



Whitney Tilson | Septembre 2025



L'entreprise d'assurance à avoir dans son portefeuille

Sommaire

- *Constantin « Dinos » Iordanou est descendu du bateau avec une seule valise à la main et 250 dollars en poche....*
- (Ré)introduction du monstre à deux têtes P&C
- C'était sous notre nez depuis le début...
- La croissance exceptionnelle de cette entreprise
- Mises à jour du portefeuille

L'entreprise d'assurance à avoir dans son portefeuille

Constantin « Dinos » Iordanou est descendu du bateau avec une seule valise à la main et 250 dollars en poche.

Immigrant de 19 ans originaire de l'île de Chypre, Iordanou débarqua à New York avec un espoir qui l'emportait sur la peur. Son premier appel à la maison rassura son père : il était bien arrivé après 17 jours en mer (*en 1969, le voyage était moins cher qu'un vol en avion*).

La réponse n'était pas sentimentale, mais pleine d'attentes : « *Tu t'es déjà inscrit à l'école ? Et as-tu trouvé un emploi ?* »

C'est ce qu'il fit. Il fit le plein d'essence dans une station Shell, conduisit des taxis et s'inscrivit à des cours d'anglais du soir. Contre toute attente, il réussit à intégrer l'Université de New York, étudiant l'ingénierie aérospatiale le jour et travaillant comme ouvrier le soir.

Pour la plupart des gens, cela aurait été un triomphe suffisant. Pour Iordanou, ce n'était que le début.

Après avoir obtenu son diplôme, il a décroché un emploi chez Pratt & Whitney, travaillant sur des moteurs à réaction. Ce parcours aurait pu le mener à une vie confortable et anonyme d'ingénieur. Mais le destin l'en a détourné.

Le géant de l'assurance American International Group (plus connu sous ses initiales « AIG ») recrutait des stagiaires dotés d'une formation technique pour évaluer l'assurance des satellites. Il n'avait aucune expérience en souscription. Mais il comprenait les fusées, les taux d'échec et les probabilités.

Soudain, son diplôme d'ingénieur est devenu un point d'entrée improbable dans l'un des secteurs les plus mal compris du monde financier : l'assurance de biens et de dommages (P&C).

Il est facile de considérer l'assurance comme ennuyeuse. En fait, la plupart des investisseurs la rejettent complètement. Pas de produits clinquants. Pas de perspectives de croissance prometteuses. Juste des contrats, des primes et des indemnités. Mais en y regardant de plus près, on découvre quelque chose d'extraordinaire.

Dinos Iordanou a immédiatement compris... Il a rapidement gravi les échelons de l'AIG, puis a dirigé des divisions à Berkshire Hathaway et à Zurich.

Les attentats terroristes du 11 septembre 2001 ont ensuite durement touché le secteur mondial de l'assurance. Des milliards de dollars de sinistres imprévus ont anéanti les acteurs les plus fragiles et la confiance dans le secteur s'est effondrée.

Iordanou a qualifié cette situation de « tempête parfaite ». Car les bouleversements du secteur ont créé une opportunité pour l'assureur chypriote.

Soutenu par près de 800 millions de dollars provenant d'investisseurs privés d'élite, Iordanou a aidé à reconstruire une entreprise de réassurance en difficulté en un assureur IARD - Incendie, Accidents et Risques Divers - discipliné avec des ambitions mondiales.

Aujourd'hui, elle emploie des milliers de personnes dans des dizaines de pays et gère des dizaines de milliards de capitaux... tout cela à partir d'une fondation posée par un ancien chauffeur de taxi.

Depuis près de 15 ans, les Etats-Unis excellent dans l'assurance IARD. Bien menée, elle s'apparente au Saint Graal financier.

Pour trouver ces investissements exceptionnels, nous avons développé un modèle exclusif qui évalue chaque société d'assurance IARD cotée en bourse. Depuis 2012, nous l'avons utilisé pour formuler plus d'une douzaine de recommandations d'actions IARD... avec des résultats nettement supérieurs à ceux du marché et de tous les indices pertinents.

