01 Sommaire executif

02 Appercu de l’entreprise

03 Analyse de l’industrie

04 Thèse d’investissement

05 Valorisation

06 Analyse des risques


DESCARTES™

01 Sommaire executif

02 Appercu de l’entreprise

03 Analyse de l’industrie

04 Thèse d’investissement

05 Valorisation

06 Analyse des risques


DESCARTES™

# Sommaire Exécutif

Nous émettons une recommandations ACHAT sur Descartes Systems Group




**Valeur Intrinsèque**

**US$ 102.36**

**Upside**

**22.5%**

**Thèse**

**Points principaux**

**1 Leader dans un Marché en Croissance**

- Leader du marché SaaS logistique
- Leur service: GLN: 200 000+ organisations connectées
- Stratégie d'acquisitions discipline ( 30+ depuis 2016)

**2 Solidité Financière Exceptionnelle**

- Dette zéro depuis 2020, 236 M$ de trésorerie nette
- Marges EBITDA 43.7% (supérieures à la moyenne SaaS ~38%)
- Rule of 40 = 45% (croissance 13% + marge FCF 32%)

**3 Modèle d'Affaires Récurrent et Résilient**

- 91% des revenus = services récurrents hautement fidélisés
- Effets de réseau et coûts de transfert élevés
- Diversification géographique (67% US, 24% EMEA, 9% autres)

01 Sommaire executif

02 Appercu de l’entreprise

03 Analyse de l’industrie

04 Thèse d’investissement

05 Valorisation

06 Analyse des risques


DESCARTES™

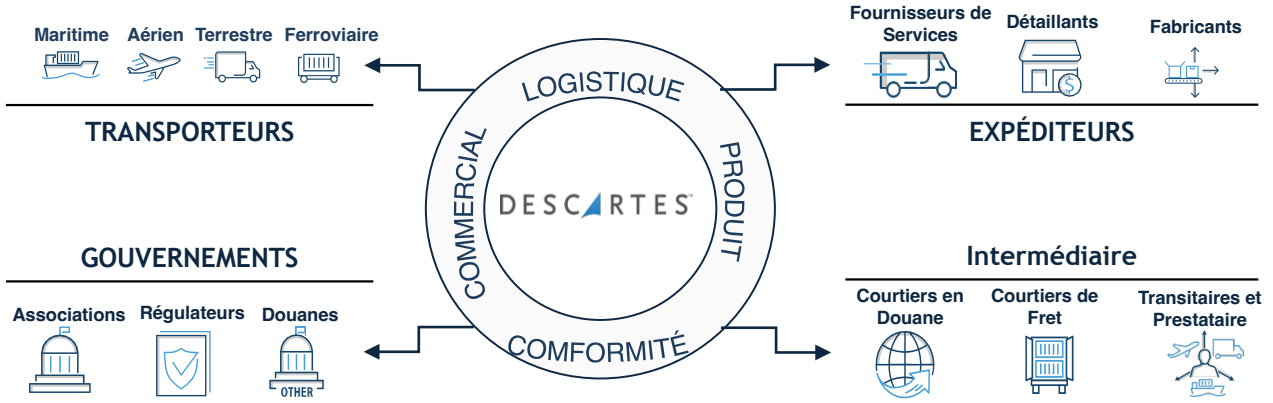
# Aperçu de l'entreprise

Leader dans les chaines d'approvisionnements et dans la technologie logistique

## Faits importants.

- **Leader en Technologie Logistique:** Chef de file mondial des logiciels SaaS en logistique, exploitant le Global Logistics Network connectant 200 000+ organisations dans 160 pays
- **Acquisitions Stratégiques:** 30+ acquisitions stratégiques réussies depuis 2016 pour consolider sa position dans un marché fragmenté (top 10 = 40% parts).
- **Présence Mondiale et Base Clientèle:** Présence mondiale diversifiée (67% É.-U., 24% EMEA) avec 91% de revenus récurrents hautement fidélisés.
- **Position Financière Solide:** Dette zéro, 236 M$ de trésorerie, revenus 651 M$ (+13,6%),

*Aperçu du Réseau Logistique Mondial de Descartes*




## Données Financières Clé

| | | |
|---|---|---|
| **Revenue $651 M** | → | **+13.6% YoY** |
| **Marge EBITDA 43.7 %** | → | **SaaS industry average : 38%** |
| **Dette Nette 0$** | ↔ | **Trésorerie $236 M** |
| **Rule of 40 45%> 40%** | → | **Excellent** |

# Aperçu de l'entreprise

Qui sont leur client ?

