ACTIONS Gagnantes



Whitney Tilson | Octobre 2026

Plus de 210 % de potentiel : les sceptiques vont encore avoir tort

Sommaire

- *C'était un combat au corps à corps...*
- Bâtir un géant du logiciel
- Des fondamentaux financiers hors normes
- Notre scénario pour un gain de 210 %
- Mise à jour du portefeuille

Plus de 210 % de potentiel : les sceptiques vont encore avoir tort

C'était un combat au corps à corps.

C'est ainsi que Peter Gassner a décrit la bataille pour décrocher son premier contrat à un million de dollars.

En 2005, Gassner a quitté Salesforce. Quelques années plus tard, sa start-up de logiciels affrontait son ancien employeur pour un contrat de 3 millions de dollars avec le géant pharmaceutique Pfizer.

Gassner avait obtenu un rendez-vous avec Pfizer pour présenter le nouveau logiciel de vente et de marketing de son entreprise. Salesforce lui avait fait parvenir un message… pour lui dire qu'il ne remporterait jamais ce contrat.

Tout jouait contre lui. À un moment de la réunion, dans une grande salle de conférence, un dirigeant de Pfizer s'est levé et lui a demandé : *« Il y a plus de monde dans cette salle que dans toute votre entreprise. Pourquoi devrions-nous vous acheter quoi que ce soit ? »*

C'était vrai, mais Gassner n'a pas bronché.

Il savait que son logiciel était supérieur. Il a répondu sans hésiter : *« Nous sommes votre seule chance. Nous allons créer quelque chose de formidable, et nous avons les meilleurs. »*

Cette assurance lui a permis de remporter le contrat. Après la réunion, Gassner et sa petite équipe n'ont pas pris de repos tant que Pfizer n'était pas satisfait. Ce contrat a été le tournant de sa jeune entreprise.

Dès l'enfance, Gassner était coriace et sûr de lui.

Élevé dans le nord-ouest des États-Unis par des immigrés suisses, il conduisait déjà des engins lourds dans l'atelier de son père, forgeron, à l'âge de 12 ans. Son père lui a appris très tôt que *« suffisant, ce n'est pas suffisant »*.

Gassner a toujours eu l'esprit d'entreprise. À 8 ans, il distribuait déjà les journaux et tondait les pelouses. À 13 ans, il faisait la plonge dans un restaurant,

avant d'être renvoyé parce qu'il était trop jeune. Dès ses 14 ans, il a trouvé un emploi dans un autre restaurant.

Au lycée, il dirigeait sa propre entreprise de toiture… et trouvait encore le temps d'être co-capitaine de l'équipe de lutte.

Diplômé en informatique, il a travaillé pendant des décennies dans la Silicon Valley, notamment chez IBM et PeopleSoft. Il a vu le secteur passer des ordinateurs centraux aux bases de données, puis aux applications d'entreprise.

En 2003, il savait que l'informatique dans le cloud serait la prochaine grande révolution. Il a donc rejoint Salesforce, pionnière du cloud, comme vice-président senior chargé de la technologie. Il y a participé à la construction de sa plateforme de gestion de la relation client *(CRM)*.

Salesforce est entrée en Bourse un an plus tard, et Gassner s'est retrouvé à l'abri du besoin. Il est parti en 2005 et s'est accordé quelques années de pause. Mais il n'a pas pu résister à son amour du travail et à ce qu'il fait de mieux… contribuer à créer des logiciels innovants.

Toujours à l'affût de la prochaine tendance, Gassner savait que le logiciel dans le cloud suivrait le même chemin que les architectures client-serveur et les ordinateurs centraux avant lui… Il allait se spécialiser et s'adapter de plus en plus à chaque secteur.

Aucun éditeur de logiciels dans le cloud n'avait encore ciblé un secteur précis. Gassner serait le premier. Il a choisi l'industrie pharmaceutique. En partie pour des raisons humanitaires, a-t-il expliqué : les progrès médicaux *« peuvent éviter la mort d'une jeune mère »*.

Bien sûr, c'était aussi un domaine aux besoins technologiques très spécifiques, et qui avait largement les moyens de les financer.

Tout le monde le trouvait fou de viser un créneau aussi étroit. Mais Gassner adore aller à contre-courant. Comme il l'a expliqué lors d'un podcast récent :

> *Quand une tendance est encore naissante, tout le monde pense que vous avez tort…*
>
> *Je me souviens m'être assis avec un ami, qui a littéralement fait un dessin sur une serviette en papier.*

« Regarde, voici le logiciel d'entreprise. Maintenant, voici les sciences de la vie. C'est une toute petite part. Et voici le CRM pharmaceutique. C'est à peine un point. Qu'est-ce que tu fabriques ? »

C'est là que j'ai su que je tenais quelque chose.

Gassner a fondé son entreprise, **Veeva Systems** (**NYSE : VEEV**), en 2007. Le premier produit de Veeva a été construit sur la plateforme de Salesforce, celle-là même qu'il avait contribué à bâtir. Il était conçu spécifiquement pour aider les laboratoires pharmaceutiques à rendre leurs ventes et leur marketing plus efficaces.

Et c'est exactement ce qu'il a fait pour Pfizer. Gassner a tiré une leçon précieuse de ce contrat : *un client satisfait, c'est du capital gratuit*. À ses yeux, il venait en quelque sorte de lever 3 millions de dollars de fonds propres… sans la dilution qu'entraîne l'émission de nouvelles actions.

Si Veeva continuait simplement à exécuter son plan et à tenir ses promesses envers ses clients, elle pourrait poursuivre sa croissance sans avoir besoin de nouveaux capitaux. Veeva a rapidement séduit d'autres grands laboratoires. AstraZeneca, par exemple, a réalisé 30 % d'économies annuelles grâce à ses produits.

Veeva n'a levé que 7 millions de dollars avant son introduction en Bourse en 2013. Contrairement à la plupart des jeunes entreprises technologiques, Veeva a gagné de l'argent presque dès le départ. Elle n'a utilisé que 3 millions de dollars des capitaux levés avant son introduction en Bourse.

Aujourd'hui, le chiffre d'affaires de Veeva dépasse 3 milliards de dollars par an, et c'est le premier éditeur mondial de logiciels dans le cloud dédiés à un secteur spécifique. Pfizer est toujours cliente, comme presque tous les plus grands laboratoires pharmaceutiques du monde.

Veeva est aussi l'une des entreprises les plus efficaces en capital de l'histoire du logiciel, avec des marges d'exploitation supérieures à 40 %.

Mais aujourd'hui, Gassner fait de nouveau face aux sceptiques…

Veeva a récemment entrepris de sortir entièrement son logiciel de la plateforme Salesforce. Les investisseurs ont mis en doute cette décision, craignant une fuite des clients. Ils redoutent aussi que les start-up IA grignotent la croissance future de Veeva.

Nous ne parions pas contre Veeva pour autant. Gassner a une longue habitude de se fixer des objectifs ambitieux et de les atteindre… et de donner tort aux sceptiques.

Au contraire, comme nous allons vous le montrer, ces inquiétudes nous donnent l'occasion d'acheter Veeva à bas prix, au moment même où sa prochaine grande opportunité de croissance se présente.