Mais nous avons découvert une nouvelle façon d'utiliser notre système. Comme nous allons vous le montrer, nos tests rétrospectifs révèlent que cette nouvelle approche devrait nous permettre d'obtenir des résultats encore meilleurs qu'auparavant.

Et selon ce système, la société d'Iordanou est aujourd'hui le meilleur assureur IARD au monde.

(Ré)introduction du monstre à deux têtes P&C

Depuis plus de 25 ans, notre équipe suit les événements boursiers les plus marquants pour vous montrer comment les exploiter et bâtir un patrimoine générationnel. Pour les nouveaux abonnés, c'est le moment idéal pour découvrir ce qui est peut-être notre secteur préféré de la bourse. Et pour les abonnés de longue date, un petit rappel ne fait jamais de mal.

Alors, avant de plonger dans les détails de notre nouvelle recommandation, **Arch Capital (Nasdaq : ACGL)**, expliquons pourquoi nous aimons l'assurance IARD...

Nous connaissons tous, bien sûr, au moins *un peu*, l'assurance. Si vous possédez une maison ou une voiture, vous devez être assuré, et la plupart d'entre nous souscrivons également une assurance-vie.

L'assurance vie est une activité solide, stable et prévisible. Après tout, l'événement assuré – *le décès* – est inévitable, tout comme le versement du sinistre. Mais comme les actuaires – *les spécialistes des assurances* – s'appuient généralement sur les mêmes modèles pour prédire la survenance de cet événement, il est difficile de se forger un véritable avantage concurrentiel.

En assurance IARD, c'est différent. L'assurance des biens (dommages aux biens matériels) et l'assurance responsabilité civile protègent contre les événements déclencheurs de sinistres qui pourraient ne jamais se produire.

La maison d'un client pourrait ne jamais prendre feu... Ou il pourrait ne jamais commettre de faute médicale. Et si ces problèmes surviennent, l'ampleur des dégâts peut varier. Évaluer cette incertitude ne se limite pas à insérer des chiffres dans une formule actuarielle. Cela exige du jugement, de la discipline et une réelle compétence en souscription.

Obtenir une bonne souscription d'assurance IARD est un équilibre délicat. Des prix trop élevés peuvent entraîner des départs de clients. Des prix trop bas peuvent entraîner des pertes importantes en cas de sinistre.

Bien menée, l'assurance IARD est souvent qualifiée de « monstre à deux têtes ». La première tête représente le cœur de métier de l'assurance : la collecte des primes et le règlement des sinistres. Si, au fil du temps, vos primes encaissées dépassent vos indemnités, vous générez un bénéfice de souscription.

Il y a toujours un décalage entre le moment où les clients paient leur prime d'assurance et celui où ils déclarent une réclamation. Certains clients pourraient payer leur assurance pendant des décennies sans jamais déclarer de sinistre.

Dans le secteur de l'assurance, les primes versées en fonction des sinistres futurs sont appelées « float » - *mais pour une meilleure compréhension, nous les appellerons les « primes de dédommagement » pour la suite*. Les assureurs doivent être prêts à indemniser les sinistres, mais en attendant, ils peuvent investir ces primes de dédommagement à leur profit. Les revenus générés par ces investissements constituent la deuxième « tête » du monstre de l'assurance.

Réfléchissez à ce que cela signifie... En résumé, *les compagnies d'assurance IARD sont rémunérées pour utiliser l'argent d'autrui* . Comme l'expliquait Porter Stansberry, fondateur de notre entreprise, il y a plus de dix ans...

“Je tiens à m'assurer que vous comprenez bien ce point. Tous ceux qui gagnent leur vie en fournissant des services financiers – banques, courtiers, gestionnaires de fonds spéculatifs, etc. – paient pour le capital qu'ils utilisent pour gagner leur vie. Les banques empruntent auprès des déposants et des investisseurs (qui achètent des CD) ainsi qu'à d'autres banques. Elles doivent payer pour le capital. De même, pratiquement tous les acteurs de la chaîne alimentaire des services financiers doivent payer pour le droit d'utiliser le capital.

Tout le monde, sauf les compagnies d'assurance.”

