des éditeurs de logiciels les plus solides, établi en mars.

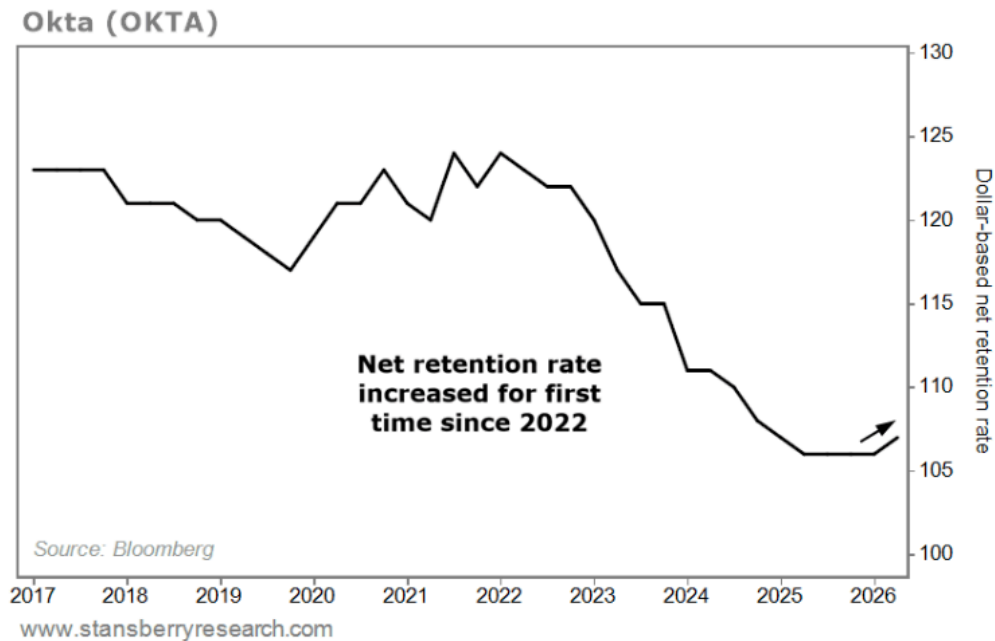
Comme nous l'avons dit, l'IA agentique n'en est qu'à ses débuts. Okta facture encore son logiciel au poste, avec un supplément pour la sécurisation des agents IA. La direction prévoit d'introduire prochainement une tarification à l'usage. Mais elle souhaite d'abord laisser à ses clients le temps de mesurer leur recours à l'IA agentique, afin qu'ils puissent budgéter leurs niveaux de consommation. Voilà pour l'activité d'Okta... Parlons maintenant de sa situation financière.

De la croissance à la rentabilité

Avec les valeurs SaaS, nous prêtons attention au taux de rétention net en dollars. Il s'agit d'une comparaison, d'une année sur l'autre, entre ce que les clients existants ont payé cette année et l'an dernier pour leur usage du logiciel. Tout ce qui dépasse 100 % signifie que les clients, dans leur ensemble, dépensent plus que l'année précédente. Cela peut venir de l'achat de licences supplémentaires, de l'ajout de produits, d'une utilisation accrue ou de prix plus élevés.

Le taux de rétention net d'Okta a culminé à 124 % en 2022, avant d'entamer une baisse (*tout en restant nettement au-dessus de 100 %*). La direction impute ce recul au contexte macroéconomique. Mais la réalité, c'est que les clients ont ajouté moins de postes et qu'Okta est parvenue à leur vendre moins de produits additionnels.