Résultat : un potentiel de hausse de plus de 210 % sur une entreprise dont les fondamentaux financiers comptent parmi les meilleurs que nous ayons jamais vus.

Bâtir un géant du logiciel

Cette *« toute petite part »* que l'ami de Gassner avait dessinée sur une serviette est aujourd'hui un marché de 20 milliards de dollars par an : celui du logiciel pour les sciences de la vie, que Gassner a créé.

Les sciences de la vie regroupent les entreprises pharmaceutiques et de biotechnologie, ainsi que les fabricants de dispositifs médicaux et d'équipements de diagnostic. C'est aujourd'hui encore le seul secteur que Veeva sert. *(Son nom vient du latin « viva », qui signifie « vivant ».)*

Le premier produit de l'entreprise – celui qu'elle a vendu à Pfizer – était un système CRM construit sur la plateforme Salesforce. Les systèmes CRM recueillent les informations sur les clients, les prospects et les partenaires. Ils enregistrent les noms, les numéros de téléphone et les adresses e-mail, ainsi que chaque appel, chaque e-mail, chaque rendez-vous et chaque vente.

Au fil des années, Veeva a développé de nouveaux outils, tous adaptés au secteur. Ses premiers produits comprenaient un logiciel de suivi des échantillons de médicaments avec signature électronique et un outil de démonstration interactive auprès des médecins sur appareil mobile. Ces produits visaient à aider les clients à mettre leurs médicaments et leurs autres produits sur le marché.

En 2011, Veeva a plus que doublé son marché potentiel en développant un logiciel destiné à accompagner les entreprises pendant la phase de développement… de la découverte d'un médicament à son autorisation réglementaire.

Veeva a ajouté des produits de gestion de contenu qui permettent aux laboratoires de partager des documents avec les autorités de réglementation et de gérer les essais cliniques, les systèmes qualité et les programmes de pharmacovigilance. Ce processus assure une piste d'audit dès qu'un document entre dans le système.

Ce segment recherche et développement *(R&D)* est désormais la branche la plus importante de Veeva et celle qui croît le plus vite : son chiffre d'affaires a progressé de 22 % par an au cours des trois dernières années.

Veeva rassemble tous les documents, les données, les échanges et les validations sur une seule plateforme sécurisée… un net progrès par rapport aux dizaines de systèmes sur lesquels la plupart des laboratoires s'appuyaient par le passé.

L'entreprise continue d'ajouter de nouveaux produits adaptés au secteur. Elle accompagne les laboratoires à chaque étape de leur activité – R&D, développement des médicaments, essais cliniques, production, ventes et marketing, pharmacovigilance… – tout en garantissant leur conformité à une multitude de réglementations.

Veeva vend son logiciel exclusivement dans le cloud. Les clients y accèdent sur les serveurs distants de Veeva via une connexion Internet, un modèle économique appelé logiciel en tant que service *(SaaS)*.

Nos abonnés de longue date savent que nous adorons le SaaS. C'est un modèle économique extrêmement efficace en capital… Une fois le logiciel créé, il coûte peu d'ajouter de nouveaux clients ou de leur vendre des produits supplémentaires.

Veeva détient aujourd'hui une part dominante de 85 % du marché du CRM pour les sciences de la vie. Ses plus de 1'500 clients comprennent la plupart des plus grands groupes pharmaceutiques et de sciences de la vie au monde. Parmi eux figurent **Eli Lilly** (**NYSE : LLY**), présente dans notre portefeuille, mais aussi Amgen, Johnson & Johnson, Merck, Novartis et Pfizer, son tout premier client.

Gassner a donné tort aux sceptiques. Il a montré qu'en se concentrant sur les clients d'un seul secteur, il pouvait bâtir un géant du logiciel.

Veeva est entrée en Bourse à 20 dollars l'action en 2013, et le titre a clôturé à plus de 37 dollars ce jour-là. En août 2021, l'action a atteint un sommet de 341 dollars, soit un gain de plus de 800 % par rapport au cours de clôture du jour de l'introduction.

Mais au cours des cinq années qui ont suivi, l'action a reculé de plus de 15 %, alors même que l'entreprise continuait d'afficher une croissance et des bénéfices enviables.

La hausse des taux d'intérêt a fait baisser la valorisation de nombreuses entreprises SaaS depuis 2021. Et les investisseurs ont boudé Veeva pour d'autres raisons… notamment la menace de l'IA et une rupture audacieuse avec l'ancien employeur de Gassner.

Une séparation salutaire

Pendant des années, la relation entre Veeva et Salesforce a été bénéfique. Gassner connaissait bien la plateforme Salesforce. Après tout, il avait contribué à la bâtir.

S'appuyer sur la plateforme CRM de Salesforce dispensait Gassner et ses ingénieurs de construire la leur en partant de zéro.

Cela facilitait aussi beaucoup la vente des produits de Veeva. Les clients connaissaient Salesforce et faisaient confiance à son système. Gassner n'avait pas à les convaincre d'abandonner une plateforme de confiance au profit d'une jeune start-up.

Mais cette dépendance envers Salesforce posait deux problèmes…

D'abord, elle coûtait cher. Les conditions exactes n'étaient pas publiques, mais Veeva versait probablement à Salesforce des centaines de millions de dollars par an en frais de licence. Et elle devait prendre d'importants engagements d'achat minimum, quel que soit le rythme de croissance de son activité.

Ensuite, elle limitait la vitesse à laquelle Veeva pouvait développer et commercialiser de nouveaux produits. Si la plateforme CRM de Salesforce ne prenait pas en charge une fonctionnalité donnée, Veeva ne pouvait pas la proposer. Et le contrat avec Salesforce comportait des clauses qui restreignaient les nouveaux produits que Veeva pouvait lancer.

Fin 2022, après 15 ans sur la plateforme de Salesforce, Veeva a donc décidé de voler de ses propres ailes. Lorsque son contrat avec Salesforce a expiré en septembre 2025, Veeva ne l'a pas renouvelé. *(Le contrat prévoit une période de transition de cinq ans, qui permet aux clients existants de Veeva de continuer à utiliser leur CRM basé sur Salesforce jusqu'en septembre 2030.)*

Pour remplacer Salesforce, Veeva a développé son propre CRM, baptisé Vault CRM. En maîtrisant à la fois ses applications et la plateforme, Veeva pourra innover beaucoup plus vite.

En réaction, Salesforce a lancé son propre CRM pour les sciences de la vie, baptisé Life Sciences Cloud.

Les investisseurs ont paniqué, craignant que Veeva n'ait réveillé l'ours qui dort… et que Salesforce ne finisse par écraser ce concurrent insolent.

Cela ne s'est pas produit.

À ce jour, plus de 180 clients utilisent Vault CRM, dont cinq des 20 premières entreprises de biotechnologie. Parmi ces 20 entreprises, 12 ont choisi Veeva et seulement six Salesforce, les deux dernières devant faire leur choix d'ici la fin de l'année.

Jusqu'à présent, les migrations se sont déroulées sans accroc, dans les délais et dans le respect des budgets, voire en deçà, selon le directeur financier de Veeva, Brian Van Wagener. La direction compte conserver une part dominante de 70 % du marché du CRM dans le secteur.

Par ailleurs, si Veeva a débuté comme spécialiste du CRM, ses autres logiciels croissent désormais plus vite.

