Évaluation de l'entreprise Descartes Systems Group *1*

Résumé exécutif **3**

1. Environnement économique **4**

2. Industrie et environnement sectoriel **5**

2.1 Environnement actuel 5

2.2 Perspectives 5

3. Analyse de la société **6**

3.1 Profil de la société 6

3.2 Situation actuelle 6

3.3 Perspectives 6

4. Modèles d'évaluation **8**

4.1 Justification du modèle retenu 8

4.2 Détermination du taux de rendement exigé (Intrants du Modèle) 8

4.3 Stades de croissance et projections 9

4.4 Valeur Terminale 10

4.5 Calcul de la valeur intrinsèque définitive 10

4.6 Recommandation d'investissement 11

5. Analyse de sensibilité **12**

5.1 Incertitude entourant les intrants 12

5.2 Sensibilité de la valeur intrinsèque aux intrants 12

Bibliographie **14**

Annexes **14**

Annexe I : États Financiers Prévisionnels Sommaires 14

Annexe II : Modèle d'Évaluation (FMDAO / DCF) 15

Résumé exécutif

Descartes Systems Group Inc. (TSX: DSG) est un chef de file mondial des solutions logistiques en mode SaaS (*Software as a Service*), exploitant le *Global Logistics Network* (GLN) qui connecte plus de 200 000 organisations à travers le monde. Dans un environnement économique caractérisé par une croissance modérée mais une complexité réglementaire et géopolitique grandissante, Descartes capitalise sur la digitalisation forcée des chaînes d'approvisionnement mondiales (Grand View Research, 2024). L'entreprise démontre une santé financière exceptionnelle, affichant une marge EBITDA de 43,7 %, un respect constant de la « Règle de 40 » (atteignant 45 %) et une absence totale de dette, ce qui soutient une stratégie d'acquisitions disciplinée et créatrice de valeur (Descartes, 2025).

Au 29 novembre 2025, l'action se négocie à 82,43 $ US. Sur la base de notre modèle d'actualisation des flux monétaires disponibles aux actionnaires ordinaires (FMDAO), nous estimons la valeur intrinsèque de l'action à 102,44 $ US. Cette évaluation s'appuie sur des projections de croissance soutenue des revenus (CAGR d'environ 11 %) et sur le maintien de marges opérationnelles élevées.

Compte tenu d'un potentiel d'appréciation de 22,5 % et d'un profil de risque atténué par la récurrence de 91 % des revenus, nous émettons une recommandation d'ACHAT. L'analyse de sensibilité confirme la résilience de cette thèse d'investissement face aux fluctuations du coût du capital.

1. Environnement économique

L'économie mondiale fait preuve d'une résilience modérée malgré la persistance des tensions géopolitiques et des pressions inflationnistes. Descartes Systems Group, qui réalise 67 % de ses revenus aux États-Unis et 24 % dans la zone EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique), est directement exposée à la conjoncture de ces marchés clés (Descartes, 2025).

Conjoncture actuelle

Aux États-Unis, le PIB a enregistré une croissance robuste de 3,3 % en 2024, principalement soutenue par la consommation des ménages. Toutefois, l'inflation demeure au-dessus de la cible de la Réserve fédérale, s'établissant à 3 %. Bien que le marché de l'emploi reste solide, des signes de ralentissement apparaissent (taux de chômage stable à 4,2 %, mais baisse du ratio emploi-population), ce qui pourrait modérer la demande future. En zone Euro, l'activité économique est plus atone (croissance de 0,8 %), freinée par les coûts énergétiques élevés et l'incertitude liée au conflit en Ukraine. Malgré ce contexte mixte, le Goods Trade Barometer de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) s'affiche à 101,8 en septembre 2025, signalant des volumes d'échanges commerciaux légèrement supérieurs à la tendance de long terme (OMC, 2025).

