



Whitney Tilson | Septembre 2026



La scission efficace en capital que le marché ignore encore

Sommaire

- *En mai 2011, un GMC Yukon Denali de 2008...*
- Pourquoi les scissions sont bradées, et une aubaine pour nous
- Un champion de l'efficacité du capital
- Ce que le marché ne voit pas
- Mise à jour du portefeuille

La scission efficace en capital que le marché ignore encore

En mai 2011, un GMC Yukon Denali de 2008 s'avançait lentement dans une allée de vente aux enchères à Manheim, en Pennsylvanie. Le compteur affichait 92'088 kilomètres, et le véhicule était en bon état.

Un employé du parc a arrêté le Yukon sur le podium des enchères. Les enchérisseurs ont eu environ une minute – moteur en marche, vitres baissées – pour jeter un œil à l'intérieur. Pas le temps de faire un essai. Et si un enchérisseur voulait connaître l'historique du véhicule, il devait faire ses devoirs à l'avance.

Des milliers de voitures passent chaque semaine par cette vente aux enchères entre professionnels – la plus grande du monde. Et toute la machine repose sur la confiance. Les enchérisseurs partent du principe que ce qu'ils voient correspond à ce qu'ils achètent.

Ce jour-là, un concessionnaire a acheté le Yukon de 2008, et le vendeur a touché 28'785 dollars.

Rien dans cette vente ne semblait inhabituel. C'était tout l'intérêt.

Car le compteur du Yukon affichait 92'088 kilomètres... Pourtant, moins de trois semaines plus tôt, Edward Capicchioni – un vendeur de voitures d'occasion de Massapequa, dans l'État de New York, qui travaillait pour General's Auto Sales – avait acheté ce même Yukon avec 115'712 kilomètres au compteur.

Capicchioni avait payé quelqu'un pour « trafiquer » le compteur du SUV. En un tour de main, il avait effacé près de 23'700 kilomètres.

C'était la partie facile de la fraude – même avec le compteur électronique du Yukon. Le plus difficile, c'était une base de données.

Capicchioni savait que, quelque part, une entreprise tenait un dossier à jour sur presque toutes les voitures d'Amérique – réparations, passages à l'atelier, contrôles techniques et changements de propriétaire –, chaque entrée étant horodatée avec le kilométrage du véhicule à ce moment-là.

Ce Yukon avait été entretenu en mars 2011 au Hurd Auto Mall de Johnston, dans le Rhode Island. On y avait fait la vidange, ainsi que la permutation et l'équilibrage des pneus. Le compteur indiquait alors 112'097 kilomètres. Et un autre entretien, juste avant que Capicchioni n'achète la voiture, affichait 115'318 kilomètres.

Capicchioni ne pourrait pas vendre la voiture avec un kilométrage inférieur, car ces relevés seraient vérifiés. Au nom de l'ancien propriétaire du SUV, il a donc soumis une fausse « rectification » de l'historique kilométrique, en affirmant que ces relevés étaient erronés. Il l'a appuyée avec deux faux bons de réparation d'un garage de Bethpage, dans l'État de New York, qui affichaient un kilométrage plus bas.

Quand Capicchioni a trafiqué ce Yukon, il avait déjà une solide expérience.

De 2006 à 2013, il a acheté plus de 50 véhicules à fort kilométrage dans les États de New York, du Rhode Island, de Pennsylvanie et du Maryland, a trafiqué leurs compteurs, falsifié des documents, inventé des historiques de réparation, puis les a revendus.

Puis il s'est fait prendre...

En février 2014, le parquet fédéral a inculqué Capicchioni. Un mois plus tard, il plaidait coupable d'association de malfaiteurs en vue de trafiquer des compteurs kilométriques.

Son avocat, Adrian DiLuzio, a expliqué au tribunal qu'au cours de ces plus de six années, Capicchioni avait aussi vendu environ 2'000 voitures en toute légalité – avec des compteurs honnêtes. Il a plaidé la clémence :

« Il ne s'agissait pas d'une frénésie d'illégalité cupide... C'était mal, certes. Mais c'était une faute à laquelle on ne s'est pas livré par cupidité. »

Un taux de conformité de 97,6 % s'est révélé être une piètre défense. Le juge a condamné Capicchioni à 24 mois de prison fédérale et lui a ordonné de verser 412'880 dollars de dédommagement. Cela représente en moyenne environ 8'000 dollars par véhicule.

Stuart F. Delery, procureur général adjoint chargé de la division civile du ministère de la Justice, a déclaré lors de l'audience :

« Trafiquer le compteur d'une voiture pour tromper un acheteur potentiel n'est pas seulement pernicieux. C'est un crime fédéral. Une voiture est un achat

coûteux – pour beaucoup d'entre nous, c'est même l'achat le plus cher de notre vie – et nous avons le droit de savoir que la voiture que nous achetons est bien ce qu'elle paraît être. »

Mais ce n'est pas le ministère de la Justice qui a résolu cette affaire. Capicchioni n'a été démasqué ni par la police, ni par le FBI, ni par la maison de vente aux enchères, ni par aucun des acheteurs qu'il avait escroqués.

Capicchioni s'est fait prendre par la base de données même qu'il avait tenté de réécrire : Carfax. Le personnel de l'entreprise a repéré des irrégularités dans ses transactions, a alerté les autorités fédérales, puis a apporté son aide à l'enquête.

Carfax aide les acheteurs à connaître l'historique d'un véhicule... s'il a été accidenté, s'il a été bien entretenu et, oui, si son compteur est exact. Aujourd'hui, nous recommandons la maison mère de Carfax. C'est une entreprise de données qui vient d'être scindée d'un groupe encore plus grand.