DESCARTES

## Les Prestataires de Services logistiques

DHL

KUEHNE+NAGEL

DB SCHENKER

## Transporteurs

MAERSK

## Expéditeurs

THE HOME DEPOT

Steelcase

Coca-Cola

DESCARTES

## Gouvernement

U.S. CUSTOMS AND BORDER PROTECTION · DEPARTMENT OF HOMELAND SECURITY

PROTECTIO SERVITIUM INTEGRITAS

01 Sommaire executif

02 Appercu de l’entreprise

03 **Analyse de l’industrie**

04 Thèse d’investissement

05 Valorisation

06 Analyse des risques


DESCARTES™

# CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

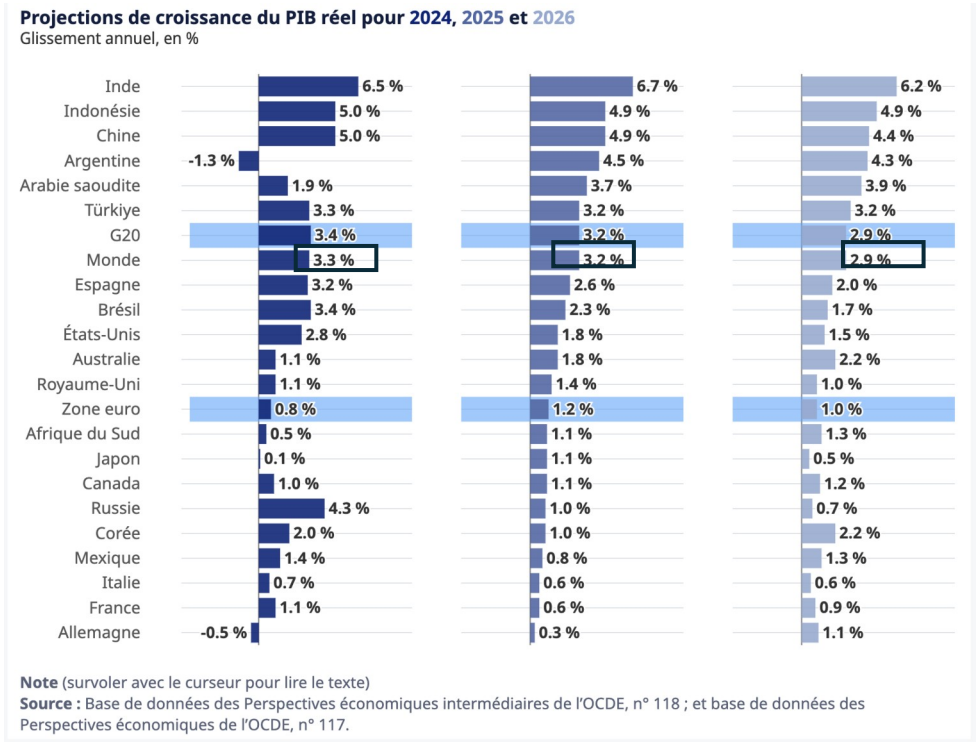
Contexte Économique et Impact sur le Secteur Logistique