Perspectives à court et moyen terme

Pour la période 2025-2026, l'OCDE anticipe un atterrissage en douceur de l'économie mondiale avec une croissance stabilisée autour de 3,2 % (OCDE, 2025). Aux États-Unis, la baisse attendue des taux directeurs (actuellement à 4,0 %) devrait relancer l'investissement des entreprises, notamment dans les infrastructures technologiques.
Pour Descartes, deux dynamiques macroéconomiques sont particulièrement porteuses :

1. **Complexité des échanges et géopolitique :** La fragmentation géopolitique, caractérisée par la hausse des barrières tarifaires et des sanctions, ne réduit pas nécessairement le besoin de logiciels, mais accroît la demande pour des solutions de conformité douanière, le cœur de métier de Descartes.
2. **Impératif de productivité :** Dans un environnement de coûts de main-d'œuvre et de transport élevés, les entreprises cherchent à optimiser leurs opérations via la technologie, favorisant les solutions SaaS à retour sur investissement rapide (Gartner, 2025).

2. Industrie et environnement sectoriel

2.1 Environnement actuel

Descartes évolue au sein de l'industrie des logiciels de gestion de la chaîne logistique (*Supply* Chain *Management* - SCM). Ce marché demeure très fragmenté : les 10 plus grands fournisseurs ne contrôlent qu'environ 40 % des parts de marché mondiales (Grand View Research, 2024). Avec une part de marché estimée à 2 %, Descartes agit comme un consolidateur stratégique dans cet écosystème, se distinguant par son approche axée sur la connectivité réseau plutôt que sur des applications isolées.

Structure du marché et concurrence

La concurrence est intense et se divise en deux catégories :

- **Les généralistes ERP (SAP, Oracle) :** Ils offrent des suites intégrées mais manquent souvent de la profondeur fonctionnelle en logistique et de la connectivité externe.
- **Les spécialistes (Blue Yonder, Manhattan Associates**) : Ils se concentrent sur l'exécution (entrepôts, transport) mais sont moins présents sur la conformité douanière globale.

L'avantage concurrentiel durable (moat) de Descartes réside dans son Global Logistics Network (GLN). Ce réseau propriétaire interconnecte transporteurs, douanes et expéditeurs, engendrant des effets de réseau puissants et des coûts de transfert dissuasif pour les clients.

Facteurs déterminants de la demande

La réglementation agit comme un puissant catalyseur actuel. L'entrée en vigueur de nouvelles normes de sécurité, telles que l'ICS2 en Europe ou la modernisation du système ACE aux États-Unis, rend la gestion manuelle obsolète et impose l'adoption de plateformes technologiques spécialisées capables de gérer des millions de déclarations en temps réel.

2.2 Perspectives

Les perspectives sectorielles sont très favorables à court et moyen terme, soutenues par des tendances structurelles qui transcendent les cycles économiques. Le marché mondial du SCM devrait croître à un taux de croissance annuel composé (CAGR) de **11 %** entre 2024 et 2030, passant de 23,3 milliards USD à 48,8 milliards USD (Grand View Research, 2024).

Trois vecteurs structurels soutiennent cette croissance :

1. **Essor continu du e-commerce :** La complexité de la logistique du dernier kilomètre, la gestion des retours et les attentes des consommateurs pour une livraison rapide exigent des solutions d'optimisation en temps réel, un segment où Descartes est bien positionné via ses solutions de routage.

2. **Pression réglementaire et ESG :** L'instabilité géopolitique pérennise la demande pour les modules de conformité et de gestion des risques. De plus, les exigences de compte rendu sur les émissions de carbone favorisent l'adoption d'outils de suivi précis du transport.
3. **Innovation technologique (IA) :** L'intégration de l'intelligence artificielle (IA) et de l'analyse prédictive pour anticiper les perturbations de la chaîne d'approvisionnement constitue le prochain levier de création de valeur. Descartes investit dans ces technologies pour valoriser la masse de données transitant par son réseau (Gartner, 2025).