Comme nous allons vous le montrer, le marché a souvent du mal à valoriser une scission. Et il s'inquiète aussi de la façon dont cette entreprise s'en sortirait si les ventes de voitures venaient à fléchir. **Ces deux facteurs nous permettent d'acquérir une excellente entreprise à bas prix.**

Un prix Nobel grâce aux voitures d'occasion

En 1970, un économiste nommé George Akerlof a rédigé un court article sur les voitures d'occasion. Son argument était d'une simplicité presque déconcertante : le vendeur sait si la voiture est bonne ou non, l'acheteur ne le sait pas. C'est ce qu'on appelle l'*asymétrie d'information*.

Ce déséquilibre de connaissances semblerait favoriser le vendeur. En réalité, il joue contre les deux parties. Si les acheteurs ne peuvent pas distinguer une bonne voiture d'une mauvaise, ils ne paieront pas aussi cher ni pour l'une ni pour l'autre.

Résultat : face à des prix injustement bas pour les bonnes voitures d'occasion, leurs propriétaires les gardent. L'offre du marché penche vers les voitures médiocres. Et les acheteurs sont prêts à payer encore moins. Cette intuition a valu à Akerlof de partager le prix Nobel d'économie en 2001.

Quatorze ans après cet article, Carfax faisait ses débuts à Columbia, dans le Missouri, pour corriger ce déséquilibre d'information.

En collaboration avec l'association des concessionnaires automobiles du Missouri, Carfax a commencé par collecter les données d'immatriculation et de kilométrage auprès des services des véhicules de l'État, puis à les rapprocher du numéro d'identification à 17 caractères de chaque voiture (VIN).

Dès 1986, l'entreprise envoyait par fax les premiers rapports d'historique de véhicules, établis à partir d'un fichier de 10'000 enregistrements – d'où le nom de Carfax.

En quatre décennies, Carfax n'a cessé d'ajouter des sources – garages, centres de contrôle technique, assureurs, rapports de police, ventes aux enchères, etc. –, plus de 177'000 au total. Aujourd'hui, sa base de données contient environ 38 milliards d'enregistrements. Chaque vidange, chaque contrôle technique et chaque changement de propriétaire ajoute un nouveau relevé kilométrique au dossier permanent d'une voiture.

Un compteur trafiqué peut tromper un acheteur qui scrute l'habitacle à travers le pare-brise lors d'une vente aux enchères à Manheim. *Il ne peut pas tromper toutes les traces que la voiture a laissées derrière elle.*

Carfax a contribué à réduire l'asymétrie d'information qu'Akerlof avait mise en évidence sur le marché des voitures d'occasion. Et chaque jour d'activité rend les données de Carfax plus riches et plus difficiles à reproduire. Cela lui confère un avantage concurrentiel (*ou moat*) face à ses concurrents.

Carfax fait partie de **Mobility Global (NYSE : MBGL)**, une entreprise de données automobiles scindée plus tôt cette année de l'agence de notation S&P Global (SPGI).

Et, ironie du sort, l'action souffre de l'asymétrie d'information que Carfax a résorbée sur le marché de l'occasion. Les investisseurs ne savent pas distinguer les bonnes actions des mauvaises, surtout dans des domaines comme les produits de données, qui pourraient être bouleversés par l'IA. Ils ont donc considérablement sous-évalué Mobility Global.

Il s'agit d'une entreprise de grande qualité, économe en capital, dotée d'un solide avantage concurrentiel face à l'IA. **Et son prix attractif peut nous offrir un potentiel de hausse de plus de 80 % en deux ans.**

Un siècle et demi d'histoire

Les racines de Mobility Global remontent à plus de 150 ans, aux annuaires professionnels R.L. Polk. L'entreprise est née à Detroit en 1870 et a noué une relation avec General Motors dès 1922.

Elle est ensuite devenue Polk Automotive Solutions, un service qui suit les immatriculations de véhicules et les parts de marché. Les constructeurs automobiles utilisent ses données pour planifier leur production des années à l'avance.

Après le lancement de Carfax en 1984, Polk l'a rachetée par étapes entre 1993 et 1999.

Un conglomérat de services d'information, IHS Markit, a racheté Polk et Carfax en 2013, puis a acquis la plateforme de prédiction pour concessionnaires automobile Mastermind en 2017. Il a également racheté CarProof, l'équivalent canadien de Carfax.

Enfin, en 2022, IHS Markit a fusionné avec S&P Global. Le cœur de métier de S&P Global, c'est l'information financière... C'est l'une des trois grandes agences de notation, elle gère les indices S&P 500 et S&P Dow Jones, et vend des données sur les marchés et les matières premières aux banques et aux gestionnaires d'actifs.

Cette fusion avait été présentée comme l'union de deux géants de la donnée, destinée à créer des opportunités de ventes croisées sur les marchés financiers. Mais l'activité automobile d'IHS Markit a fait partie de l'opération presque par hasard. Elle n'a jamais vraiment trouvé sa place.

Quelques années plus tard, début 2025, S&P Global a donc annoncé qu'elle allait scinder cette division automobile pour en faire une entité indépendante : Mobility Global.

Les modalités étaient classiques pour une scission : une distribution en franchise d'impôt, à raison d'une action pour une, aux actionnaires de S&P Global inscrits au 15 juin 2026, les actions étant créditées sur les comptes le 1er juillet.

Auparavant, Mobility a émis 2 milliards de dollars de dette et en a utilisé l'essentiel pour verser un dividende à sa maison mère. La nouvelle entreprise s'est donc retrouvée endettée dès le premier jour – non parce que la direction a vu trop grand, mais parce que c'était le prix de l'indépendance.

Cette séparation a une vraie valeur pour Mobility Global...