DESCARTES

## Section A: Indicateurs Économiques Globaux

**PIB Mondial**
**2024: +3.3%**
**2025E: +3.2%**
**2026E: +2.9%**

**Croissance modérée mais soutenue**



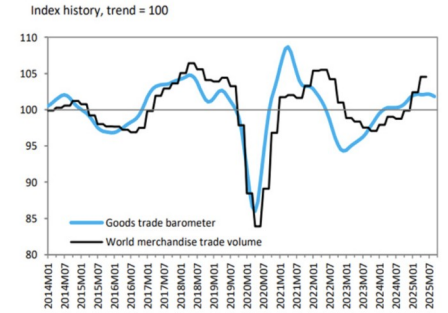

## Section B: Commerce International

**COMMERCE INTERNATIONAL (OMC)**

Goods Trade Barometer: 101.8 (Sept. 2025) → Au-dessus de la tendance

Contexte: - Récupération complète post-COVID, Volumes stables malgré tensions géopolitiques, Digitalisation des supply chain en accélération



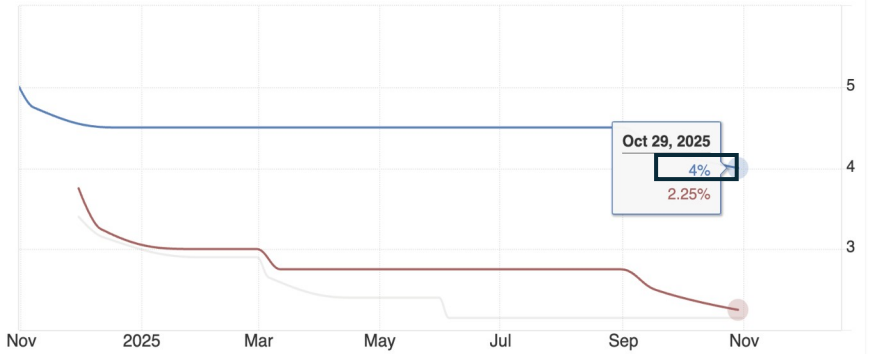

*Sources: OCDE (2025),OMC*

# CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

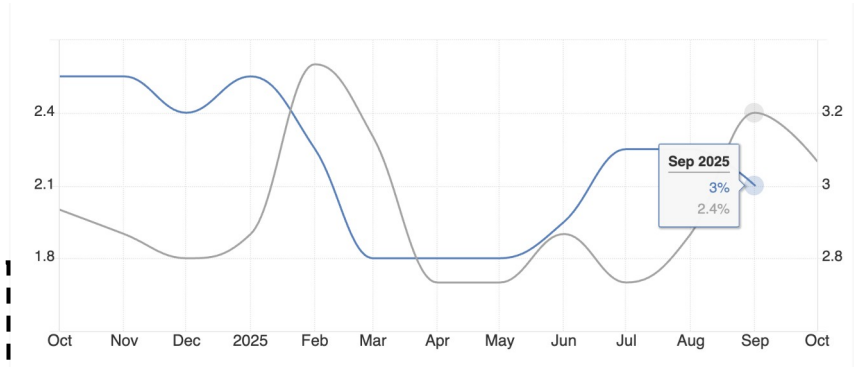
Contexte Économique et Impact sur le Secteur Logistique

## Section C: Taux & Inflation

**TAUX D'INTÉRÊT**
**US: 4.0%**
**EURO: 2.15%**
**2026E: +2.25%**




**Inflation**
**US: 3%**
**Canada : 2.4%**




**ENVIRONNEMENT INCERTAIN**
**Inflation > 2%**
**Baisse des taux du a la pression gouvernementale**

*Sources: Trading économics*

## Section D: Impact pour Descartes

### 1 EXPOSITION LIMITÉE AUX RISQUES MACRO

- Dette 0$ depuis 2020 → Aucune exposition face à la remontée des taux

### 2 BÉNÉFICES DE LA COMPLEXITÉ

- Incertitude macro augmente complexité supply chains
- Politiques Trump renforcent besoin conformité
- Environnement volatil favorise solutions DSG