3. Analyse de la société

3.1 Profil de la société

Stratégie et Positionnement
Descartes Systems Group se distingue par un modèle d'affaires unique de type « réseau + applications ». Contrairement aux éditeurs de logiciels traditionnels qui vendent des licences perpétuelles, Descartes commercialise l'accès à son Global Logistics Network (GLN), une plateforme cloud neutre qui standardise les échanges de données entre partenaires commerciaux hétérogènes. Sa stratégie de croissance repose sur un modèle hybride éprouvé : une croissance organique robuste soutenue par le cross-selling sur sa base installée, et une croissance inorganique via des acquisitions disciplinées (plus de 30 transactions depuis 2016) visant à consolider un marché fragmenté et à acquérir des fonctionnalités de niche.

L'entreprise opère une diversification géographique saine (67 % USA, 24 % EMEA, 9 % APAC/Canada), réduisant sa dépendance à une seule zone économique. Son portefeuille de clients est également très granulaire, aucun client ne représentant plus de 5 % du chiffre d'affaires, ce qui minimise le risque de concentration.

Qualité des revenus
Le profil de risque est considérablement réduit par la structure des revenus : 91 % des revenus sont récurrents, provenant d'abonnements et de transactions sur le réseau (Descartes, 2025). Cette visibilité exceptionnelle permet à la direction de planifier les investissements avec confiance.

3.2 Situation actuelle

L'analyse des états financiers de l'exercice 2025 (**voir Annexe I**) met en évidence une solidité financière supérieure à la moyenne du secteur SaaS :

Rentabilité et Marges Opérationnelles

- Marge Brute (76 %) : Ce niveau élevé, stable sur trois ans, confirme le fort pouvoir de fixation des prix (*pricing power*) de Descartes et la nature purement logicielle de ses

revenus. Elle dépasse celle de concurrents orientés services comme Manhattan Associates (~55-60 %).

- Marge EBITDA (43,7 %) : Nettement supérieure à la moyenne de l'industrie SaaS (~30-35 %), cette marge démontre l'excellence du levier opérationnel : les coûts marginaux pour ajouter un client ou une transaction sur le réseau GLN sont minimes. Cela traduit une gestion rigoureuse des charges d'exploitation (SG&A et R&D) qui croissent moins vite que les revenus.
- Création de Valeur (ROIC) : Avec un retour sur capital investi (ROIC) de 12,5 % (Bloomberg, 2025) supérieur à son coût moyen pondéré du capital (WACC estimé à ~8-9 %), Descartes génère une valeur économique réelle pour ses actionnaires, qui devrait se traduire par une prime de valorisation boursière.

Structure Financière et Liquidité : Le bilan de Descartes est un modèle de prudence et de solidité :

- Dette Nette (0 $) **:** L'absence totale de dette à long terme immunise l'entreprise contre la volatilité des taux d'intérêt et élimine le risque de refinancement.
- Liquidité Générale **:** Le ratio de liquidité courante est robuste, soutenu par une trésorerie disponible de 236 M$**.** Cette liquidité offre une flexibilité stratégique majeure pour saisir des opportunités d'acquisition sans dilution immédiate pour les actionnaires, un atout critique en période d'incertitude économique.

Efficacité et Règle de 40: Descartes excelle sur la métrique clé du secteur logiciel, la "Rule of 40". Avec une croissance des revenus de 13,6 % et une marge de flux de trésorerie disponible (FCF) de 32 %, Descartes obtient un score combiné de 45,6 %. Ce résultat indique qu'elle parvient à croître de manière soutenue sans sacrifier sa rentabilité, un équilibre rare que peu de concurrents atteignent.

3.3 Perspectives

Nos projections financières (**détaillées en Annexe I**) anticipent que Descartes continuera de surperformer la croissance du marché. Nous avons établi les hypothèses suivantes pour la modélisation :

1. **Revenus :** Nous projetons une croissance soutenue, débutant à 15 % (reflétant l'intégration des acquisitions récentes et la demande réglementaire) et convergeant vers 10 % à long terme.
2. **Marges :** Nous anticipons un maintien des marges EBITDA autour de 44-45 %, l'entreprise réinvestissant une partie des gains de productivité dans la R&D.
3. **Investissements :** Les dépenses en capital (CapEx) resteront faibles (~2 % des revenus).