Les assureurs IARD les plus performants savent exploiter les deux facettes du monstre à deux têtes. Ils souscrivent des polices d'assurance qui génèrent des profits de souscription – ils sont donc en quelque sorte payés pour investir l'argent d'autrui – *et conservent les revenus de ces investissements.*

Peu d'investisseurs comprennent pleinement cette dynamique... et ceux qui le font sont probablement de fervents adeptes de Warren Buffett. Buffett, président de Berkshire Hathaway, est largement considéré comme le meilleur investisseur au monde.

Depuis que Buffett a pris le contrôle de Berkshire Hathaway en 1965 jusqu'en 2024, son conglomérat a généré un rendement de plus de 5'500'000 % – un chiffre si important qu'il est difficile à visualiser. À titre de comparaison, l'indice S&P500 n'a enregistré qu'un rendement de 39'000 % sur cette période.

Dans ses lettres annuelles aux actionnaires, Buffett vante constamment les avantages de l'assurance IARD. Il décrit souvent l'assurance IARD comme le moteur qui a propulsé Berkshire Hathaway au rang des plus grandes sociétés cotées en bourse au monde.

Bien que Buffett ne soit pas parfait, personne ne peut critiquer sa capacité à identifier les meilleurs assureurs mondiaux. De 1968 à 2024, les primes d'assurance du portefeuille d'assurances de Berkshire Hathaway sont passées d'environ 20 millions de dollars à plus de 88 milliards de dollars.

Une grande partie de la croissance de Berkshire Hathaway en assurance IARD a été générée par le rachat de compagnies d'assurance cotées en bourse. Geico, acquise progressivement sur plusieurs décennies par Buffett, en est l'exemple le plus célèbre. Parmi les autres exemples, on peut citer Alleghany Insurance, qui faisait partie de notre portefeuille modèle lorsque Buffett a annoncé son rachat en 2022.

Mais Buffett sait pertinemment qu'on ne peut pas acheter *n'importe quel* assureur. La plupart des assureurs IARD sont plutôt médiocres. Il n'y a pas de véritable barrière à l'entrée, ce qui fait que le secteur a attiré de nombreux acteurs incompetents ou malhonnêtes.

Cependant, au cours des dernières décennies, Buffett a laissé une traînée de miettes de pain aux observateurs attentifs du marché pour apprendre à identifier les meilleurs assureurs du monde.

Dès 2012, nous avons lancé un outil exclusif de suivi de la valeur des assurances afin d'identifier les meilleurs assureurs IARD au monde. En nous appuyant sur des lettres d'actionnaires de Berkshire Hathaway datant de plusieurs décennies, nous avons identifié les indicateurs d'assurance préférés de Buffett et les avons pondérés pour évaluer, noter et classer tous les assureurs IARD cotés en bourse.

Et maintenant, il nous dit d'acheter l'entreprise que Dinos Iordanou a redressée il y a près de 25 ans...

C'était sous notre nez depuis le début...

Après être devenu PDG d'Arch Capital en 2003, Iordanou a concentré l'entreprise sur les secteurs les plus difficiles et les plus rentables du secteur de l'assurance - des spécialités qui nécessitaient une véritable expertise et un capital important comme la construction, l'énergie et les fautes professionnelles médicales.

En s'en tenant aux domaines où d'autres ont trébuché, Iordanou a construit une méthode de souscription qui a généré du capital année après année.

Au fil du temps, l'entreprise est passée d'une note de bas de page à une puissance financière, devenant l'un des plus grands assureurs spécialisés au monde et s'étendant plus tard à l'assurance hypothécaire avec une acquisition de plusieurs milliards de dollars.

L'une des activités phares d'Arch Capital est la réassurance. Elle couvre les mêmes risques que l'assurance IARD classique, ou « primaire », lorsqu'un client souscrit une police pour se protéger ou protéger son entreprise. Mais avec la réassurance, les clients d'Arch sont d'autres compagnies d'assurance.

Les polices de réassurance permettent aux petites compagnies d'assurance de transférer leur exposition au risque sur une compagnie plus importante. Par exemple, une petite compagnie d'assurance fortement exposée aux propriétaires floridiens peut souscrire une réassurance pour couvrir tous les dommages causés par un ouragan sur un montant cumulé prédéfini.