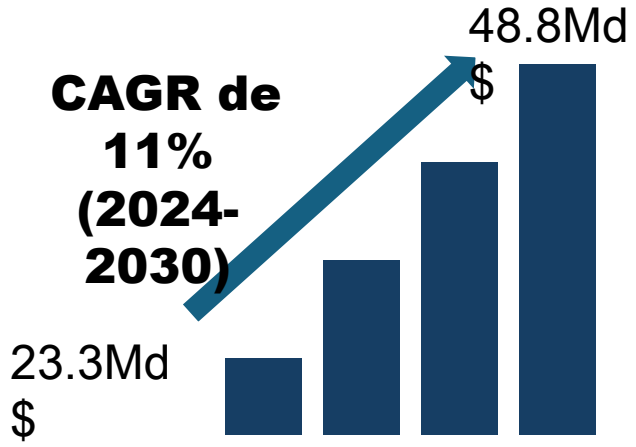
### 3 RISQUES MODÉRÉS

- Ralentissement investissements IT clients
- Volatilité devises (exposition 67% USD)
- Baisse volumes si récession profonde

# CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Dynamique de marché : Forte croissance et fragmentation élevée

## La croissance Sructurelle

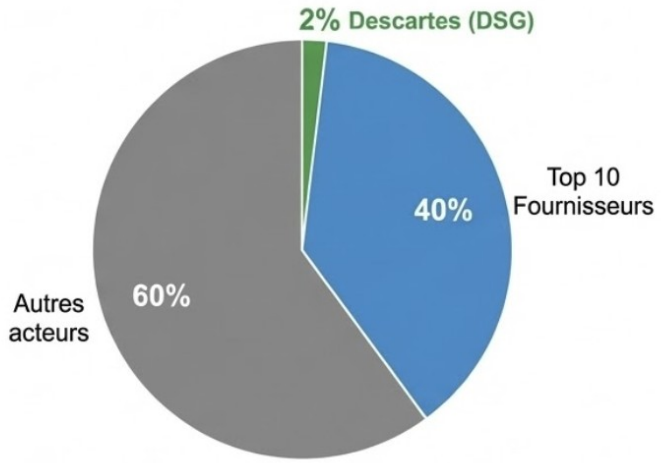



**Réglementation: Complexité douanière accrue (ICS2)**

**E-commerce: Digitalisation forcée et logistique dernier kilomètre**

**Technologie: L'IA comme catalyseur de nouvelle opportunité**

## L' Opportunité de consolidation




**Marché hautement fragmenté:** Avec seulement 2% des parts de marché, Descartes dispose d'un potentiel immense pour sa stratégie d'acquisitions.

*Sources: Grand View Research (2024)*

# CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Positionnement stratégique et Barrières à l'entrée

Généraliste ERP (SAP, Oracle) ← DESCARTES → Spécialiste (Blue Yonder)

**Approche Hybride & Consolidation**

Stratégie de croissance 30+ acquisitions

## Les 3 Barrières Défensi

### Effet de

**200 000** partenaires connectés

**Pourquoi ca compte**: Plus le réseau grandit, plus il devient indispensable. Difficilement réplicable

### Couts de

**Intégration** profonde dans les opérations clients (" Missions Critical")

**Garanti** la récurrence des revenues

**Menace surveillée:** Risque d'internalisation par les géants du E-commerce

### Données et

**Bibliothèque massive** de données douanières et règlementaires

**Barriere intellectuelle et légale** contre les startups

*Sources: Grand View Research (2024)*

01 Sommaire executif

02 Appercu de l’entreprise

03 Analyse de l’industrie

04 **Thèse d’investissement**

05 Valorisation

06 Analyse des risques

DESCARTES™

# Thèse d'investissement et méthodologie

## Thèse d'investissement

**Croissance Soutenue :** CAGR projeté de **~11%** sur 10 ans, porté par la complexité réglementaire et l'expansion organique.

**Excellence Opérationnelle :** Marge EBITDA de **44%** et Rule of 40 à **45%**, surpassant les pairs SaaS.

**Aucun risque financier:** Dette nette de zéro et trésorerie de **310 M$**, permettant de soutenir une croissance M&A active.