4. Modèles d'évaluation

L'objectif de cette section est de détailler la méthodologie rigoureuse employée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action ordinaire de Descartes Systems Group (DSG). Conformément aux directives du travail de session et à la nature des activités de l'entreprise, notre analyse repose exclusivement sur l'analyse fondamentale.

4.1 Justification du modèle retenu

Pour déterminer la valeur intrinsèque de DSG, nous avons privilégié le Modèle d'Actualisation des Flux Monétaires Disponibles aux Actionnaires Ordinaires (FMDAO), aussi connu sous l'acronyme anglais FCFE (*Free Cash Flow to Equity*).

Ce choix méthodologique, par rapport à d'autres approches comme le modèle d'actualisation des dividendes (DDM) ou le modèle des flux à la firme (FMDF), se justifie par trois caractéristiques intrinsèques à Descartes :

1. **Absence de dividendes significatifs :** Descartes ne verse pas de dividendes, préférant réinvestir ses liquidités dans la croissance externe (acquisitions) et le rachat d'actions. Un modèle DDM serait donc inapproprié car il ne capturerait pas la création de valeur réelle de l'entreprise.
2. **Structure de capital sans dette :** Comme souligné dans l'analyse de la société, Descartes ne porte aucune dette à long terme à son bilan. Dans ce contexte précis, les flux monétaires disponibles à la firme (FMDF) et ceux disponibles aux actionnaires (FMDAO) sont conceptuellement très proches, la seule différence majeure étant les revenus d'intérêts sur la trésorerie. Le modèle FMDAO est plus direct pour obtenir la valeur des capitaux propres (Equity Value) sans avoir à soustraire une dette nette inexistante.
3. **Corrélation avec la création de valeur :** Le cours de l'action de Descartes est historiquement fortement corrélé à sa capacité à générer du flux de trésorerie disponible par action, ce qui fait du FMDAO l'outil le plus pertinent pour un investisseur.

4.2 Détermination du taux de rendement exigé (Intrants du Modèle)

Le taux d'actualisation utilisé dans notre modèle correspond au coût des capitaux propres (K_e), calculé selon le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MÉDAF / CAPM).

Nous avons établi le coût des capitaux propres à **8,14 %** sur la base des intrants suivants :

- Taux sans risque (R_f) : 3,14 % Nous avons utilisé le rendement des obligations gouvernementales à 10 ans comme proxy. Étant donné que Descartes réalise la majorité de ses revenus (67 %) aux États-Unis mais est cotée au Canada, nous avons considéré une approche pondérée, mais alignée principalement sur le taux américain actuel qui reflète l'environnement monétaire de ses principaux clients. Ce taux intègre les anticipations d'inflation à long terme.

- Coefficient Bêta (β) : 0,82 Le bêta mesure la sensibilité du titre aux mouvements du marché. Un bêta de 0,82 indique que l'action Descartes est légèrement moins volatile que l'indice de référence. Ce caractère "défensif" pour une technologique se justifie pleinement par :
  - La récurrence exceptionnelle des revenus (91 %) qui protège l'entreprise des ralentissements cycliques.
  - La nature critique (*mission-critical*) des logiciels de logistique : même en récession, les clients ne peuvent pas couper ces services sans arrêter leurs opérations.
  - Nous avons corroboré ce chiffre avec les données ajustées de Bloomberg (2025).
- **Prime de risque de marché ($R_m - R_f$) : 6,12 %** Nous avons retenu une prime de risque standard de 6,12 %, conforme aux moyennes historiques pour les marchés actions nord-américains matures. Cela reflète la compensation supplémentaire exigée par les investisseurs pour détenir des actions plutôt que des obligations sans risque.

4.3 Stades de croissance et projections

La modélisation des flux futurs repose sur une analyse fine des perspectives sectorielles (Section 2) et du positionnement de l'entreprise (Section 3). Nous avons décomposé la croissance future en trois phases distinctes pour refléter le cycle de vie de l'entreprise.