Une marque d'historique de voitures d'occasion relativement modeste, logée au sein d'un géant connu pour ses notations de crédit, allait forcément détonner. Elle n'allait jamais recevoir l'attention qu'elle méritait de la part de la direction de S&P Global ou de ses investisseurs. Et elle n'avait aucune synergie intéressante avec le reste de l'entreprise.

Pourquoi les scissions sont bradées, et une aubaine pour nous

La plupart des entreprises entrent en Bourse de deux manières... par une introduction en Bourse (*IPO*) ou par une scission.

Les banques adorent les introductions en Bourse. Elles perçoivent d'énormes commissions pour amener une action sur le marché. Elles ont donc tout intérêt à susciter l'enthousiasme. Elles organisent des tournées de présentation (*roadshows*), publient des analyses et orchestrent une campagne marketing conçue pour vendre l'action aux investisseurs.

Une scission n'a rien de tout cela. Les actions apparaissent simplement sur un compte, remises à des investisseurs qui détiennent la maison mère pour des raisons qui n'ont généralement rien à voir avec l'activité scindée.

La plupart d'entre eux vendent. Ces ventes ne sont pas un verdict sur l'entreprise. Elles relèvent plutôt d'une corvée que l'on raye de sa liste.

Les actionnaires de S&P Global voulaient détenir son activité de notation, ses indices et ses données sur les marchés de capitaux – pas une marque d'historique de voitures d'occasion.

Mobility vaut moins d'un vingtième de la capitalisation boursière de S&P Global et n'a aucun véritable recoupement avec les autres activités de sa maison mère. De plus, en tant que toute nouvelle entreprise indépendante, Mobility Global ne trouvait pas naturellement sa place dans les fonds indiciels et les ETF sectoriels qui détenaient l'action SPGI pour de tout autres raisons.

Ceux qui ont reçu des actions MBGL avaient donc toutes les raisons de les vendre. Les acheteurs potentiels, en revanche, ne subissent aucune pression. Pas de campagne marketing, aucune urgence.

On assiste donc à une dynamique classique de scission : le premier jour de cotation, 98 millions d'actions ont changé de mains – soit un tiers des 295 millions d'actions en circulation. **Elles ont été bradées par des vendeurs qui se moquaient du prix, et achetées par des acheteurs qui se moquaient de l'entreprise.**

Ces ventes massives sont aussi tombées au beau milieu d'un repli plus large des fournisseurs de données, sur fond de craintes de voir l'IA les remplacer à moindre coût.

Mobility Global dispose d'un solide avantage concurrentiel face à l'IA. Elle possède des montagnes de données exclusives et, comme nous allons le montrer, des relations durables qui lui permettent d'en récolter toujours davantage. L'IA peut certes analyser ces données... mais seulement après avoir payé Mobility Global pour y accéder.

Peu d'investisseurs se sont penchés sur Mobility Global. C'est une toute nouvelle entreprise, dotée d'une modeste capitalisation boursière de 6 milliards de dollars... Aucune banque n'avait de raison d'en faire la promotion... Et les actionnaires de S&P Global ne s'y intéressaient pas.

Personne ne sait donc à quel point cette entreprise peut résister à l'IA. C'est ce qui nous permet de profiter d'une décote avant que davantage d'investisseurs ne la découvrent.

Comment Mobility Global gagne de l'argent

Mobility divise son activité en deux segments. Carfax représente environ 65 % du chiffre d'affaires, le segment interentreprises (*B2B*) apportant le reste. Ensemble, ils ont généré 1,75 milliard de dollars de chiffre d'affaires en 2025, avec une croissance annuelle composée de 8,6 % depuis 2023.

Commençons par Carfax...

La mission de Carfax est simple à décrire et difficile à reproduire : dire à un acheteur tout ce qu'il faut savoir sur une voiture d'occasion précise, instantanément, à partir de son VIN. Pas étonnant qu'on l'ait surnommée « *le meilleur ami de l'acheteur de voiture d'occasion* ».

Carfax établit chaque rapport à partir d'une base de plus de 38 milliards d'enregistrements d'historique de véhicules, issus de plus de 177'000 sources

contributrices. Parmi elles : les services des véhicules de chaque État, plus de 6'300 services de police, plus de 92'000 concessionnaires et garages, et 36 programmes de véhicules d'occasion certifiés des constructeurs eux-mêmes.

Le meilleur, c'est que Carfax ne paie pas un centime pour ces données.

Tous ces contributeurs travaillent au contraire avec Carfax dans leur propre intérêt.

Les concessionnaires et les garages bénéficient d'une visibilité de marque et d'un outil de gestion.

Les services de police peuvent utiliser les dossiers Carfax dans leurs enquêtes.

Les constructeurs peuvent joindre un rapport d'historique Carfax lorsqu'ils vendent une voiture d'occasion certifiée.

Et plus de 53 millions d'automobilistes confient les données de leur véhicule en échange d'alertes d'entretien, dans le cadre du programme gratuit Carfax Car Care.