Nous parlerons des chiffres plus en détail dans un instant... Mais Arch a fait passer son activité de réassurance d'environ 30 % de ses revenus en 2015 à environ 50 % de ses revenus cette année.

En général, la réassurance est le secteur où se situent les plus gros profits... mais aussi les plus grands risques. Seuls les souscripteurs de réassurance les plus avisés peuvent générer des bénéfices à long terme. Compte tenu de l'ADN d'Arch Capital, cette concentration sur les gros contrats de réassurance n'est pas surprenante.

Comme mentionné précédemment, Iordanou et ses associés ont fondé l'entreprise au lendemain du pire attentat terroriste de l'histoire de notre pays. Il n'était d'ailleurs pas seul...

En fait, l'histoire de la fondation d'Arch Capital peut sembler familière aux abonnés de longue date. En avril 2015, nous avons recommandé une société appelée Allied World Assurance (aujourd'hui privée), fondée exactement à la même époque. Comme nous l'expliquions dans ce numéro...

“Il y a de fortes chances que la première chose à laquelle vous ayez pensé après les attentats terroristes du 11 septembre n’ait pas été de savoir comment tirer profit de la crise.

Mais vous pouvez parier que les dirigeants de presque toutes les grandes compagnies d’assurance ne pensaient presque à rien d’autre...

Lorsqu'une catastrophe survient, les assureurs sous-capitalisés ou mal gérés font faillite. Les survivants peuvent pratiquer des tarifs plus élevés pendant la période de faible concurrence qui suit. Les clients, avec la tragédie encore dans les mémoires, sont prêts à déboursier davantage pour la tranquillité d'esprit que procure la certitude que leurs risques sont assurés par les meilleurs.

Les piliers du secteur aiment créer de nouvelles entreprises lorsque des conditions tarifaires favorables surviennent après une tragédie. La raison est simple : une nouvelle entreprise a un cadre légal beaucoup plus souple. Tant que vous souscrivez prudemment, c'est un moyen quasi infaillible de gagner des sommes astronomiques.”

Cette approche est logique et capitalise sur le fait que le secteur des assurances traverse régulièrement des cycles de tarification « dure » et « douce ».

Dans des marchés durs, les assureurs peuvent augmenter leurs primes tout en gérant soigneusement le risque de souscription. Autrement dit, ils sont bien rémunérés pour les risques qu'ils prennent. Comme mentionné précédemment, les marchés durs suivent souvent des catastrophes, car les conséquences des dommages sont encore dans les mémoires des assurés.

Après quelques années de forte hausse des prix, le secteur de l'assurance IARD commence à attirer de nouveaux acteurs qui fidélisent les clients avec des tarifs plus bas. Un cycle « doux » s'installe... jusqu'au prochain ouragan, incendie de forêt ou attentat terroriste, où les acteurs irresponsables de ce cycle se noient sous les sinistres qu'ils ne peuvent payer.

Ensuite... répétez. Un autre cycle dur commence.

Anticiper ces cycles n'est pas chose aisée... Personne ne sonne l'alarme ni ne fait d'annonce. Mais les observateurs avisés du marché peuvent se faire une idée assez précise. En juillet 2020, en pleine période de confinement lié à la pandémie, nous avons annoncé que le cycle s'était officiellement « durci » et recommandé deux choix d'investissements P&C dans ce numéro.

Effectivement, nos deux choix dans ce numéro, Alleghany et Enstar, ont rapporté en moyenne 92 % sur une période de détention moyenne d'un peu plus de trois ans... soit environ 29 % annualisé. (*Acheter un fonds indiciel S&P 500 aurait rapporté 67 %, soit 21 % annualisé, sur la même période de détention.*) Les deux ont été rachetés par d'autres sociétés, sinon nous les détiendrions probablement encore aujourd'hui.

Ce qui jette une ombre sur ce tour de force, c'est que nous aurions pu faire encore mieux en choisissant Arch Capital... Le titre a progressé de 239 %, dividendes compris, depuis cette publication. Et quelle que soit la manière dont on analyse les données ou les indicateurs utilisés, quasiment aucun assureur n'a obtenu d'aussi bons résultats qu'Arch Capital dans le contexte actuel de marché dur.