**Revenus Défensifs :** 80% de revenus récurrents protègent contre la volatilité

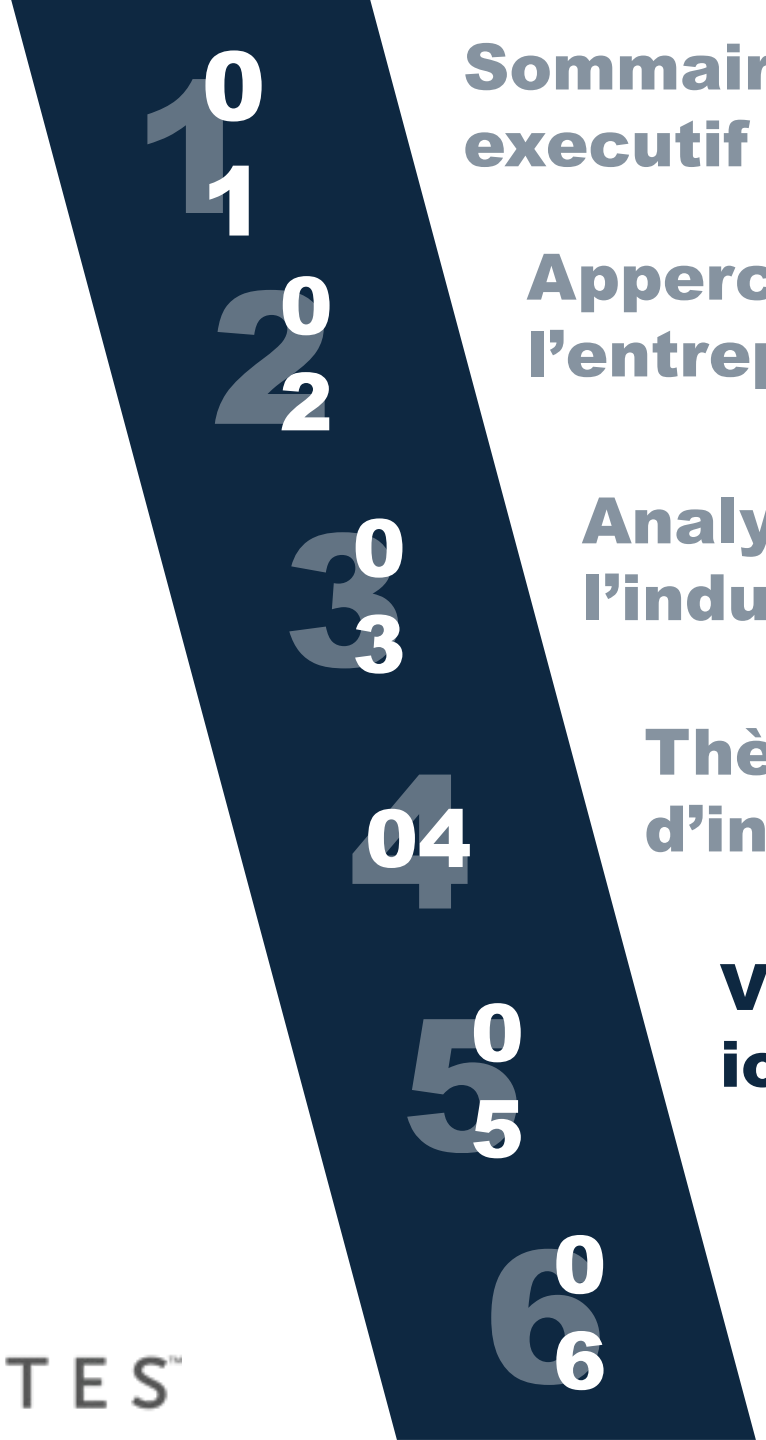
## Méthodologie: FMDAO 3 phases

1. **Approche : Modèle Multi-Stades:**Projection explicite sur 10 ans pour capturer le cycle complet de croissance avant maturité.