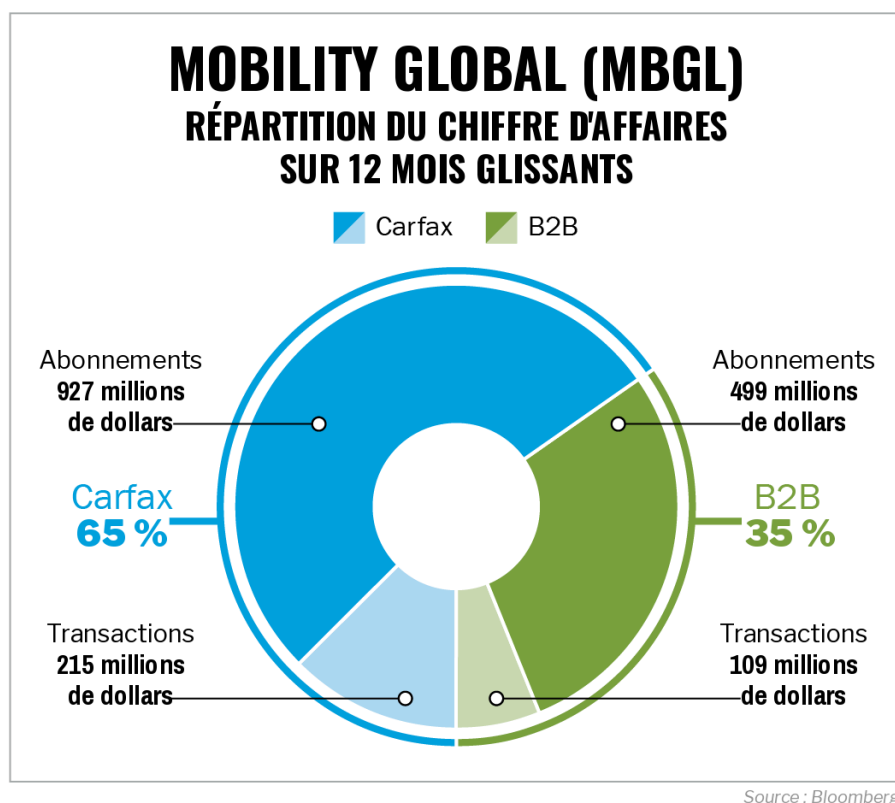
L'utilité de Carfax pour tous ces acteurs renforce aussi sa notoriété. Selon Carfax, plus de 85 % des consommateurs connaissent sa mascotte emblématique, le Car Fox.

Carfax n'achète pas sa matière première avec de l'argent. Elle l'échange contre de la valeur, à une échelle que personne d'autre n'a atteinte. **C'est là son avantage concurrentiel.**

Son chiffre d'affaires provient de trois sources. Advantage, qui fournit l'historique des véhicules et une aide à la fixation des prix aux concessionnaires, représente 38 % du chiffre d'affaires de Carfax. Listings, qui pèse 22 %, permet aux concessionnaires de publier leur stock sur le site et l'application grand public de Carfax, qui attirent plus de 23 millions de visiteurs par mois. Le reste se compose de produits de données pour les banques et les assureurs (*Banking & Insurance*), de la vente de rapports aux particuliers et des recettes publicitaires du programme de fidélité Car Care.

Environ 81 % du chiffre d'affaires de Carfax provient d'abonnements plutôt que de transactions. Les concessionnaires paient pour accéder à la plateforme et aux outils de gestion qu'elle intègre, et non au rapport. Carfax peut donc prospérer même si les ventes de voitures reculent. Son chiffre d'affaires a progressé de près

de 9 % ces dernières années, alors même que les ventes de voitures d'occasion sont proches de leur plus bas niveau depuis des décennies.



Outre Carfax, l'autre tiers du chiffre d'affaires de Mobility provient de sa plateforme B2B. Environ 74 % de ce segment regroupe le logiciel de prédiction automotive Mastermind destiné aux concessionnaires, les données d'audience et de parts de marché de Polk et les informations de prix en temps réel de Market Scan. Ces outils aident les concessionnaires et les constructeurs à identifier qui est réellement prêt à acheter une voiture, et à quel prix.

Les 26 % restants, *Strategy & Planning*, correspondent à l'activité de prévision : les 40 premiers constructeurs automobiles mondiaux l'utilisent tous pour planifier des années de production, de chaînes d'approvisionnement et d'investissements technologiques. C'est une activité plus petite et moins rentable que Carfax, mais elle compte encore moins de concurrents.

Un champion de l'efficacité du capital

L'an dernier, Mobility a publié un bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement ajusté (*EBITDA*) de plus de 700 millions de dollars, pour un chiffre d'affaires de 1,75 milliard de dollars.

Mais toute entreprise doit réinvestir en elle-même pour renouveler ses actifs. Souvent, ce qui se passe après la ligne de l'EBITDA, c'est un énorme volume de réinvestissement.

Ici, c'est l'inverse. Les dépenses d'investissement (*capex*) de Mobility Global se sont élevées à seulement 24 millions de dollars l'an dernier. L'année précédente, elles n'étaient que de 15 millions de dollars. C'est à peine plus de 1 % du chiffre d'affaires.

Rappelons que l'entreprise n'a pas à acheter ses gisements de données. Ses principales dépenses sont le personnel et le marketing.

Ses quelque 3'400 salariés comptent plus de 100 data scientists et spécialistes de l'IA. Et Carfax a dépensé à elle seule environ 1,5 milliard de dollars en publicité et en médias depuis 2000. Résultat : une notoriété de 96 % auprès des acheteurs automobiles.

Ces dépenses ne changent pas lorsqu'un nouveau concessionnaire s'abonne à Carfax. **Des coûts marginaux quasi nuls : c'est la marque d'un champion de l'efficacité du capital.**

L'an dernier, le flux de trésorerie disponible (*FCF*) de Mobility Global – c'est-à-dire le flux de trésorerie d'exploitation moins les *capex* – s'est élevé à environ 460 millions de dollars. Sa marge de FCF (*FCF en pourcentage du chiffre d'affaires*) a atteint 26 %. C'est une marge de FCF remarquable, qui montre à quel point l'entreprise est économe en capital.

Voyez-vous, les meilleures entreprises du monde ne sont pas forcément celles qui croissent le plus vite, mais celles qui ont besoin du moins de capital pour croître. Cela libère davantage de trésorerie pour d'autres priorités.