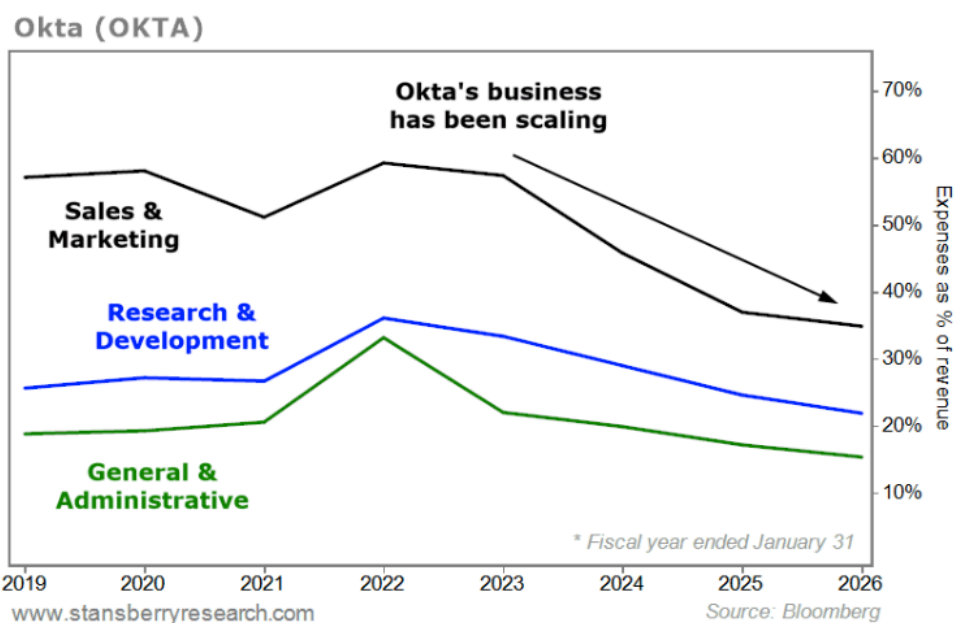
Mais certains signes laissent penser que la tendance pourrait s'inverser... Le taux de rétention net d'Okta s'est stabilisé l'an dernier, puis a progressé à 107 % au dernier trimestre, contre 106 % le trimestre précédent. C'était sa première hausse depuis 2022 :



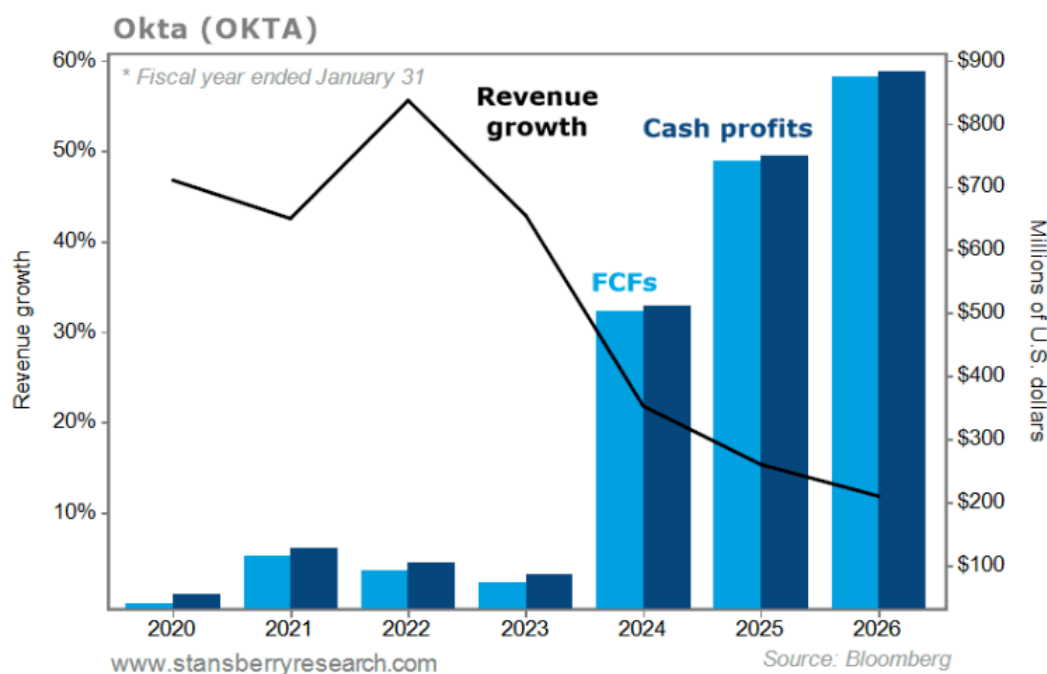
Okta a beaucoup changé depuis 2022. À l'époque, elle était encore considérée comme une valeur technologique à forte croissance. Au cours des cinq premières années suivant son entrée en bourse en 2017, Okta a fait croître son chiffre d'affaires à un taux annuel composé de plus de 50 %. Mais cette croissance a ralenti à mesure qu'Okta grandissait. L'an dernier, le chiffre d'affaires n'a progressé que de 12 %, à 2,9 milliards de dollars.