Il y a dix ans, les produits CRM représentaient environ 75 % du chiffre d'affaires de Veeva. Ils n'en représentent plus qu'environ 20 % aujourd'hui, et Veeva s'attend à ce que cette part tombe à environ 10 % d'ici 2030.

Veeva vend aujourd'hui plus de 50 produits. La plupart des clients ont commencé par le seul CRM, puis ont ajouté de nombreux autres produits à mesure que Veeva étoffait sa gamme. Ses applications couvrent désormais presque tous les processus réglementés des sciences de la vie : commercial, clinique, réglementaire, qualité et pharmacovigilance.

Et comme elles reposent toutes sur la même infrastructure, ajouter de nouveaux produits coûte bien moins cher et se fait bien plus facilement que s'adresser à un autre fournisseur.

En résumé, il est clair que Veeva a surmonté sa séparation de Salesforce. Elle peut maintenant commencer à récolter les économies et les avantages opérationnels liés à la gestion de son logiciel CRM en interne.

L'IA, un vent favorable pour Veeva

Nous vous avons déjà parlé de la *« SaaSpocalypse »*, l'effondrement des actions du secteur du logiciel en début d'année.

La crainte était que la nouvelle IA agentique, très avancée, permette à n'importe qui de créer ses propres logiciels, rendant obsolètes les logiciels d'entreprise.

Nous avons expliqué pourquoi ces craintes étaient exagérées dans notre numéro de mars. Comme nous l'avions montré, si certains éditeurs de logiciels historiques sont vulnérables, beaucoup ne le sont pas.

Nous avons mis au point un *moniteur de vulnérabilité IA* exclusif pour évaluer et classer la capacité de résistance de tous les éditeurs de logiciels face à cette menace.

Comme nous l'expliquions alors :

> *Nous avons commencé par évaluer les 258 sociétés de logiciels cotées en bourse selon 12 critères. Parmi ceux-ci figuraient notamment la question de savoir si le logiciel constitue un « système d'information » qui contrôle les données clients confidentielles, s'il intègre des flux de travail et peut « communiquer » avec d'autres logiciels, s'il engendre des coûts de migration élevés et s'il s'agit d'une plateforme plutôt que d'une simple interface utilisateur.*

Veeva est arrivée deuxième de notre moniteur, derrière **Microsoft** (**Nasdaq : MSFT**), présente dans notre portefeuille.

Les entreprises qui détiennent des données et des flux de travail de confiance ne vont pas seulement survivre… elles vont prospérer. Et Veeva en est l'un des exemples les plus clairs.

Dans le logiciel d'entreprise, un flux de travail est une série de tâches effectuées dans un ordre précis selon un ensemble de règles : quels systèmes, données et documents consulter, quelles validations obtenir et quelles actions mener.

Veeva contrôle le système d'information des laboratoires pharmaceutiques, qui abrite leurs données exclusives et leurs flux de travail.

Les systèmes de Veeva contiennent les données, les documents, le contexte des flux de travail, les autorisations et les historiques d'audit. Il faudrait des mois à un client pour reconstituer tout cela chez un autre fournisseur.

D'ailleurs, Pfizer ou AstraZeneca ne vont pas désorganiser toute leur activité pour économiser quelques dollars sur leurs logiciels. Ils ne prendront pas le risque de confier leurs processus à une solution bon marché bricolée à la hâte avec l'IA.

Plutôt que de supplanter les logiciels existants, l'IA sera un puissant vent favorable pour de nombreux éditeurs, dont Veeva.

L'IA fait augmenter la demande de logiciels. Comme nous l'expliquions dans notre numéro de juillet, les agents IA vont remplacer les humains comme principaux utilisateurs des logiciels. Et il y aura bien plus d'agents IA que d'utilisateurs humains.

Veeva vient d'ailleurs de lancer ses propres produits IA…

Elle a intégré à sa plateforme Vault une IA agentique, baptisée Vault AI, en décembre dernier. Et Veeva l'aura déployée dans toutes ses applications d'ici décembre.

Contrairement aux modules IA génériques greffés de l'extérieur sur un logiciel, Vault AI est intégrée directement à la plateforme. Veeva propose gratuitement certains de ses produits Vault AI à ses clients jusqu'en 2030, et a commencé cette année à facturer les autres. Elle continuera de les déployer sur l'ensemble de sa suite jusqu'à la fin de l'année.

Les start-up IA ont une montagne à gravir avant de pouvoir rivaliser avec Veeva. L'entreprise possède une connaissance approfondie du secteur. Elle en comprend toute la complexité… les réglementations, les règles et la piste d'audit nécessaires pour mettre un médicament sur le marché et le commercialiser. Ce savoir nourrit chacun des outils qu'elle crée, et les clients savent qu'ils peuvent faire confiance à Veeva.

La décision de Veeva de construire sa propre plateforme CRM sera aussi très payante avec l'IA. Maîtriser la plateforme sous-jacente permet à l'entreprise d'intégrer des agents IA directement dans ses applications et de leur donner un accès sécurisé aux données, aux documents et aux flux de travail réglementés de ses clients. Autrement dit, ses agents IA sont hautement spécialisés pour le secteur des sciences de la vie.

Cet été, l'entreprise a aussi lancé Falcon, un produit IA autonome. Avec Falcon, les agents IA accomplissent *l'intégralité* du travail, d'un bout à l'autre d'un flux de travail.

Lors d'une récente conférence investisseurs, Van Wagener l'a qualifié de « *main-d'œuvre numérique* ». Il a donné l'exemple d'un agent IA qui répond à une demande d'une autorité de santé au sujet d'un essai clinique. Là où une équipe de salariés très bien payés mettrait un mois à répondre, un agent IA pourrait le faire en moins d'une semaine. Grâce à Falcon, l'entreprise économise non seulement des coûts de main-d'œuvre, mais aussi du temps.

La direction s'attend à ce que Falcon contribue fortement au chiffre d'affaires à l'avenir. Et l'entreprise prévoit que les marges brutes de Falcon seront comparables à celles des logiciels de Veeva, soit environ 85 %.

Gassner, qui reste le PDG de Veeva, a récemment déclaré :

> *« C'est une période passionnante. L'IA ouvre le prochain grand chapitre de l'histoire de Veeva et du secteur. »*

Des fondamentaux financiers hors normes

Gassner a l'habitude de se fixer des objectifs difficiles et de les atteindre. En 2015, il visait un chiffre d'affaires annualisé de 1 milliard de dollars d'ici 2020. Il l'a atteint avec un an d'avance.

Il s'est ensuite fixé l'objectif de 3 milliards de dollars de chiffre d'affaires annualisé d'ici 2025. Veeva l'a atteint l'an dernier, avec des ventes en hausse de 16 %, à 3,2 milliards de dollars *(son exercice se clôture chaque année en janvier)*.

Aujourd'hui, Gassner s'est fixé un nouvel objectif… 6 milliards de dollars de chiffre d'affaires annualisé d'ici 2030. Cela correspond à une croissance annuelle composée de 17 %. Gassner est convaincu que Veeva y parviendra avec sa gamme actuelle de produits, sans même compter ses nouveaux produits IA.

Nous sommes convaincus qu'il en est capable.