Mobility Global prévoit de rembourser sa dette, de verser un dividende (elle a annoncé le premier le mois dernier, soit un rendement d'environ 1,2 %), de réaliser d'éventuelles acquisitions et – mieux encore – de racheter ses propres actions.

Racheter des actions augmente la valeur de chaque action restante. C'est aussi un puissant antidote à la dynamique initiale de la scission. Les actionnaires indifférents céderont leurs titres lors des rachats, laissant l'entreprise aux investisseurs de long terme qui tiennent vraiment à la détenir.

Ce que le marché ne voit pas

Nous voyons bien que Mobility Global génère énormément de trésorerie. Le marché, lui, est passé à côté.

En tant qu'entreprise indépendante, Mobility a déclaré l'an dernier 310 millions de dollars de dépréciation et d'amortissement – un chiffre énorme comparé à ses capex minuscules. Il provient presque entièrement de l'amortissement, un ajustement comptable sans effet sur la trésorerie, destiné à régulariser les comptes pour des acquisitions réalisées il y a des années, voire des décennies.

Cela ampute sérieusement le bénéfice net publié de l'entreprise.

À l'avenir, nous nous attendons à ce que Mobility affiche une croissance annuelle de son EBITDA ajusté comprise entre 8 % et 11 %. La direction prévoit une croissance du chiffre d'affaires légèrement inférieure à 10 % et une légère amélioration des marges : c'est un objectif raisonnable. En extrapolant, on peut s'attendre à ce que Mobility réalise 2,2 milliards de dollars de chiffre d'affaires et environ 910 millions de dollars d'EBITDA ajusté en 2028.

Aujourd'hui, l'entreprise se négocie avec une valeur d'entreprise d'environ 10 fois son EBITDA. Mais le marché la traite peut-être encore comme une entreprise automobile. En réalité, c'est une société de services d'information – une plateforme économe en capital, qui bénéficie généralement d'un multiple de valorisation plus élevé.

Prenons Thomson Reuters (TRI), qui présente une structure de marges similaire, une base d'abonnés tout aussi fidèle et, comme Mobility, aucun argument sérieux laissant penser que ses données de base pourraient simplement être aspirées et reproduites par un modèle d'IA. Thomson Reuters se négocie actuellement à environ 15 fois son EBITDA prévisionnel.

MOBILITY GLOBAL (MBGL) FACE À THOMSON REUTERS (TRI)

	Mobility Global (MBGL)	Thomson Reuters (TRI)
Capitalisation boursière *	6,0	48,1
Croissance du CA estimée en 2027	8,1 %	7,2 %
Marge de FCF sur 12 mois glissants	26,3 %	26,4 %
VE / EBITDA prévisionnel	10,2	14,9

* En milliards de dollars

Source : Bloomberg

Si Mobility se négociait à ce multiple avec un EBITDA de 910 millions de dollars, l'action vaudrait 37 dollars. **Soit un potentiel de hausse de plus de 80 % par rapport au cours de 20 dollars auquel nous l'avons recommandée.**

Nous pouvons recouper cette valorisation par une autre méthode. Nous prévoyons que Mobility Global générera 580 millions de dollars de FCF en 2028. À 37 dollars par action, elle se négocierait à 19 fois son FCF – alors que Thomson Reuters se négocie à 20 fois son FCF.

Si Mobility se négocie à bas prix, ce n'est pas à cause de la qualité de son activité, mais à cause du contexte sectoriel et de la dynamique de scission. Pour des investisseurs qui recherchent d'excellentes entreprises à bas prix, c'est toujours un bon point de départ.

Deux mois de ventes ne changent pas la valeur d'une entreprise. Ils changent seulement le prix à payer pour l'acquérir. Aujourd'hui, l'action a trouvé un plancher. Les ventes excessives semblent terminées.

Voici une autre raison d'acheter des entreprises fraîchement scindées.

Les nouvelles équipes dirigeantes issues d'une scission ont tendance à communiquer des prévisions prudentes. Elles n'ont aucun intérêt à se fixer un objectif difficile. Elles cherchent plutôt à asseoir leur crédibilité, et la meilleure façon d'y parvenir est de « battre et relever » (*beat and raise*) – c'est-à-dire de dépasser les estimations existantes et de relever leurs prévisions. De quoi renforcer la confiance des investisseurs.

En novembre, Mobility publiera son premier rapport trimestriel entièrement indépendant, sans aucun élément de la maison mère pour brouiller le tableau. C'est généralement le moment où une scission cesse d'être orpheline pour devenir une action que les analystes suivent réellement.

Les risques... et l'opportunité qu'ils créent

Comme nous l'avons souligné, de nombreux investisseurs ignorent tout simplement Mobility Global pour l'instant. Mais même lorsqu'ils s'y intéresseront, ils auront une inquiétude majeure concernant cette entreprise en particulier : les ventes automobiles sont cycliques, et Mobility n'a encore jamais traversé de ralentissement seule.

Cette crainte n'est pas fondée...

Les données historiques publiées par Mobility montrent que sa croissance organique a dépassé celle de l'indice de référence du secteur automobile qu'elle suit la plupart des années de la dernière décennie, y compris les deux années qui ont le plus compté : en 2020, alors que le Covid-19 perturbait la production automobile et que cet indice de référence reculait d'environ 15 %, le chiffre d'affaires organique de Mobility n'a baissé que d'environ 2 %.

L'année suivante, alors que l'indice rebondissait d'environ 4 %, la croissance organique de Mobility est remontée à environ 18 %.