De 2017 à 2022, comme beaucoup d'entreprises à forte croissance, Okta s'est concentrée sur son chiffre d'affaires. Elle se souciait peu des bénéfices, investissant massivement dans son activité pour alimenter sa croissance. Mais il y a quelques années, Okta a réorienté ses efforts vers la rentabilité. Elle a dégagé son premier bénéfice comptable sur les douze mois clos en janvier 2025, après avoir perdu plus de 2 milliards de dollars au cours des trois années précédentes.

Okta a commencé à monter en puissance. Une part de plus en plus faible de son chiffre d'affaires était absorbée par les coûts d'exploitation : ventes et marketing, recherche et développement, frais généraux et administratifs. Vous pouvez le constater sur le graphique suivant :



Résultat : les bénéfices en trésorerie et le flux de trésorerie disponible (FCF) d'Okta se sont envolés au cours des trois derniers exercices, alors même que la croissance du chiffre d'affaires ralentissait :



Le FCF de l'an dernier s'est établi à 863 millions de dollars, pour une marge de FCF record de 30 %.

Et le FCF cumulé des trois dernières années a dépassé 2 milliards de dollars. Voilà qui explique pourquoi l'entreprise dispose aujourd'hui de plus de 2 milliards de dollars de trésorerie et de placements, sans aucune dette. Cela laisse à Okta une large marge de manœuvre pour financer des acquisitions et poursuivre sa croissance sans diluer ses actionnaires.

Outre l'opportunité liée à l'IA, la direction a indiqué vouloir développer ses ventes à l'international, qui ne représentent aujourd'hui qu'environ 20 % du chiffre d'affaires. Okta prévoit également d'utiliser une partie de sa trésorerie pour racheter ses propres actions. Elle a commencé à en racheter pour la première fois à la fin de l'an dernier, puis a accéléré le mouvement au dernier trimestre avec environ 250 millions de dollars de rachats. Il lui reste aujourd'hui 680 millions de dollars sur son autorisation en cours.

Le marché sous-estime le potentiel d'Okta

Maintenant que l'entreprise est rentable, elle est bien plus facile à valoriser. Cela nous permet de constater qu'Okta n'est pas franchement bon marché. Cela ne nous enchante pas... Mais ce n'est pas rédhibitoire. Les actions d'entreprises de premier plan et de grande qualité comme Okta se négocient rarement avec une forte décote par rapport au marché.

L'action Okta se négocie aujourd'hui autour de 141 dollars, ce qui donne à l'entreprise une capitalisation boursière d'environ 25 milliards de dollars. La direction prévoit une croissance des bénéfices d'environ 9 % cette année, à environ 3,83 dollars par action. L'action affiche ainsi un PER prévisionnel (*ratio cours/bénéfice*) de 37. Plus tôt cette année, en pleine « *SaaSocalypse* », le PER prévisionnel d'Okta était descendu jusqu'à 16, mais il est depuis remonté et s'inscrit désormais dans une nette tendance haussière.

L'action paraît bien moins chère si l'on se fonde sur ses flux de trésorerie... Sur la base de ses 863 millions de dollars de FCF de l'an dernier, l'action Okta se négocie avec un rendement du FCF de 3,5 % (*863 millions de FCF divisés par les 25 milliards de capitalisation*). Ce n'est pas donné, mais c'est bien meilleur marché que le rendement du FCF de 2,7 % de l'ensemble du marché. À nos yeux, l'action est même moins chère qu'il n'y paraît, car le marché sous-estime la croissance et la rentabilité futures d'Okta.