Les dépenses mondiales de R&D pharmaceutique ont presque doublé au cours de la dernière décennie. Elles ont atteint 300 milliards de dollars aux États-Unis en 2025. Et les laboratoires dépensent 100 milliards de dollars par an pour mettre sur le marché les médicaments autorisés.

Veeva estime que le logiciel pour les sciences de la vie représente aujourd'hui un marché de 20 milliards de dollars par an, dont elle ne contrôle qu'environ 16 %. L'entreprise s'attend à ce que cette part augmente. De plus, selon Gassner, ce

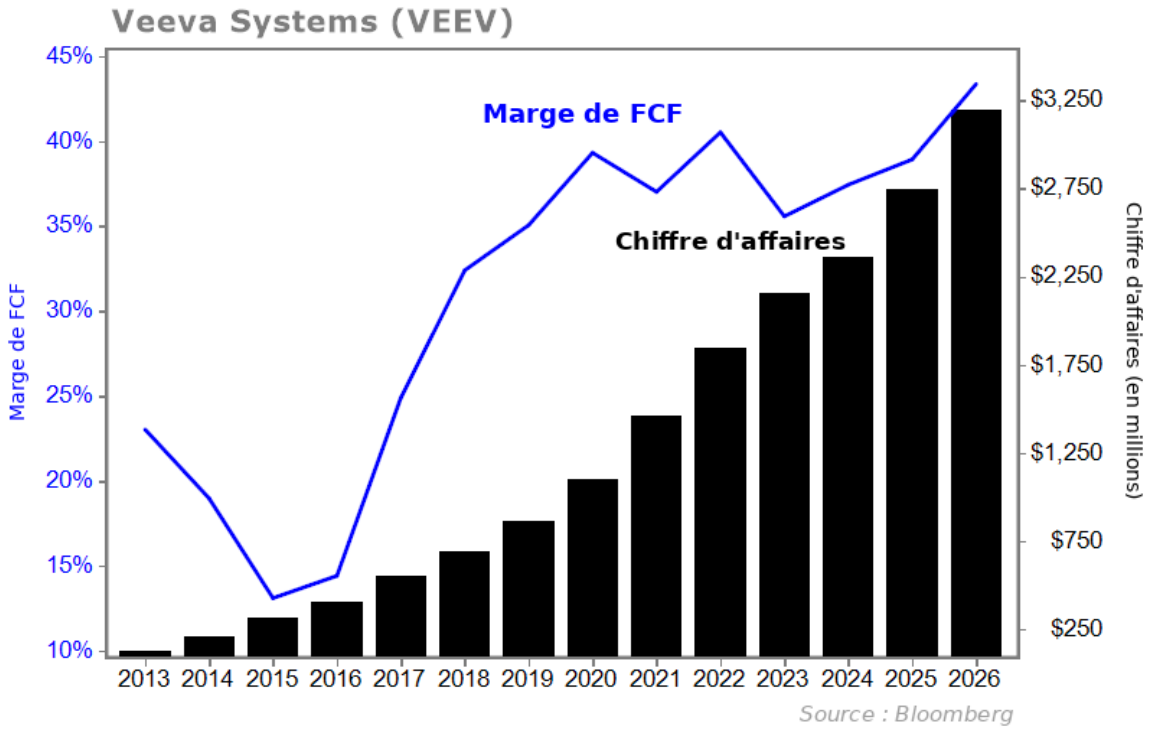
marché de 20 milliards de dollars ne peut que grandir grâce à l'IA. Les entreprises de biotechnologie utilisent l'IA pour trouver plus vite de nouvelles molécules, ce qui va accélérer l'arrivée de nouveaux médicaments en développement. Cela signifie davantage d'essais cliniques, davantage de production et davantage de contrôles qualité et de sécurité… précisément les domaines dans lesquels Veeva est spécialisée.

Veeva va donc obtenir une plus grosse part d'un gâteau plus gros.

Mais ce que nous apprécions le plus chez Veeva, c'est son efficacité en capital…

Comme nous vous l'avons dit, Veeva est rentable depuis ses débuts. Sa marge de flux de trésorerie disponible *(FCF en pourcentage du chiffre d'affaires)* a atteint 44 % l'an dernier. Et ses dépenses d'investissement *(capex)* n'absorbent presque rien de son chiffre d'affaires.

Autrement dit, sur chaque dollar de ventes, près de 44 cents deviennent de la trésorerie disponible. Veeva a fait preuve d'une régularité extraordinaire dans la génération d'énormes montants de FCF… Ses marges de FCF ont dépassé 35 % chaque exercice depuis 2019.



Et Veeva maintient ces marges tout en continuant à faire croître ses ventes à un rythme proche de 20 % par an.

Les investisseurs évaluent la solidité financière des entreprises SaaS en additionnant leur croissance des ventes et leur marge de FCF. La *« règle des 40 »* est un critère selon lequel tout résultat supérieur à 40 est bon.

Avec une croissance des ventes de 16 % et une marge de FCF de 44 %, Veeva obtient un score de 60 selon la règle des 40. C'est le plus élevé de toutes les entreprises purement SaaS de la planète.

Veeva n'a pas fait grand-chose de cette trésorerie. Elle n'a jamais versé de dividende, n'a commencé à racheter ses propres actions que l'an dernier et n'a réalisé que quelques petites acquisitions au fil des années. Résultat : elle n'a aucune dette.

Avec beaucoup de trésorerie qui rentre et très peu qui sort, la trésorerie nette de Veeva n'a cessé de croître et atteint désormais 7,2 milliards de dollars. Si Veeva utilisait cette trésorerie pour racheter ses actions, elle pourrait réduire son nombre d'actions de 16 %.

En résumé, les fondamentaux financiers de Veeva comptent parmi les meilleurs que nous ayons jamais vus – facilement dans le top 1 % de toutes les entreprises. C'est une activité à fortes marges, à forte croissance et peu gourmande en actifs, qui génère énormément de FCF et affiche un bilan irréprochable.

Nous avons confiance en Veeva sous la direction de Gassner. Une étude de Bain & Company montre que les entreprises dirigées par leur fondateur offrent à long terme des rendements pour l'actionnaire plus de 2,1 fois supérieurs.