Phase 1 : Croissance Forte et Soutenue (Années 1 à 3)

Taux de croissance des revenus : 15 %

- Justification : Cette phase correspond à l'horizon prévisible immédiat. Le taux de 15 % est supérieur à la croissance organique historique (~10-11 %) car il intègre :
  1. L'impact plein année des acquisitions récentes (notamment GroundCloud et les spécialistes de la douane).
  2. L'accélération de la demande liée aux nouvelles réglementations douanières (ICS2 en Europe, CARM au Canada).
  3. L'effet prix : capacité de Descartes à passer des hausses de tarifs dans un contexte inflationniste.

Phase 2 : Transition et Consolidation (Années 4 à 7)

Taux de croissance des revenus : 12 %

- Justification : À mesure que la base de revenus de Descartes grossit (dépassant le milliard de dollars), maintenir des taux de croissance très élevés devient mathématiquement plus difficile. Cette phase de transition suppose une modération des acquisitions transformatrices, l'entreprise se concentrant sur l'optimisation des marges et l'intégration des entités acquises.

Phase 3 : Maturité et Convergence (Années 8 à 10)

Taux de croissance des revenus : 10 %

- Justification : Nous anticipons une convergence progressive vers le taux de croissance structurel de l'industrie des logiciels SCM, estimé à 11 % par Grand View Research. Nous restons conservateurs avec 10 %.

Hypothèses de Marges et Investissements

Tout au long de ces phases, nous projetons une marge EBITDA stable autour de 44 %. Descartes a démontré sa capacité à maintenir cette marge grâce à son levier opérationnel : les coûts additionnels pour ajouter un client sur le réseau GLN sont marginaux.

Les dépenses en capital (CapEx) sont maintenues à un niveau faible, environ 2 % des revenus, confirmant le modèle « asset-light » qui permet une conversion très élevée de l'EBITDA en flux de trésorerie disponible (Free Cash Flow).

4.4 Valeur Terminale

Au terme de l'horizon de prévision de 10 ans, nous avons calculé une valeur terminale pour capturer la valeur de l'entreprise à perpétuité. Nous avons utilisé le modèle de croissance perpétuelle de Gordon-Shapiro.

- **Taux de croissance terminal (g) : 3,50 %**
- Justification : Ce choix est un point clé de notre valorisation. Un taux de 3,5 % est supérieur à l'inflation cible (2 %) et proche de la croissance nominale du PIB mondial. Ce différentiel positif ("premium") se justifie par le fait que la digitalisation de la logistique est une tendance séculaire qui continuera de croître plus vite que l'économie générale pendant encore plusieurs décennies. Le commerce mondial continuera de se complexifier, assurant une demande pérenne pour les services de Descartes.

4.5 Calcul de la valeur intrinsèque définitive

L'application de ces hypothèses à notre modèle FMDAO produit les résultats suivants :

1. Somme des valeurs actuelles des flux (PV of FCF) : 2 460,30 M$ USD
   Cela représente la valeur créée par l'exploitation et les acquisitions sur la prochaine décennie.
2. Valeur actuelle de la valeur terminale (PV of TV) : 6 302,73 M$ USD
   Comme attendu pour une entreprise de croissance technologique de qualité, la majorité de la valeur (~72 %) réside dans la perpétuité, soulignant l'importance de la durabilité du modèle d'affaires.
3. Valeur totale des capitaux propres (Equity Value) :

$$Equity\ value = PV\ (\ FCF) + PV(TV)$$

$$Equity\ Value = 2461{,}94 + 6307{,}24 = 8769{,}18\ M\$\ (\ USD)$$

En divisant cette valeur totale par le nombre d'actions diluées en circulation (85,606 millions), nous obtenons la valeur unitaire.

Valeur intrinsèque : 102,44 $ US par action

4.6 Recommandation d'investissement

Au moment de la rédaction de ce rapport, l'action de Descartes Systems Group se négocie à **82,43 $ US** à la clôture.