Nous nous attendons à ce que l'entreprise continue de monter en puissance et à ce que la croissance de son chiffre d'affaires réaccélère grâce à la vague d'utilisateurs non humains qui s'annonce dans les années à venir. Nous prévoyons qu'Okta fera croître son chiffre d'affaires à un taux annuel composé de 20 % au cours des cinq prochaines années, cette croissance passant d'environ 10 % cette année à un rythme plus soutenu à mesure que les utilisateurs d'IA agentique dépasseront les utilisateurs humains. Cela porterait le chiffre d'affaires d'Okta à environ 7,3 milliards de dollars d'ici la fin de 2030.

Sur la base de ce chiffre d'affaires, Okta devrait être en mesure de générer un FCF d'environ 3 milliards de dollars à mesure qu'elle poursuit sa montée en puissance. Cela représente une marge de FCF d'environ 41 %, contre 30 % aujourd'hui. Si l'action venait à se négocier avec ce même rendement du FCF de 3,5 % dans cinq ans, la capitalisation boursière d'Okta atteindrait 86 milliards de dollars. Soit plus du triple des 25 milliards actuels.

En supposant que le nombre d'actions reste identique à aujourd'hui, cela équivaut à un rendement de plus de 240 %, soit un rendement composé de 28 % par an sur cinq ans.

Et ce rendement serait encore plus élevé si Okta utilisait une partie de ses importants flux de trésorerie pour verser des dividendes (*ce qu'elle ne fait pas aujourd'hui*), ou pour continuer à racheter des actions afin de réduire leur nombre.

Par exemple, si Okta parvenait à réduire son nombre d'actions de 20 % au cours des cinq prochaines années, le rendement dépasserait 325 %, soit 34 % par an selon nos projections. Okta est une entreprise rentable et leader sur son marché, qui vend des logiciels essentiels. Elle aide les entreprises à protéger l'un de leurs actifs les plus précieux : leurs données.

Sa croissance a ralenti ces dernières années lorsqu'elle a réorienté ses efforts vers la rentabilité. Mais l'essor des identités non humaines s'apprête à transformer le paysage de la sécurité.

L'action Okta a progressé de plus de 60 % cette année. La tendance haussière est de retour, mais nous n'en sommes qu'aux prémices. Malgré cette envolée, l'action reste en baisse de plus de 50 % par rapport à son niveau de 2021. Montons à bord dès maintenant, alors qu'Okta relance sa croissance...

MESURE À PRENDRE

Achetez Okta (Nasdaq : OKTA) jusqu'à 170 dollars par action.

Mettez un stop suiveur à 40 %.

L'action Okta peut se montrer volatile. Les investisseurs redoutent toujours que l'IA vienne grignoter l'activité de nombreux éditeurs de logiciels. Et si nous nous attendons à ce que l'action s'envole avec le temps, nous anticipons aussi des soubresauts à mesure qu'Okta passe des licences par poste aux licences à l'usage. L'action pourrait chuter si l'entreprise publiait un trimestre décevant, ou si son taux de rétention net venait à reculer de nouveau.

Mais nous croyons en Okta sur le long terme. Notre stop suiveur de 40 %, plus large qu'à l'accoutumée, nous maintiendra dans la valeur pendant que nous visons ces gains de long terme. Il nous protégera aussi de pertes dévastatrices si le marché se retournait trop brutalement contre nous.

Mise à jour du portefeuille

Un nouveau président est aux commandes... En juin, le président fraîchement nommé de la Réserve fédérale, Kevin Warsh, a présidé sa première réunion de la Fed. Il a pris ses fonctions en mai, à l'expiration du mandat de Jerome Powell, qui occupait le poste depuis plus de huit ans. Lors de cette réunion, la Fed de Warsh a décidé de maintenir ses taux d'intérêt inchangés.

C'est une déception pour beaucoup, à commencer par le président Donald Trump, qui plaident pour des baisses de taux afin de soulager les ménages et les entreprises. Mais avec une inflation bondissant à 4,2 % en mai, son plus haut niveau depuis plus de trois ans, Warsh n'avait aucune raison d'abaisser les taux. Le nouveau président de la Fed a au contraire adopté un ton ferme, ce qui signifie que la Fed est désormais plus susceptible de relever ses taux que de les baisser.