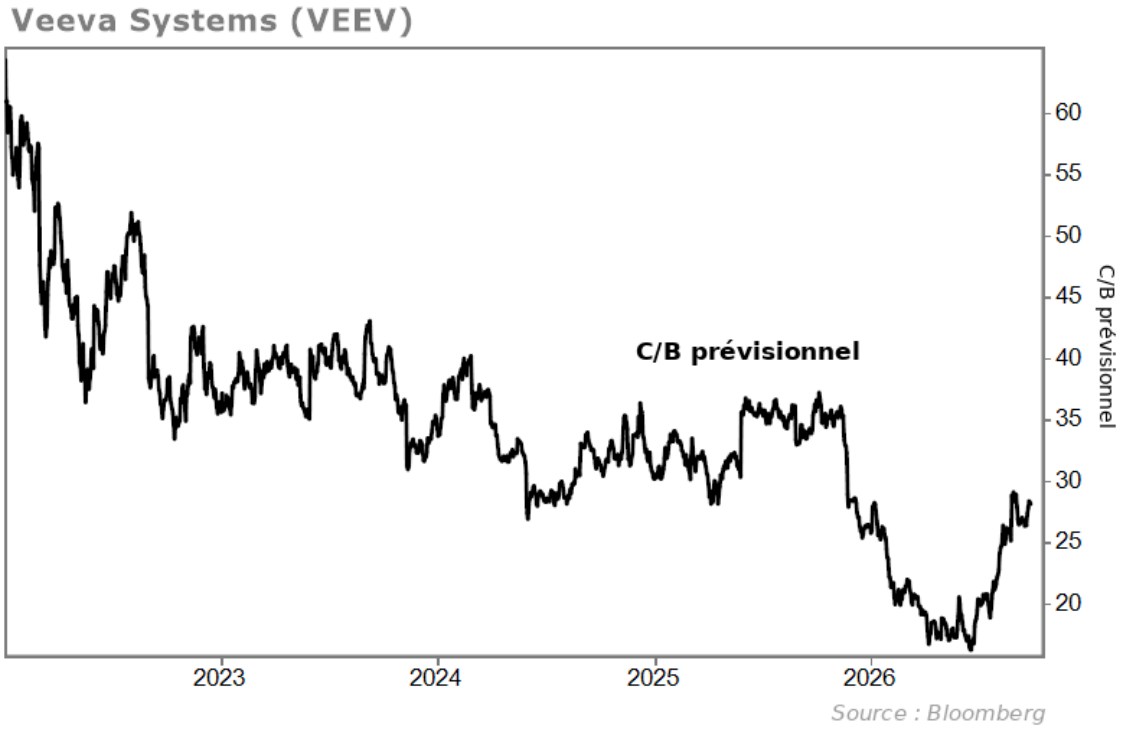
De plus, Gassner a de nombreuses raisons de vouloir faire monter le cours de l'action. Il perçoit un salaire de 450'000 dollars, inférieur à celui du marché pour un PDG. Et il ne touche aucune prime en numéraire. Sa seule rémunération variable se compose d'options sur actions dont le prix d'exercice est de 236,90 dollars par action… et ces options doivent constituer sa seule rémunération en actions jusqu'en 2030.

Plus il fera monter l'action au-dessus de 236,90 dollars, plus il gagnera.

Le potentiel de croissance que le marché ne voit pas

L'action Veeva s'est négociée en moyenne à 60 fois ses bénéfices prévisionnels depuis son introduction en Bourse en octobre 2013. Mais depuis 2022, lorsque la

Réserve fédérale a commencé à relever ses taux après la pandémie, son ratio cours/bénéfice *(C/B)* prévisionnel s'est le plus souvent situé entre 30 et 40.



Sous l'effet des inquiétudes liées à la concurrence de Salesforce et à l'IA, l'action se négocie au bas de cette fourchette, à seulement 30 fois les estimations de cette année.

Comme vous pouvez le voir, l'action a rebondi depuis ses plus bas de juin, au plus fort de la SaaSpocalypse.

Veeva peut sembler chère par rapport au marché. Mais rappelez-vous : il s'agit d'une entreprise *largement* supérieure à la moyenne. Et nous avons désormais la dynamique de notre côté.

L'action est moins chère qu'il n'y paraît, car le marché ne mesure pas pleinement le potentiel de croissance de Veeva.

L'activité de Veeva ne montre aucun signe de ralentissement. Elle accélère même. Au dernier trimestre, les ventes de Veeva ont progressé de 18 %. Et la direction a relevé ses prévisions de bénéfice à 9,21 dollars par action.

Nous pensons que Veeva atteindra sans difficulté son objectif de 6 milliards de dollars de chiffre d'affaires annualisé d'ici 2030. La direction affirme être sur la bonne voie. Et rappelez-vous : tout chiffre d'affaires lié à l'IA est un bonus, qui ne fait pas partie de cette projection.

Les investisseurs n'intègrent pas ce potentiel dans le cours. Le chiffre d'affaires de Veeva tiré de l'IA sera important au cours des cinq prochaines années. L'entreprise vient tout juste de commencer à facturer certains de ses produits Vault AI. Et ses produits IA Falcon, qui fournissent une main-d'œuvre agentique, en sont encore au stade des premiers utilisateurs, auprès d'un groupe restreint de clients. Veeva n'a même pas encore fixé de grille tarifaire pour Falcon.

Falcon, à lui seul, pourrait constituer une source importante de revenus supplémentaires pour Veeva.

Voici comment Van Wagener l'a présenté récemment lors d'une conférence investisseurs :

> *« Si vous livrez une IA standardisée, votre prix sera ramené au coût de la matière première sous-jacente, celui des jetons consommés. Mais nos agents Vault AI intégrés aux applications ne sont absolument pas une IA standardisée… Les produits Falcon ne sont absolument pas standardisés. Ils vont supprimer une part importante des coûts de main-d'œuvre manuelle et répétitive dans les opérations de nos clients, que ceux-ci pourront réinvestir dans leur croissance ou faire remonter jusqu'à leur résultat net. »*

Par exemple, l'entreprise prévoit une réduction de 70 % du travail de relecture manuelle pour les clients qui utilisent Falcon dans la relecture médicale, juridique et réglementaire. Avec de telles économies, Veeva pourra facturer Falcon à un prix élevé. Et ce n'est qu'un cas d'usage parmi d'autres.

Les produits IA de Veeva pourraient facilement apporter 2 milliards de dollars de chiffre d'affaires annuel supplémentaire d'ici 2030. **Alors que tout le monde a les yeux rivés sur l'objectif de 6 milliards de dollars de Veeva, nous visons 8 milliards de dollars.**

La prochaine grande offensive de Veeva

L'IA n'est que l'un des nouveaux relais qui vont doper l'activité de Veeva dans les années à venir.

Veeva a récemment annoncé qu'elle allait s'attaquer, pour la première fois de son histoire, à des secteurs autres que les sciences de la vie. Elle développe une

plateforme de nouvelle génération, baptisée « *Aspen* », qui comportera selon Gassner des « *innovations majeures* ».

Autrement dit, elle veut concurrencer Salesforce dans d'autres secteurs.

Conquérir de nouveaux marchés pourrait démultiplier les ventes de Veeva.

Quand Veeva a démarré en 2007, le marché du CRM pour les sciences de la vie pesait environ 1 milliard de dollars. Quand elle a lancé Veeva Vault en 2010 et qu'elle est devenue une entreprise multiproduits, son marché potentiel a été multiplié par 10.

Et avec cette nouvelle incursion dans d'autres secteurs, Veeva estime que son marché va de nouveau être multiplié par 10. Compte tenu de l'obsession de Gassner pour la satisfaction de ses clients avant tout, nous ne doutons pas qu'Aspen deviendra avec le temps un concurrent sérieux.

Veeva ne compte d'ailleurs sur aucun chiffre d'affaires ni aucun bénéfice de ce nouveau marché dans ses prévisions pour 2030. En revanche, elle y intègre les coûts de développement de la nouvelle plateforme Aspen. Et lorsque ces coûts ont pesé sur les marges de Veeva, les investisseurs l'ont remarqué.

Dans son dernier plan quinquennal, Veeva s'est fixé un objectif de marge d'exploitation non-GAAP « *d'au moins 35 %* » pour 2030.