2. **Séquence de Croissance :**(CAGR ~11%)




3. **Valeur Terminale :** Croissance perpétuelle (g) de **3.5%**. CAPM: 8.14%



01 Sommaire executif

02 Appercu de l’entreprise

03 Analyse de l’industrie

04 Thèse d’investissement

05 Valorisation

06 Analyse des risques

DESCARTES™

# Valuation de Descartes

## Analyse Financière et Opérationelle

In millions USD

| Years | 2025A | Phase 1 2026E | 2027E | 2028E | Phase 2 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | Phase 3 2033E | 2034E | 2035E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Total revenue** | **651** | **749** | **861** | **990** | **1109** | **1242** | **1391** | **1558** | **1714** | **1885** | **2074** |
| Total cost of revenue | 159 | 182 | 209 | 243 | 273 | 305 | 342 | 383 | 421 | 464 | 510 |
| **Gross Profit** | **492** | **566** | **651** | **747** | **836** | **937** | **1049** | **1175** | **1292** | **1422** | **1564** |
| Total Operating Expenses | 311 | 380 | 433 | 493 | 547 | 606 | 672 | 745 | 811 | 882 | 960 |
| **Operational Profit** | **181** | **186** | **218** | **254** | **290** | **330** | **377** | **430** | **482** | **539** | **604** |
| Interest Expense | -1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Investment and other income | 12 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 | 14 | 14 | 15 | 15 | 16 |
| **EBT** | **192** | **198** | **231** | **266** | **303** | **344** | **391** | **444** | **496** | **554** | **619** |
| Taxes | 48 | 50 | 58 | 67 | 76 | 87 | 99 | 112 | 125 | 140 | 156 |
| **Net Income** | **143** | **148** | **172** | **199** | **226** | **257** | **292** | **332** | **371** | **414** | **463** |

### Les Marges

Profit Brut: 75%

Profit Opérationnel: 25% → 29%

Profit avant Impôts: 25% → 29%

### Hypothèses des Revenus

Phase 1 (Forte): 15%

Phase 2 (Modéré): 12%

Phase 3 (Stabilité): 10%

### Drivers

Synergies M&A

Industrie Saas en forte croissance

Gestion des coûts discipliné

Croissance par M&A

# Valuation de Descartes

## Résultat du DCF

| Last Fiscal Year ending 2025-01-31<br>In millions USD | Stub Year 2026 | 2026E<br>2026-01-31 | 2027E<br>2027-01-31 | 2028E<br>2028-01-31 | 2029E<br>2029-01-31 | 2030E<br>2030-01-31 | 2031E<br>2031-01-31 | 2032E<br>2032-01-31 | 2033E<br>2033-01-31 | 2034E<br>2034-01-31 | 2035E<br>2035-01-31 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| FCF to Common Equity | | | | | | | | | | | |
| **Net Income** | **26.76** | **148** | **172** | **199** | **226** | **257** | **292** | **332** | **371** | **414** | **463** |
| (-) Capital Expenditures | (1.39) | (7.7) | (8.9) | (10.2) | (11.4) | (12.8) | (14.3) | (16.0) | (17.6) | (19.4) | (21.3) |
| (-) Increases in Working Capital | (4.88) | 26.98 | 18.66 | 22.53 | 19.87 | 22.26 | 24.93 | 27.92 | 26.06 | 28.66 | 31.53 |
| (+) Increases in Debt Financing | 0.00 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (+) Depreciation & Amortization | 14.20 | 78.50 | 82.51 | 86.83 | 91.47 | 96.30 | 101.38 | 107.24 | 113.68 | 120.45 | 127.58 |
| **Free Cash Flow to Common Equity** | **44.44** | **246** | **265** | **298** | **326** | **363** | **404** | **451** | **493** | **544** | **601** |
| Number of Periods from Current Date (Years) | 0.18 | | 1.18 | 2.18 | 3.18 | 4.18 | 5.18 | 6.18 | 7.18 | 8.18 | 9.18 |
| **Present value of the FCF (current date)** | **43.82** | | **241.33** | **251.32** | **254.18** | **261.53** | **269.41** | **278.16** | **281.07** | **286.78** | **292.70** |

| Valuation - DCF & Growing Perpetuity | |
|---|---|
| CAPM | 8.14% |
| Long-Term Growth Rate | 3.50% |
| $FCF_{t+1}$ | 601 |
| Terminal Value (TV) (FCF = grow. perp.)$_t$ | 12932.26 |
| Sum of the PV of FCF | 2460.30 |
| PV of TV | 6302.73529 |
| **Equity Value** | **8763.04** |
| Fully Diluted Shares Outstanding | 85.606 |
| **Equity Value per Share** | **102.36** |