Cela fait plus de deux ans que je répète que la Fed ne baisserait pas ses taux aussi vite que le marché l'espère... Je m'attends à ce que l'économie reste plus solide et l'inflation plus élevée (*dans une fourchette de 3 % à 4 %*) que ne le pense la plupart des observateurs. C'est l'une des grandes raisons pour lesquelles je reste optimiste sur les actions... Si l'économie (*et donc les bénéfices des entreprises*) est solide, c'est bon pour le marché. À l'inverse, si l'économie faiblit, la Fed baissera ses taux... et c'est également bon pour les actions. On y gagne à tous les coups.

Mais le ton ferme de la nouvelle Fed me rend un peu plus prudent quant à l'avenir des actions. Malgré les nouveaux sommets historiques atteints par le marché le mois dernier, de nombreux secteurs ont été malmenés, notamment les éditeurs de logiciels, les processeurs de paiement et certains distributeurs, en particulier les maisons de produits de luxe. Et l'on peut ajouter à cette liste les places boursières et de produits dérivés...

Comme si les particuliers ne disposaient pas déjà d'assez de moyens pour spéculer et faire exploser leurs comptes, voici que les contrats à terme perpétuels (*ou « perps »*) débarquent sur le marché américain. Comme tout contrat à terme, les perps permettent aux investisseurs de spéculer sur le prix d'un actif sans le détenir directement. La différence, comme leur nom l'indique, c'est que les perps n'ont pas d'échéance. Ils suivent au contraire un actif sous-jacent indéfiniment, grâce à un mécanisme ingénieux qui aide à maintenir le prix du contrat aligné sur celui de l'actif.

Les traders en quête de risque adorent les perps pour l'effet de levier qu'ils offrent. Sur la plateforme d'échange décentralisée Hyperliquid, par exemple, vous pouvez négocier des perps sur le Bitcoin avec un effet de levier pouvant atteindre 50. Les perps disposent d'un mécanisme de liquidation automatique censé empêcher les traders de perdre plus que la garantie qu'ils ont déposée... Et c'est précisément ce qui les rend si dangereux. Voyez cela comme un appel de marge, sauf que vous ne recevez aucun avertissement ni aucun appel de votre courtier.

Pendant des années, les perps ont été cantonnés aux marchés offshore. Mais cela a changé en mai, lorsque la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a approuvé un dossier de perps sur cryptomonnaies déposé par l'opérateur de marchés prédictifs Kalshi. Les perps crypto de Kalshi ont totalisé 5,5 milliards de dollars de volume d'échanges lors de leurs deux premières semaines d'exploitation.

Le secteur des cryptomonnaies a adopté les perps de longue date. Aujourd'hui, la même structure s'applique aux actifs traditionnels. Hyperliquid propose des perps adossés au S&P 500, à l'or, au pétrole brut, et même à des actions individuelles. Ces actifs se négocient traditionnellement sur les grandes places boursières et de produits dérivés, que nous appelons les « *Gardiens des marchés financiers* ». Nous apprécions ces Gardiens pour leurs nombreux avantages concurrentiels (*ou moats*). L'un d'eux tient aux importantes barrières à l'entrée. Il est difficile pour de nouveaux venus dans ce secteur d'attirer suffisamment de traders pour créer un volume et une liquidité suffisants.

Mais le marché, voyant à quelle vitesse les perps se sont développés, craint qu'ils ne représentent une menace existentielle pour les places boursières en place. Cela a durement touché plusieurs de nos positions ce mois-ci... L'action de la première place d'options, **CBOE Global Markets (BATS : CBOE)**, a chuté jusqu'à 25 % à la suite de l'approbation des perps par la CFTC. Les investisseurs craignent que les perps ne réduisent le volume des options négociées par les particuliers, un moteur majeur de l'activité de CBOE. Parallèlement, l'action d'**Intercontinental Exchange (NYSE : ICE)**, propriétaire du New York Stock Exchange et de plusieurs marchés à terme, a reculé jusqu'à 11 %.