OBJECTIFS 2030 DE VEEVA SYSTEMS

	Aujourd'hui	Objectif 2030
Chiffre d'affaires annualisé total	3,2 milliards de dollars	6 milliards de dollars
Marge d'exploitation non-GAAP	45 %	35 % et plus

Source : Veeva Systems

(« GAAP » désigne les principes comptables généralement reconnus aux États-Unis. Dans ses chiffres non-GAAP, Veeva ne déduit pas certaines charges sans effet sur la trésorerie, comme la rémunération en actions et l'amortissement des actifs incorporels.)

La plupart des entreprises rêveraient d'une marge d'exploitation de 35 %. Le problème, c'est que la marge d'exploitation non-GAAP de Veeva a atteint 45 % l'an dernier, contre 36 % deux ans plus tôt. Un objectif de 35 % dans cinq ans représenterait donc une baisse sensible.

Mais nous ne sommes pas inquiets. Veeva assume aujourd'hui le coût initial du développement d'une plateforme d'avenir. C'est plus tard que Veeva enregistrera un chiffre d'affaires important grâce à Aspen, sans les dépenses de développement – à l'inverse de sa projection pour 2030, qui prévoit des coûts élevés mais moins de revenus.

Par ailleurs, la direction a insisté sur le « au moins » de son objectif : 35 % est un plancher. Nous nous attendons à ce que l'entreprise le dépasse.

Notre scénario pour un gain de 210 %

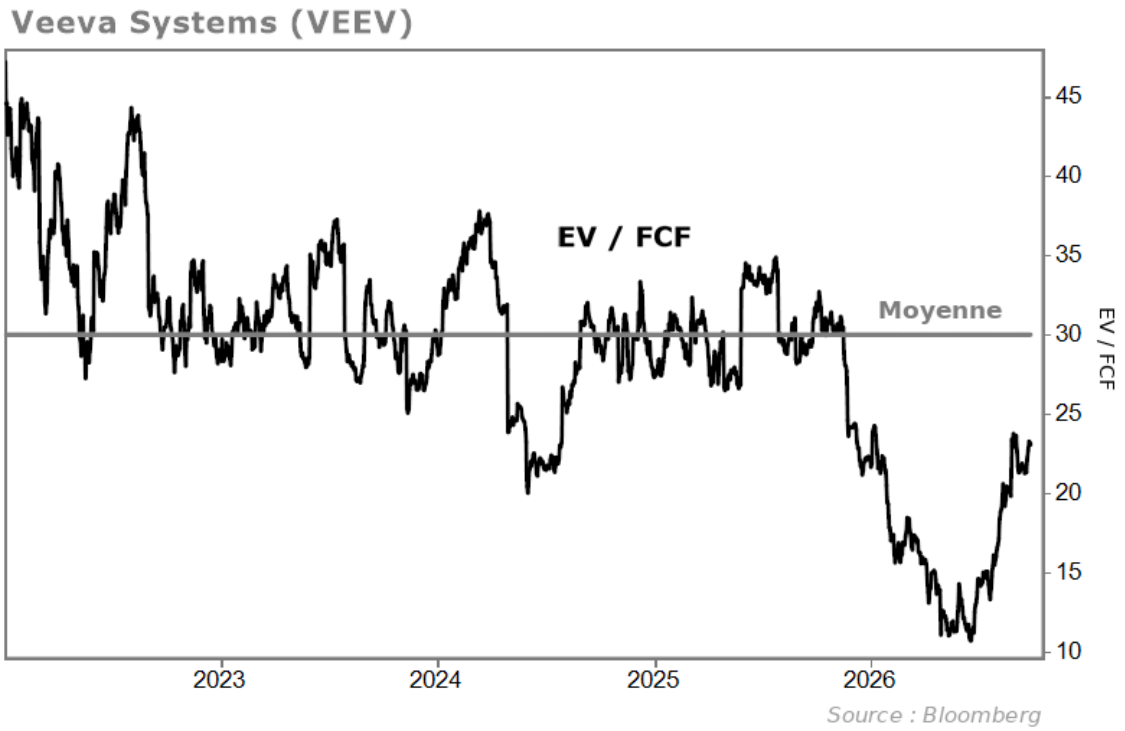
Combien Veeva pourrait-elle valoir au cours des cinq prochaines années ?

Supposons qu'Aspen apporte 1 milliard de dollars de ventes supplémentaires en 2030, en plus des 2 milliards de dollars de ventes liées à l'IA. Cela donne un total de 9 milliards de dollars de ventes, soit 3 milliards de dollars de plus que les prévisions de 6 milliards de dollars de Veeva et que ce qu'attend aujourd'hui le marché.

Avec une marge de FCF de 45 %, cela représenterait 4 milliards de dollars de FCF en 2030. La valeur d'entreprise *(EV)* de Veeva – la valeur de ses actions plus sa dette, moins sa trésorerie – avoisine aujourd'hui 38,6 milliards de dollars… soit environ 24 fois son FCF de 1,6 milliard de dollars de l'an dernier.

Si l'on applique le même multiple EV/FCF à notre estimation de 4 milliards de dollars de FCF en 2030, la valeur d'entreprise de Veeva atteindrait 96 milliards de dollars. C'est 2,5 fois sa valeur d'entreprise actuelle… soit un gain de 150 %.

Mais cela pourrait être bien davantage. Depuis 2022, la valeur d'entreprise de Veeva s'est établie en moyenne à environ 30 fois son FCF…



À 30 fois un FCF de 4 milliards de dollars, la valeur d'entreprise de Veeva atteindrait 120 milliards de dollars. **C'est un gain de plus de 210 %, soit plus qu'un triplement par rapport au cours au moment de notre recommandation.**

Les investisseurs se focalisent sur le pire scénario et ignorent les nombreux facteurs positifs dont bénéficie Veeva, notamment le potentiel de ses nouveaux produits IA et Aspen.

Et ils ignorent la trésorerie de 7,2 milliards de dollars de l'entreprise, qui ne cesse de grossir. Veeva peut s'en servir pour croître par acquisitions et racheter ses actions. Elle a déjà réduit son nombre d'actions d'environ 2,3 % en rachetant pour 643 millions de dollars de titres, dans le cadre de son programme de rachat de 2 milliards de dollars.

Veeva est l'une des entreprises les plus efficaces en capital que nous ayons jamais vues. Son logiciel est la colonne vertébrale réglementaire d'une industrie pharmaceutique et biotechnologique essentielle et en pleine croissance. Et elle est prête à exporter ce succès vers de nouveaux marchés.

Portée par l'IA, Veeva se prépare désormais à sa prochaine phase de croissance. **Montons à bord dès maintenant, tant que les investisseurs doutent encore de son avenir.**

MESURE À PRENDRE

Achetez Veeva Systems (NYSE : VEEV).

Mettez un stop loss à 35 %.

Mise à jour du portefeuille

Pendant environ 90 ans, les mathématiciens ont buté sur l'une des questions les plus difficiles de leur discipline.

Le 8 septembre, OpenAI a trouvé la solution.

La question porte sur les équations de Navier-Stokes, que les ingénieurs utilisent pour concevoir des avions et établir les prévisions météorologiques. C'est l'un des sept Problèmes du prix du millénaire – parmi les problèmes ouverts les plus difficiles des mathématiques, chacun étant doté d'une récompense de 1 million de dollars.

Selon OpenAI, environ 10'000 agents IA ont trouvé la solution de l'un d'eux en 88 heures.