## Hypothèses clés

1. **Taux de croissance à perpétuité ( 3.5%)** reflète de la croissance de l'environnement économique favorable pour Descartes
2. **Valorisation cohérente** avec les estimations publiées par les analystes du marché
3. **Aucune émission de dette projeté** dût a la profitabilité opérationelle de Descartes

01 Sommaire executif

02 Appercu de l’entreprise

03 Analyse de l’industrie

04 Thèse d’investissement

05 Valorisation

06 Analyse des risques

DESCARTES™

# Analyse de sensibilité

La valorisation est hautement sensible au WACC : une hausse de 50 bps réduit la **valeur de 10 –15 %.**

La valeur varie fortement selon la croissance des revenus : +1 % de croissance ajoute **5–8 $/action.**

**Share Value (DCF & Growing Perpetuity) - Sensitivity Analysis: CAPM vs L-T Growth**

| 102.44 $ | 7.4% | 7.6% | 7.8% | 8.0% | 8.2% | 8.4% | 8.6% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 3.2% | $ 116.51 | $ 110.88 | $ 105.74 | $ 101.04 | $ 96.71 | $ 92.72 | $ 89.03 |
| 3.3% | $ 118.62 | $ 112.77 | $ 107.44 | $ 102.57 | $ 98.10 | $ 93.98 | $ 90.18 |
| 3.4% | $ 120.84 | $ 114.75 | $ 109.22 | $ 104.17 | $ 99.54 | $ 95.29 | $ 91.37 |
| 3.5% | $ 123.17 | $ 116.83 | $ 111.08 | $ 105.84 | $ 101.05 | $ 96.66 | $ 92.61 |
| 3.6% | $ 125.63 | $ 119.01 | $ 113.02 | $ 107.59 | $ 102.62 | $ 98.08 | $ 93.90 |
| 3.7% | $ 128.22 | $ 121.30 | $ 115.07 | $ 109.41 | $ 104.27 | $ 99.56 | $ 95.24 |
| 3.8% | $ 130.95 | $ 123.71 | $ 117.21 | $ 111.33 | $ 105.98 | $ 101.10 | $ 96.64 |
| 3.9% | $ 133.83 | $ 126.26 | $ 119.46 | $ 113.33 | $ 107.78 | $ 102.72 | $ 98.09 |

**Share Value (DCF & Growing Perpetuity) - Sensitivity Analysis: Revenue Growth vs L-T Growth**

| 102.44 $ | 7.4% | 7.6% | 7.8% | 8.0% | 8.2% | 8.4% | 8.6% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 11.0% | $ 94.47 | $ 89.72 | $ 85.42 | $ 81.50 | $ 77.92 | $ 74.62 | $ 71.59 |
| 12.0% | $ 100.79 | $ 95.69 | $ 91.07 | $ 86.87 | $ 83.02 | $ 79.48 | $ 76.23 |
| 13.0% | $ 107.65 | $ 102.17 | $ 97.21 | $ 92.69 | $ 88.55 | $ 84.75 | $ 81.26 |
| 14.0% | $ 115.10 | $ 109.20 | $ 103.86 | $ 99.00 | $ 94.55 | $ 90.47 | $ 86.71 |
| 15.0% | $ 123.17 | $ 116.83 | $ 111.08 | $ 105.84 | $ 101.05 | $ 96.66 | $ 92.61 |
| 16.0% | $ 131.93 | $ 125.09 | $ 118.89 | $ 113.25 | $ 108.09 | $ 103.36 | $ 99.00 |
| 17.0% | $ 141.41 | $ 134.04 | $ 127.36 | $ 121.27 | $ 115.71 | $ 110.61 | $ 105.91 |
| 18.0% | $ 151.68 | $ 143.72 | $ 136.51 | $ 129.95 | $ 123.95 | $ 118.45 | $ 113.38 |