CBOE et ICE ont déclenché leur stop suiveur de 25 %. Nous apprécions toujours ces entreprises et la solidité de leurs douves. Il n'en reste pas moins que nous devons respecter nos procédures de gestion du risque. Si vous ne l'avez pas déjà fait...

MESURES À PRENDRE

Vendez CBOE Global Markets (BATS : CBOE).

Vendez Intercontinental Exchange (NYSE : ICE).

Nous avons acheté les actions CBOE en octobre 2020 et enregistrons un gain de 176 %. Et après environ quatre ans passés sur notre position ICE, nous engrangeons un rendement de 31 %. Pendant ce temps, la première place de produits dérivés, **CME Group (Nasdaq : CME)**, se négocie toujours bien au-dessus de son stop ferme de 25 %. Nous restons convaincus que CME saura défendre son pré carré face à ces produits et concurrents émergents. CME prend très au sérieux la menace de l'approbation des perps par la CFTC...

L'entreprise a intenté une action en justice contre la CFTC le 18 juin. CME soutient que les perps s'apparentent davantage à des swaps qu'à des contrats à terme. Les swaps sont des accords entre deux parties visant à échanger des flux de trésorerie. Mais parce qu'ils sont classés parmi les contrats à terme, les perps bénéficient de régimes réglementaire et fiscal plus favorables. CME parie que, s'ils sont reclassés parmi les swaps, les perps représenteront une menace concurrentielle bien moindre. CME affirme également que l'approbation des perps de Kalshi par la CFTC a contourné le processus formel d'élaboration des règles.

C'est un fait... Les perps ne se disputeront qu'une fraction des clients particuliers de CME. Mais les joueurs invétérés qui utilisent les perps pour parier sur les cryptomonnaies avec un effet de levier de 50 ne font de toute façon pas partie de la clientèle principale de CME. L'essentiel de l'activité de CME provient plutôt des flux d'ordres institutionnels. Il peut s'agir de compagnies pétrolières et gazières couvrant leur exposition à l'énergie, de fonds spéculatifs pariant sur les variations de prix, ou de banques couvrant leur risque de taux d'intérêt.

La chambre de compensation intégrée de CME constitue peut-être son moat le plus significatif. Elle offre des compensations de marge entre classes d'actifs, procurant aux clients institutionnels des gains d'efficacité en capital qu'une plateforme de perps ne peut égaler.

Notre conseil reste inchangé : Achetez CME Group (Nasdaq : CME) jusqu'à 275 dollars par action.

Nous avons également été stoppés sur le distributeur en ligne d'articles pour animaux **Chewy** (NYSE : CHWY), les investisseurs s'étant détournés des valeurs de consommation discrétionnaire au profit des valeurs financières ce mois-ci... Chewy a fait croître son chiffre d'affaires de 8 %, gagné près de 200'000 nouveaux clients et enregistré des bénéfices records au premier trimestre. Mais les investisseurs se sont débarrassés de l'action dans la semaine suivant sa dernière publication, la direction ayant abaissé ses prévisions de chiffre d'affaires pour l'année.

Le directeur financier, Chris Deppe, a déclaré que « *l'environnement de consommation est devenu plus difficile* ». Selon lui, les consommateurs achètent moins d'articles discrétionnaires et de produits haut de gamme.

Nous avons atteint notre stop suiveur et nous avons enregistré une perte finale de - 24 % sur la position. Nous apprécions toujours l'entreprise et son action. Mais le sentiment des investisseurs s'est encore dégradé après les derniers commentaires de la direction. Nous nous en tenons donc à notre stop pour protéger notre capital d'une chute plus brutale. Si ce n'est pas déjà fait, voici notre recommandation...

MESURE À PRENDRE

Vendez vos actions Chewy (NYSE : CHWY).