Notre valorisation fondamentale de 102,44 $ implique un potentiel d'appréciation (*upside*) de 22,5 %.

Cet écart significatif entre la valeur intrinsèque et le prix de marché s'explique, selon notre analyse, par :

- Une sous-estimation par le marché de la longévité de la croissance organique (le marché craint souvent un ralentissement post-Covid qui ne se matérialise pas pour Descartes).
- Une prime de risque excessive appliquée aux valeurs technologiques dans un contexte de taux élevés, alors que Descartes, sans dette, est immunisée contre le coût du refinancement.

Conclusion : Considérant la marge de sécurité offerte par cet écart, la qualité fondamentale de l'actif (revenus récurrents, fossé concurrentiel du réseau GLN) et la solidité financière, nous formulons une recommandation d'**ACHAT**.

5. Analyse de sensibilité

L'évaluation d'une entreprise technologique à forte croissance comporte inévitablement une part d'incertitude. Cette section vise à quantifier l'impact de la variabilité des intrants critiques sur notre valorisation et à tester la robustesse de notre recommandation.

5.1 Incertitude entourant les intrants

Nous avons identifié deux variables critiques qui exercent l'influence la plus significative sur la valeur intrinsèque :

1. Le coût des capitaux propres (CAPM) :
   En tant qu'action de croissance à longue duration (où la majorité des flux de trésorerie sont éloignés dans le temps), la valorisation de Descartes est mathématiquement très sensible au taux d'actualisation. Une variation de 50 points de base du taux sans risque ou une réévaluation du risque (Bêta) par le marché peut modifier significativement ce taux. Nous avons testé une plage réaliste de 7,4 % à 8,6 %.

   - *Justification de l'étendue :* La borne basse (7,4 %) correspond à un scénario de détente monétaire rapide (baisse des taux Fed). La borne haute (8,6 %) correspond à un scénario d'inflation persistante ("higher for longer").

2. Le taux de croissance terminal (g) : Ce taux capture la pérennité de la croissance post-horizon explicite. Il reflète le degré d'optimisme quant à la digitalisation continue de l'économie mondiale. Nous avons varié ce paramètre entre 3,2 % et 3,9 %.

   - *Justification* de *l'étendue :* 3,2 % est un plancher conservateur proche de la croissance du PIB mondial historique. 3,9 % est un scénario optimiste où Descartes continue de gagner des parts de marché indéfiniment.

5.2 Sensibilité de la valeur intrinsèque aux intrants

L'analyse de sensibilité croisée (**présentée en détail en Annexe III**) nous permet d'observer le comportement de la valeur intrinsèque sous différents scénarios.

Scénario de Base (CAPM 8,14 %, g 3,5 %) **:** Valeur de **102,44 $**.

- Scénario Pessimiste (CAPM 8,6 %, g 3,2 %) :
  Dans un contexte de hausse des taux et de ralentissement économique marqué réduisant la croissance terminale, la valeur de l'action s'établirait à 85,00 $ - 89,03 $.

  - *Observation clé :* Il est crucial de noter que même dans ce scénario adverse, la valeur intrinsèque demeure supérieure ou très proche au cours actuel de 82,43 $. Cela démontre que le cours actuel intègre déjà une grande part de pessimisme ou de prudence, offrant une marge de sécurité robuste à l'investisseur.

- Scénario Optimiste (CAPM 7,4 %, g 3,9 %) :
  Dans un contexte de détente monétaire et d'accélération technologique, la valorisation pourrait atteindre 133,83 $, offrant un potentiel de hausse très significatif (+60 %).

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

Cette seconde analyse de sensibilité confronte la performance opérationnelle (taux de croissance des revenus) aux exigences de rendement du marché (Coût des capitaux propres / MÉDAF). Étant donné l'absence de dette au bilan de Descartes, le taux d'actualisation utilisé est le coût des capitaux propres (Kd). Cette matrice permet d'identifier le seuil de croissance minimal requis pour justifier le cours actuel.