Une plateforme pour concessionnaires financée par abonnements n'a rien à voir avec un équipementier automobile. Les concessionnaires continuent de payer pour les logiciels et les rapports même lorsqu'ils vendent moins de voitures. Ils ont *davantage* besoin des produits de Mobility, et non moins, quand chaque vente devient plus difficile à conclure.

Les seuls effets concernent la part du chiffre d'affaires liée aux transactions... et d'éventuelles fermetures de concessions provoquées par le ralentissement. Et lorsque Mobility a traversé le dernier ralentissement, elle a prouvé que ces effets étaient mineurs.

Achetons cette entreprise avant que le reste du marché ne prenne la mesure de sa solidité et de sa valeur.

MESURE À PRENDRE

Achetez Mobility Global (NYSE : MBGL).

Mettez un stop loss à 25 %.

Pour rappel, nous ne publions plus de prix d'achat recommandés. Si une action devient trop chère, nous la ferons passer à « Conserver » ou à « Vendre » dans notre portefeuille modèle.

Mise à jour du portefeuille

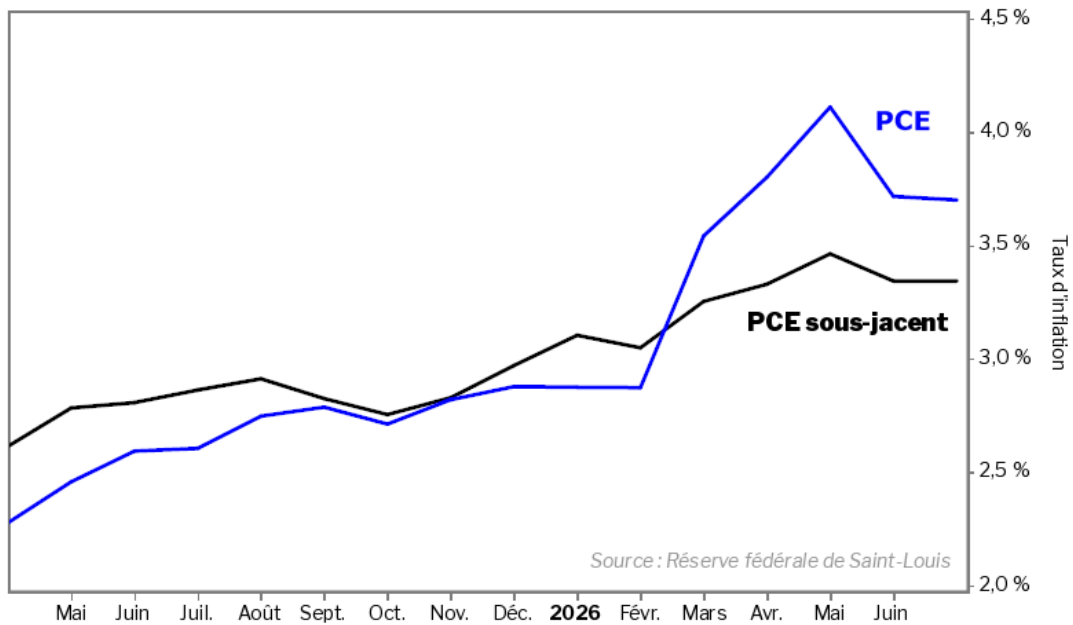
« Nous avons du pain sur la planche. »

C'est ainsi que l'on pourrait résumer en une phrase le premier grand discours du président de la Réserve fédérale, Kevin Warsh, lors du rendez-vous annuel des banquiers centraux à Jackson Hole, dans le Wyoming, le mois dernier.

Kevin Warsh sait que l'inflation reste un problème. Selon les dernières données de l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle (PCE) – l'indicateur privilégié par la Fed pour mesurer le niveau des prix –, l'inflation a atteint 3,7 % sur un an.

L'inflation PCE sous-jacente, qui exclut les prix de l'alimentation et de l'énergie, s'est établie à 3,3 %. Toutes deux sont bien au-dessus de l'objectif d'inflation de 2 % de la Fed. Pire encore, elles sont toutes deux en hausse depuis la majeure partie de l'année écoulée.

Une inflation en hausse



La hausse de l'inflation, l'escalade du conflit au Moyen-Orient et l'envolée de la dette publique inquiètent les investisseurs. Le rendement des obligations du Trésor américain à 30 ans a récemment dépassé 5,3 % – un plus haut depuis 19 ans.

Le rendement à 10 ans est lui aussi en hausse. Il est passé d'environ 4 % en février à 4,8 % début septembre. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans est crucial pour l'économie. Il influence les taux d'intérêt des prêts immobiliers, des cartes de crédit, des crédits automobiles et des prêts aux entreprises.

Pour tenter de faire baisser les taux longs, le secrétaire au Trésor Scott Bessent a annoncé à la mi-août que le Trésor allait au moins doubler ses rachats d'obligations d'État à long terme. Le rendement à 10 ans a brièvement reculé en réaction... avant de rebondir, les prix des obligations repartant à la baisse.

Je partage l'avis de l'investisseur légendaire Stan Druckenmiller : cette intervention est une erreur.

Dans une récente tribune publiée dans le *Wall Street Journal*, Stan Druckenmiller soutient que lorsque le gouvernement américain lutte contre les fondamentaux et contre le marché, il perd toujours... Ce n'est qu'une question de quantité d'argent imprimé et dépensé avant que le marché ne l'emporte inévitablement.

On ne sort pas d'un problème d'inflation à coups de rachats. Pour faire baisser les rendements à long terme, le gouvernement doit s'attaquer au déficit. Celui-ci

devrait atteindre 2'100 milliards de dollars cette année, contre 1'800 milliards l'an dernier.

Avec la hausse conjointe de l'inflation et des taux d'intérêt, il n'est pas surprenant que les prix des matières premières s'envolent également.