Du côté positif, le segment de l'assurance dommages (*P&C*) de notre portefeuille a été le plus dynamique ce mois-ci, avec une hausse de 11 %. Les plus fortes progressions sont venues des courtiers en assurance **Brown & Brown** (NYSE : **BRO**) et **Arthur J. Gallagher** (NYSE : **AJG**), en hausse respectivement de 22 % et 20 %. Le démarrage a été poussif pour ces « *jumeaux* » de la cote, que nous avons recommandés en janvier.

Les deux entreprises ont pâti d'un marché de l'assurance dommages en repli, où les primes d'assurance ont tendance à baisser. Les commissions des courtiers étant indexées sur les primes... Leurs revenus tendent aussi à diminuer dans un marché mou. Brown & Brown comme Arthur J. Gallagher ont vu leur taux de croissance organique ralentir, passant d'un rythme à deux chiffres à quelques points de pourcentage.

Les deux courtiers digèrent également d'importantes acquisitions. Ces rachats renforceront leurs activités dans les années à venir, mais les bénéfices des grandes acquisitions mettent souvent du temps à se refléter dans les chiffres.

Parallèlement, les investisseurs craignent que l'IA ne remplace ces courtiers, dont le métier repose sur l'humain. OpenAI a récemment lancé un logiciel qui permet aux utilisateurs de comparer et d'acheter des polices d'assurance au sein de son application. Mais la menace de l'IA sur ces activités est minime. Comme nous l'expliquions dans notre recommandation, le courtage est un métier de terrain, fondé sur le contact humain. Brown & Brown et Arthur J. Gallagher ont passé des décennies à tisser de solides relations avec leurs clients et leurs assureurs, et à accumuler des données propriétaires. L'IA est dépourvue de ces actifs immatériels, durement acquis... Elle ne peut donc pas remplacer la mise en relation sur les risques commerciaux.

Le courtage en assurance est une activité formidable. Nous nous attendons à ce que les deux courtiers surperforment largement le marché avec le temps. Notre conseil reste inchangé :

Achetez Brown & Brown (NYSE : BRO) jusqu'à 90 dollars par action.

Achetez Arthur J. Gallagher (NYSE : AJG) jusqu'à 300 dollars par action.

Nos valeurs financières à forte efficacité du capital se sont également bien comportées ce mois-ci... L'action d'**American Express (NYSE : AXP)** a progressé de 13 %. L'émetteur de cartes de crédit et opérateur de réseau a vu son chiffre d'affaires et ses volumes facturés augmenter de 10 % au premier trimestre, et son bénéfice par action bondir de 18 %. La clientèle fortunée d'American Express limite ses pertes sur crédits lors des ralentissements cycliques... Ce qui la distingue de ses concurrents. American Express perçoit un petit pourcentage sur chaque transaction traitée par son réseau en pleine croissance, ce qui en fait une excellente protection contre l'inflation. Plus les montants dépensés augmentent, plus elle gagne.

Nous vous recommandons de conserver American Express (NYSE : AXP).

L'action du réseau de cartes de crédit **Visa (NYSE : V)** progresse elle aussi de 13 % ce mois-ci. Les agents IA feront bientôt nos achats à notre place. Visa embrasse ce « *commerce agentique* ». L'entreprise a bâti une plateforme baptisée Visa Intelligent Commerce pour gérer les transactions initiées par des agents IA. Des entreprises et plateformes d'IA comme ChatGPT d'OpenAI, Claude d'Anthropic et Perplexity se connectent au réseau de Visa. À l'image de ce qu'Okta fait pour les réseaux d'entreprise, Visa garantit que les transactions par carte réalisées par les agents IA sont fiables et sécurisées, et perçoit une petite commission sur chacune d'elles. L'essaim d'IA est armé de cartes de crédit. Nous entrons dans une nouvelle ère de l'achat piloté par l'IA, et Visa en sera l'un des grands gagnants. L'entreprise table sur des millions d'achats initiés par des agents d'ici la période des fêtes de fin d'année 2026.

Nous vous recommandons de conserver Visa (NYSE : V).

Bon investissement,

Whitney Tilson

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

Actions Gagnantes - Juillet 2026 - Protéger le trésor des entreprises face à l'essaim d'IA

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