Il y a trois ans, les modèles d'IA les plus avancés peinaient avec les mathématiques du lycée. Aujourd'hui, ils sont apparemment devenus des génies des mathématiques.

Ce n'est que le dernier exemple en date de la progression exponentielle des capacités de l'IA. Mais certains commencent à se demander… Le jeu en vaut-il la chandelle ?

Le jour même de l'annonce d'OpenAI, Jacob Coxon, chercheur de 27 ans, a quitté son concurrent Anthropic. Coxon, qui avait auparavant travaillé chez OpenAI, a écrit sur le réseau social X que ceux qui développent l'IA *« croient sincèrement qu'elle pourrait tous nous tuer d'ici la fin de la décennie ».*

« Jacob a raison sur ce point », a écrit Evan Hubinger, l'un des responsables de l'alignement chez Anthropic. *(L'alignement consiste à faire en sorte que l'IA fasse ce que les humains attendent d'elle.)* Il estime personnellement à plus de 10 % la probabilité que l'IA tue tous les humains au cours de la prochaine décennie.

Quatre jours plus tard, le PDG d'Anthropic, Dario Amodei, a publié *« We Must Pace the Frontier »*, un essai appelant les entreprises de l'IA – y compris la sienne – à ralentir le rythme auquel leurs modèles acquièrent de nouvelles capacités.

Deux de ses principaux concurrents se sont ralliés à lui en quelques heures. *« Je suis d'accord avec Dario : nous devons ralentir le rythme de la frontière »*, a écrit le PDG d'OpenAI, Sam Altman. Elon Musk, dont la société SpaceX (SPCX) détient le chatbot IA Grok, a publié trois mots : *« Dario a raison. »*

Tout le monde n'était pas d'accord avec Amodei… Le PDG de Meta Platforms, Mark Zuckerberg, a déclaré que si Meta avait déjà repoussé de quelques mois son agent IA Muse pour des raisons de sûreté et de sécurité, un ralentissement de tout le secteur n'était pas nécessaire.

Le PDG de Nvidia, Jensen Huang, a déclaré que la sécurité devait rester une priorité absolue, mais qu'un ralentissement coordonné n'était pas la solution. À moins de découvrir un problème de sécurité, les entreprises de l'IA devraient selon lui *« courir aussi vite que possible »*.

Et puis il y a la Chine. Amodei prévient que si les États-Unis ralentissent leurs progrès dans l'IA et que la Chine ne le fait pas, la Chine pourrait finir par gagner la course à l'IA. Lors de leur sommet le mois dernier, le président Donald Trump et le président chinois Xi Jinping sont convenus de poursuivre le dialogue sur l'IA. Aucun des deux ne s'est engagé à ralentir.

Ces questions de gouvernance de l'IA tombent mal. Selon le *Wall Street Journal*, Anthropic a repoussé son introduction en Bourse à novembre, pour une valorisation qui pourrait atteindre environ 2'000 milliards de dollars. Des sources proches du dossier ont indiqué que ce report n'avait aucun lien avec le récent débat sur la sécurité.

OpenAI a repoussé sa propre introduction en Bourse à l'année prochaine.

Plusieurs des positions de notre portefeuille contribuent à faire progresser les capacités de l'IA grâce à des investissements massifs dans les infrastructures. Elles détiennent même des participations dans les laboratoires de pointe. **Amazon** (**Nasdaq : AMZN**) détiendrait entre 15 % et 20 % d'Anthropic, et **Alphabet** (**Nasdaq : GOOGL**) entre 10 % et 15 % environ. **Microsoft** (**Nasdaq : MSFT**) détient environ 27 % d'OpenAI.

Le 25 septembre, Microsoft a remanié son assistant IA Copilot en dévoilant plusieurs nouvelles fonctionnalités, dont un outil de programmation et un agent

IA disponible 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7 – c'est-à-dire un système habilité à agir au nom de l'utilisateur, et pas seulement à répondre à ses questions et à ses demandes.

Cela s'inscrit dans le projet de Microsoft de faire de son assistant IA un guichet unique pour les employés de bureau.

L'entreprise intègre également ses applications Office – Word, Excel et PowerPoint – à Copilot. Et le nouvel agent IA de Copilot, baptisé Autopilot, disposera de sa propre identité dans l'annuaire de l'entreprise (comme s'il s'agissait d'un salarié) et de permissions spécifiques que les utilisateurs pourront contrôler.

Comme nous l'avons déjà dit, la prolifération des agents IA est une excellente nouvelle pour **Okta** (**Nasdaq : OKTA**), qui aide les entreprises à authentifier les utilisateurs (humains comme IA) qui veulent accéder à leurs systèmes.

Après l'appel d'Amodei à ralentir le développement de l'IA, les actions SaaS comme celles de la cybersécurité se sont envolées. Okta a gagné 12 % en une seule journée.

Comme nous l'avons évoqué dans notre recommandation sur Veeva, les investisseurs craignent depuis le début de l'année que les logiciels générés par IA supplantent les grands éditeurs SaaS. Avec l'annonce d'un possible ralentissement du développement de l'IA, les actions SaaS ont regagné une partie du terrain perdu.

Mais les actions de la cybersécurité ont grimpé pour une autre raison. Les investisseurs ont parié que des menaces liées à l'IA plus importantes se traduiraient par davantage de dépenses de sécurité.

Okta a profité de ces deux facteurs. C'est un peu ironique, car la thèse de croissance de cette entreprise de cybersécurité devrait en théorie aller à l'encontre d'un rebond du SaaS.

Les agents IA ont besoin d'authentification, de connexions sécurisées et de limites à ce à quoi ils peuvent accéder. Plus les entreprises déploient d'agents IA, plus elles ont besoin de garde-fous de sécurité fiables… et plus elles devront dépenser en services Okta. Un ralentissement du développement de l'IA n'arrêtera pas l'adoption rapide des agents IA.

Nous affichons pour l'instant un gain de plus de 40 % sur notre position Okta. **Conservez Okta** (**Nasdaq : OKTA**).

Le spécialiste des épaves et des enchères automobiles **Copart** (**Nasdaq : CPRT**) a connu un mois difficile.

Les investisseurs ont très mal accueilli ses résultats du quatrième trimestre : son bénéfice dilué par action est tombé à 0,35 dollar, contre 0,41 dollar un an plus tôt. C'est en deçà des 0,39 dollar attendus par les analystes.

Le chiffre d'affaires de Copart a progressé de 2,4 %, à 1,2 milliard de dollars. Mais l'entreprise a vendu moins de voitures. Et ses dépenses par voiture ont augmenté de 12,7 % sur un an… principalement à cause des nouveaux services que Copart déploie : livraison longue distance, Title Express et sites dédiés à la vente en gros aux États-Unis. La direction affirme vouloir faire redescendre les coûts par voiture à mesure que les volumes augmenteront.

Copart se porte toujours bien. Son chiffre d'affaires par voiture a bondi de 5,4 %, et son activité internationale continue de croître rapidement. Alors même que ses volumes de ventes aux États-Unis reculaient, Copart a vendu 10 % de voitures en plus à l'étranger par rapport à l'an dernier, avec un chiffre d'affaires international en hausse de 11,7 %, à 222 millions de dollars.