Share Value (DCF & Growing Perpetuity) - Sensitivity Analysis: Revenue Growth vs CAPM

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

- **Zone de Profitabilité :** Tant que la croissance des revenus se maintient au-dessus de **12,0 %** (notre scénario de base est à 15 % pour la phase 1), la valeur intrinsèque de l'action reste supérieure au cours actuel de **82,43 $**, et ce, même si le rendement exigé par les actionnaires (MÉDAF) augmente jusqu'à 8,2 %.
- **Point de Bascule (Break-even) :** Pour que l'investissement devienne perdant (valeur < 82,43 $), il faudrait une détérioration simultanée significative : une chute de la croissance sous les 12 % combinée à une hausse du taux sans risque ou du risque perçu (MÉDAF > 8,4 %).
- **Potentiel Asymétrique :** Dans un scénario où la croissance atteint 16 % (proche des niveaux historiques post-acquisition) avec un taux MÉDAF stable autour de 8,0 %, la valorisation grimpe à **113,25 $**, offrant un potentiel de hausse de plus de 37 %.

Bibliographie

- Bloomberg. (2025). *Données* de marché et ratios financiers - Descartes Systems *Group*. Consulté le 29 novembre 2025.
- Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., Perrakis, S., & Ryan, P. J. (2022). *Investments* (10th Canadian Edition). McGraw-Hill Ryerson.
- Descartes Systems Group. (2025). *Annual Report FY2025*. Waterloo, Canada.
- Descartes Systems Group. (2025). *Consolidated Financial Statements Q4 FY2025*. Waterloo, Canada.
- Gartner. (2025). *Supply* Chain Technology Trends *and Forecast*.
- Grand View Research. (2024). *Supply* Chain Management Market Size, Share & *Trends Analysis Report, 2024-2030*.
- OCDE. (2025). *Perspectives économiques intermédiaires de l'OCDE*. Paris: OCDE.
- OMC. (2025). *Goods Trade Barometer: September 2025*. Organisation Mondiale du Commerce.

Annexes

Annexe I : États Financiers Prévisionnels Sommaires

Données en millions USD (Source : Estimations de l'équipe, basées sur Descartes FY2025)

Année (Exercice)	**2025 A**	**2026 E**	**2027 E**	**2028 E**	**2029 E**	**2030 E**	**... .**	**2035 E**
Revenus Totaux	**651**	**749**	**861**	**990**	**1109**	**1242**	...	**2074**
Coût des revenus	159	182	209	243	273	305	...	510
Marge Brute	**492**	**566**	**651**	**747**	**836**	**937**	...	**1564**
Dépenses Opérationnelles	311	380	433	493	547	606	...	960
Profit Opérationnel (EBIT)	**181**	**186**	**218**	**254**	**290**	**330**	...	**604**

Intérêts et autres	11	12	12	13	13	13	...	16
Impôts	48	50	58	67	76	87	...	156
Résultat Net	**143**	**148**	**172**	**199**	**226**	**257**	...	**463**

Annexe II : Modèle d'Évaluation (FMDAO / DCF)

Calcul de la valeur intrinsèque au 29 novembre 2025

Composantes du calcul	**Valeur**
Paramètres :	
Taux sans risque (Rf)	3,14 %
Prime de risque marché	6.12 %
Bêta (β)	0.82
Coût des capitaux propres (Ke)	**8,14 %**
Taux de croissance terminal (g)	**3,50 %**
Flux de trésorerie (FCF) :	
Somme des valeurs actuelles des FCF (10 ans)	2461.94 M$
FCF année terminale (t+1)	601 M$
Valeur Terminale (TV)	12941.50 M$
Valeur actuelle de la TV	6 307,23 M$
Valorisation :	
Valeur totale des capitaux propres (Equity Value)	**8 769,18 M$**

Nombre d'actions diluées (millions)	85,606
Valeur intrinsèque par action	**102,44 $**
Cours actuel	82,43 $
Upside (Potentiel de hausse)	*+22,5 %*