Depuis notre dernier numéro, l'or a progressé de 5,5 %, à près de 4'500 dollars l'once. L'argent a gagné 8,8 %. Et le pétrole West Texas Intermediate (la référence américaine) s'est envolé de 18 %, à environ 91 dollars le baril.

Notre portefeuille a progressé de 4,1 % ce mois-ci – grâce à nos recommandations dans l'énergie et les matières premières –, alors que l'ensemble du marché n'a gagné que 0,5 %.

Nous sommes exposés à l'or et à l'argent via le producteur d'or **Barrick Mining** (NYSE : B) et la société de redevances et de streaming aurifères **Royal Gold** (Nasdaq : RGLD).

L'action Barrick a bondi de 11 % ce mois-ci. Au dernier trimestre, son chiffre d'affaires a progressé de 44 %. L'entreprise a également racheté pour 1,2 milliard de dollars de ses propres actions dans le cadre de son programme de rachat de 3 milliards de dollars.

La scission des actifs nord-américains de Barrick en une nouvelle société cotée est en bonne voie pour être finalisée d'ici la fin de l'année. Une fois l'opération conclue, nous vous indiquerons la meilleure façon de nous positionner. Pour l'instant, **conservez Barrick Mining** (NYSE : B).

L'action Royal Gold s'est envolée de 21 % ce mois-ci, reflet de l'effet de levier supérieur de l'entreprise sur le cours de l'or par rapport aux producteurs gourmands en capital.

En tant que société de redevances, elle apporte des capitaux aux compagnies minières en échange d'une part de leur production future. Elle profite de la hausse des prix des métaux précieux sans avoir à embaucher d'équipes de mineurs ni à exploiter des équipements coûteux. Lorsque nous avons recommandé Royal Gold en août 2022, nous l'avions présentée comme « *le moyen économe en capital de profiter de l'or* ».

Royal Gold a presque triplé ses participations en streaming et en redevances au cours de l'année écoulée, principalement grâce aux rachats de Sandstorm Gold

et de Horizon Copper en octobre dernier, pour un total de 4,1 milliards de dollars.

Au dernier trimestre, Royal Gold a généré des flux de trésorerie d'exploitation record, équivalant à 74 % de ses ventes. Depuis le début de l'année, l'entreprise a réduit sa dette de 55 %, à 400 millions de dollars... et vise à la rembourser entièrement.

Royal Gold récompense généreusement ses actionnaires. Elle a augmenté son dividende 25 années de suite. Mais jusqu'à récemment, elle n'avait que rarement racheté ses propres actions. Plus tôt cette année, son conseil d'administration a autorisé un programme de rachat de 500 millions de dollars... Et au dernier trimestre, l'entreprise a racheté pour 30 millions de dollars d'actions.

Avec l'envolée des prix de l'or et de l'argent, et un modèle peu gourmand en actifs qui dope sa rentabilité, Royal Gold est bien placée pour offrir à ses actionnaires des rendements supérieurs à ceux du marché.

Notre conseil reste inchangé : **achetez Royal Gold (Nasdaq : RGLD)**.

La société de redevances pétrolières et gazières **Viper Energy (Nasdaq : VNOM)**, spécialisée exclusivement dans le bassin permien, a vu son action progresser de 8 % ce mois-ci.

La direction de Viper a annoncé que l'entreprise ne verserait plus de dividende variable indexé sur les prix du pétrole. Elle consacrera plutôt cette trésorerie excédentaire à des acquisitions, à des rachats d'actions ou au désendettement.

En revanche, la direction a relevé son dividende de base de 32 %, à 2 dollars par action et par an. Le rendement de ce nouveau dividende de base s'établit à 6,3 %, sur la base de notre prix de référence de 31,80 dollars.

Le dividende est sûr, et l'action dispose d'un fort potentiel de hausse. Viper est un producteur à bas coûts. La direction a précisé que le dividende de base serait versé tant que les prix du pétrole resteront supérieurs à 30 dollars le baril.

Et l'action reste bon marché. La valeur d'entreprise de Viper s'élève à 17,5 milliards de dollars, soit environ 16,4 fois son EBITDA. C'est aussi bon marché que lorsque nous avons recommandé l'action en octobre 2022. **Achetez Viper Energy (Nasdaq : VNOM)**.

Royal Gold et Viper Energy font partie des entreprises qui devraient prospérer à mesure que le gouvernement américain monétise son immense patrimoine de terres fédérales et de ressources minérales.

Récemment, un titre de presse nous a rappelé cette thèse... Selon le *New York Times*, le ministère de l'Intérieur pourrait céder une parcelle du parc national de Yosemite à une société de capital-investissement pour qu'elle y construise une route d'accès.

En temps normal, ce genre d'information passerait inaperçu... Mais cette route d'accès donnerait à cette société, Kingsbarn Realty Capital, la propriété d'une petite bande de terrain de l'un des parcs nationaux les plus emblématiques du pays.

(En contrepartie, Kingsbarn céderait une partie de ses propres terres au service des parcs nationaux.)

Depuis l'an dernier, nous soulignons que le président Donald Trump cherche des moyens de tirer profit des 640 millions d'acres (environ 259 millions d'hectares) de terres appartenant à l'État fédéral.

En février 2025, il a signé un décret demandant au secrétaire au Trésor Scott Bessent et au secrétaire au Commerce Howard Lutnick d'élaborer un plan de création d'un fonds souverain. Ce fonds lèverait des capitaux en monétisant des actifs fédéraux, y compris des terres publiques.

Au-delà des terres visibles, Donald Trump veut aussi exploiter les richesses du sous-sol américain. C'est l'une des plus grandes opportunités.