De plus, les compagnies d'assurance déclarent un nombre record de voitures irréparables. Au deuxième trimestre, 23 % de l'ensemble des sinistres se sont soldés par une perte totale.

La raison : les coûts de réparation ont bondi de plus de 40 % depuis 2019. Plus il coûte cher de réparer une voiture, plus il est probable qu'elle soit déclarée économiquement irréparable… et qu'elle finisse sur les parcs de Copart.

Un seul trimestre plus faible ne changera pas cette tendance de long terme.

Par ailleurs, Copart s'apprête à réaliser une acquisition judicieuse. Elle prévoit de racheter ACV Auctions (ACVA) – une place de marché numérique sur laquelle les concessionnaires se revendent entre eux les véhicules repris à leurs clients – pour 10,50 dollars par action en numéraire. Cela représente environ 1,9 milliard de dollars, soit une prime d'environ 45 % par rapport au cours de clôture d'ACV du 10 août.

ACV n'est pas rentable, mais ses marges brute, d'exploitation et nette s'améliorent toutes. Elle devrait devenir rentable au cours de l'année à venir.

L'opération valorise ACV à environ 19 fois son bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement *(EBITDA)* prévisionnel.

ACV vend plus de 800'000 véhicules par an et, surtout, ne possède pratiquement aucun terrain. Elle a traité environ 10 milliards de dollars de transactions de voitures d'occasion en 2025, auprès de plus de 22'000 acheteurs actifs.

Copart est le complément idéal de cette activité. Elle dispose des terrains qui manquent à ACV : plus de 275 parcs automobiles pour stocker les véhicules. Elle traite plus de 4 millions de voitures par an et compte environ 1 million de membres – dont de nombreux clients internationaux qui font monter les enchères sur les voitures d'occasion ou accidentées américaines.

La logique est simple. Copart tente depuis vingt ans d'étendre son activité au-delà des véhicules d'assurance, et les volumes hors assurance ne représentent encore qu'environ un quart de l'activité. Cette opération diversifie l'activité de Copart et l'ouvre aux transactions entre concessionnaires.

Les parcs de Copart deviendront des zones de transit pour les voitures d'ACV, et les concessionnaires d'ACV auront accès à la clientèle mondiale d'acheteurs de Copart. Les acheteurs internationaux ont représenté environ 38 % des véhicules vendus par Copart aux États-Unis au cours de cet exercice, et 46 % des montants.

Copart prévoit de finaliser l'opération d'ici la fin de l'année. Elle la financera entièrement avec sa trésorerie disponible. Fin juillet, Copart disposait d'environ 5,7 milliards de dollars de liquidités, sans aucune dette. Il lui restera donc plus de 2 milliards de dollars de trésorerie après l'opération.

L'action Copart a reculé de 19 % depuis notre dernier numéro. Mais nous apprécions la direction qu'elle prend sur le long terme. **Achetez Copart** (**Nasdaq : CPRT**).

Le marché obligataire a subi des ventes massives, et le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a atteint 5,3 % – son plus haut niveau depuis 2002.

Le secteur financier, sensible aux taux, a été particulièrement touché, avec un recul de 8,5 % depuis notre dernier numéro – la plus mauvaise performance de tous les grands secteurs.

En effet, les compagnies d'assurance détiennent d'importants portefeuilles obligataires, qui perdent de la valeur lorsque les taux d'intérêt montent.

Les assureurs dommages *(P&C)* **Markel** (**NYSE : MKL**) et **W.R. Berkley** (**NYSE : WRB**) ont reculé respectivement de 6,3 % et de 1 % au cours du mois écoulé.

Les courtiers en assurance de notre portefeuille ont été encore plus durement touchés. **Arthur J. Gallagher** (**NYSE : AJG**) et **Brown & Brown** (**NYSE : BRO**) ont reculé respectivement de 13 % et de 15 % depuis notre dernier numéro.

Lors de sa réunion trimestrielle avec les investisseurs fin septembre, AJG a abaissé sa prévision de croissance organique pour l'ensemble de l'année à 5 % (contre 5,5 %), et ne s'attend pas non plus à une amélioration l'an prochain.

La hausse des taux a également pesé sur l'assureur de titres de propriété **Fidelity National Financial** (**NYSE : FNF**). Les acheteurs immobiliers peinent à faire face à la hausse des taux des crédits immobiliers, ce qui réduit la demande pour les services de montage de prêts et d'assurance de titres de l'entreprise. Fidelity National Financial a reculé de 16 % depuis notre dernier numéro.

Le spécialiste des épices et de l'agroalimentaire **McCormick** (**NYSE : MKC**), que nous avons recommandé en août, a récemment publié de solides résultats pour son troisième trimestre.

Son chiffre d'affaires a progressé de 17,4 %, à 2,02 milliards de dollars, légèrement au-dessus des 1,98 milliard de dollars attendus.

Le bénéfice ajusté par action s'est établi à 0,86 dollar, en hausse d'un cent sur un an, largement au-dessus des 0,76 dollar attendus.

La marge brute ajustée a atteint 39,3 %, en hausse de 180 points de base sur un an, grâce à des mesures de productivité et à l'acquisition récente de McCormick de Mexico.

L'entreprise a également confirmé ses prévisions annuelles de croissance des ventes nettes, de résultat d'exploitation ajusté et de bénéfice ajusté par action.

L'action a pourtant reculé d'environ 5 % à l'annonce de ces résultats, pour atteindre son plus bas niveau depuis dix ans. En effet, les investisseurs s'inquiètent de la croissance et de la rentabilité futures…

McCormick a l'habitude de relever ses prévisions de bénéfices, mais cette fois, la direction tempère les attentes. Parmi les obstacles figurent la hausse des coûts des matières premières et du fret, les investissements commerciaux dans sa division *Consumer Americas* et le calendrier de ses dépenses marketing. La direction a reconnu que ces pressions se prolongeraient en 2027.

Mais en se focalisant sur l'activité actuelle de McCormick, à faible croissance, les investisseurs ne mesurent pas la valeur de son acquisition de la division alimentaire d'Unilever. C'est un complément idéal pour McCormick, avec des marques comme la mayonnaise Hellmann's et les soupes déshydratées Knorr. Et l'opération doit être finalisée d'ici mi-2027.

Grâce à cette acquisition, McCormick pourra renforcer ses avantages concurrentiels existants : sa taille, sa distribution et la notoriété de ses marques. Son chiffre d'affaires fera plus que doubler, passant de moins de 8 milliards de dollars à plus de 20 milliards de dollars. Et les deux entreprises prévoient 600 millions de dollars d'économies annuelles grâce à ce rapprochement.

Ces économies, ajoutées au fait qu'Unilever Foods dégage des marges d'exploitation encore plus élevées que McCormick, devraient sensiblement doper les marges et les bénéfices de McCormick.

Nous voyons un bel avenir pour McCormick, même si cela ne se reflète pas dans son cours. Autour de 45 dollars actuellement, l'action se négocie à seulement 13,5 fois l'estimation consensuelle des analystes pour 2027, son niveau le plus bas depuis bien plus de dix ans. **Achetez McCormick** (**NYSE : MKC**).

Bon investissement,

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

Actions Gagnantes - Octobre 2026 - Plus de 210 % de potentiel : les sceptiques vont encore avoir tort
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