Signé en mars 2025, un autre décret vise à accroître la production américaine de minerais critiques, ainsi que d'or. Ce décret, qui entend « *extraire partout* », donne la priorité à l'exploitation minière sur les terres publiques et vise à accélérer la délivrance des permis.

Et ce thème reste d'actualité...

Même si le projet de Yosemite ne concerne ni le forage ni l'exploitation minière, c'est un exemple de plus d'un gouvernement qui tire profit des terres fédérales...

Le projet de Yosemite prolonge une tendance amorcée l'an dernier. Au cours de l'exercice budgétaire 2025, le Bureau de gestion des terres (*BLM*) a approuvé plus de 6'000 demandes de forage sur des terres fédérales et amérindiennes. C'est l'un des totaux les plus élevés depuis la présidence de George W. Bush.

Au cours de l'exercice 2025, les recettes tirées des ventes de terres fédérales ont augmenté de 25 %, à 215 millions de dollars. Et la superficie totale sous bail a atteint son plus haut niveau en quatre ans.

Ces chiffres ne feront que continuer à augmenter. Le BLM a indiqué que les totaux de l'exercice 2026 refléteront plus fidèlement le plan de la Maison-Blanche.

Cette information ne fait que confirmer que le gouvernement continuera de chercher à monétiser les terres fédérales par tous les moyens. Et nos positions sur ce thème se portent bien...

Royal Gold affiche une hausse de 133 % dans notre portefeuille modèle depuis notre recommandation initiale d'août 2022, écrasant la performance de 93 % du S&P 500 sur la même période.

Viper Energy ne fait pas tout à fait aussi bien, mais reste en hausse de 26 % depuis son entrée dans le portefeuille en octobre 2022.

Une autre entreprise profitera du développement accru des ressources sur les terres fédérales ou à proximité : la société de redevances foncières **LandBridge** (NYSE : **LB**). Comme Viper, LandBridge opère presque exclusivement dans le bassin permien.

LandBridge possède 325'000 acres (environ 131'500 hectares) de terrains et perçoit des frais et des redevances auprès des clients qui utilisent ses terres. Comme Royal Gold, elle est très économe en capital, avec des marges de FCF supérieures à 60 %.

Et ses terres prennent chaque jour davantage de valeur... Le mois dernier, LandBridge a publié un trimestre record, avec un chiffre d'affaires en hausse de 41 % sur un an, à 67 millions de dollars, et un FCF en hausse de 11 %, à 40 millions de dollars.

Par le passé, l'essentiel du chiffre d'affaires de LandBridge provenait des producteurs de pétrole et de gaz et des entreprises de transport d'eau. Mais nous pensions qu'elle disposerait bientôt d'une nouvelle source de revenus... le bassin permien étant appelé à devenir un haut lieu des centres de données d'IA. Et cette thèse commence à se concrétiser...

LandBridge aménage sur ses terres des campus idéalement situés pour accueillir de grands centres de données d'IA (avec un accès à l'eau et à une électricité bon

marché). L'entreprise travaille avec sept sociétés d'énergie et d'infrastructures numériques pour ajouter jusqu'à 10 gigawatts de puissance. Selon les analystes, ces campus pourraient générer entre 20 et 40 millions de dollars de FCF annuel par gigawatt de puissance.

Après un démarrage lent suivant notre recommandation de janvier 2025, l'action a progressé de 7 % ce mois-ci et de 76 % depuis le début de l'année. Compte tenu de la récente hausse de son cours, nous ne la considérons pas comme un achat aux prix actuels. **Conservez LandBridge (NYSE : LB).**

Le distributeur de gaz naturel et d'électricité **UGI (NYSE : UGI)** a vu son action bondir de 10 % ce mois-ci, après que la société de capital-investissement KKR a proposé de racheter l'entreprise pour 9,1 milliards de dollars, soit 42,50 dollars par action.

La consommation d'électricité s'envole grâce à l'essor de l'IA. Les distributeurs de gaz naturel sont désormais des cibles d'acquisition attractives. Plus tôt cette année, la société de capital-investissement Energy Capital Partners a cédé le producteur d'électricité au gaz naturel Calpine à Constellation Energy (CEG) pour 27 milliards de dollars. C'était l'opération de capital-investissement la plus rentable de tous les temps.

En avril, UGI a cédé sa division de distribution d'électricité pour 470 millions de dollars afin de se concentrer sur le gaz naturel. Son activité électrique était bien plus modeste, avec environ 63'000 clients, contre plus de 670'000 clients pour le gaz naturel.

Début septembre, l'action se négociait autour de 38 dollars – 11 % en dessous du prix proposé par KKR. **Conservez UGI (NYSE : UGI).**

Enfin, nous avons recommandé l'éditeur de logiciels de cybersécurité **Okta (Nasdaq : OKTA)** en juillet. Le logiciel d'Okta prendra de la valeur à mesure que les agents IA deviendront les principaux utilisateurs des logiciels.

L'action s'est envolée ce mois-ci après la publication de résultats trimestriels supérieurs aux attentes des analystes, tant sur le chiffre d'affaires que sur le bénéfice. La direction a relevé ses prévisions de chiffre d'affaires et de bénéfices pour la deuxième fois cette année.

Le carnet de commandes d'Okta a progressé de 17 % sur un an. Et ses produits IA semblent tirer cette croissance : 30 % de ses nouvelles prises de commandes

proviennent de nouveaux produits, dont sa plateforme de sécurité Okta for AI Agents.

Nous affichons déjà un gain de 38 %. **Conservez Okta (Nasdaq : OKTA).**

Bon investissement,

Whitney Tilson

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

Actions Gagnantes - Septembre 2026 - La scission efficace en capital que le marché ignore encore

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