Pour évaluer une assurance, nous utilisons 40 trimestres de données pour classer les assureurs en fonction de 12 composants de données pilotant les cinq « métriques Buffett » suivantes :

- La discipline de souscription (la première tête du monstre à deux têtes)
- À quel point ils traitent bien les actionnaires
- La capacité à développer leur flotte
- Avec quelle réussite ils utilisent leurs primes de dédommagement pour faire fructifier leurs investissements et réaliser des gains d'investissement (la deuxième « tête » du monstre à deux têtes)
- Leur capacité à accroître la valeur comptable par action (la valeur comptable est essentiellement la « valeur nette » d'une entreprise... la valeur totale des actifs moins les passifs)

Ce système est encore plus complexe qu'il n'y paraît. Par exemple, le concept de « float d'assurance » – *l'indicateur d'assurance préféré de Buffett* – n'est pas divulgué dans les états financiers standard.

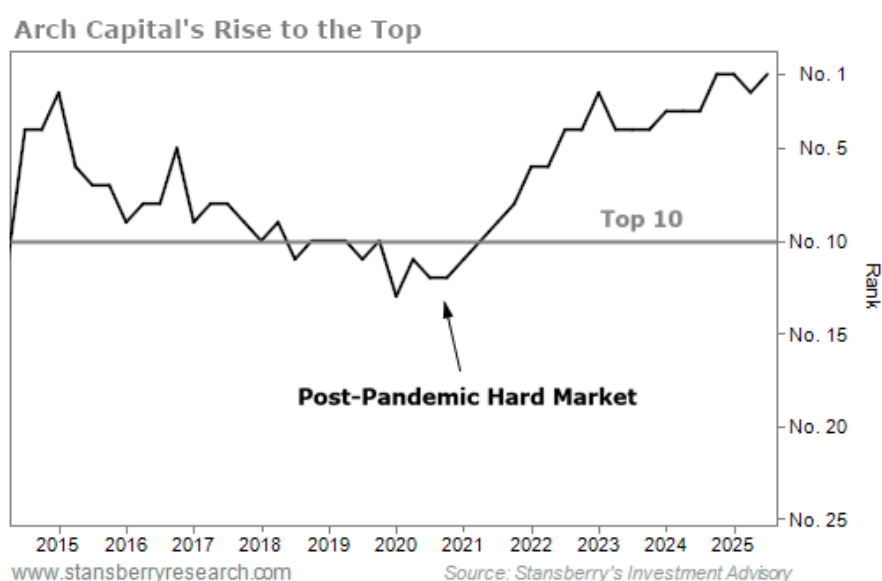
Pour calculer ces primes de dédommagement, il faut combiner plusieurs postes des états financiers et les notes correspondantes. C'est un processus fastidieux et chronophage que la plupart des investisseurs négligent, même s'ils savent où chercher.

En 2014, nous avons collaboré directement avec une équipe de Bloomberg spécialisée dans les bases de données pour créer ce que nous (et l'équipe de Bloomberg) considérons comme le seul outil automatisé au monde de calcul des marges d'assurance. Le suivi des tendances des marges de plus de 50 compagnies d'assurance IARD que nous évaluons est l'un des éléments les plus importants de notre outil exclusif. Et personne d'autre ne le fait.

Notre équipe a déjà examiné et classé ces résultats, et Arch Capital se hisse désormais à la première place du classement général.

Dans ces classements, Arch se classe également sixième en matière de souscription, dixième en matière de traitement des actionnaires, seizième en matière de croissance des primes de dédommagement, neuvième en matière de croissance des comptes d'investissement et cinquième en matière de croissance de la valeur comptable.

Arch a toujours été proche de notre « Top 10 », mais comme vous pouvez le voir dans le graphique ci-dessous, la société a vraiment grimpé dans le classement sur le marché dur actuel post-pandémique...



Compte tenu de son histoire impressionnante, pourquoi recommandons-nous seulement maintenant Arch Capital ?

Mieux vaut tard que jamais...

Nous sommes incroyablement fiers des résultats obtenus par ce moniteur au cours des 13 dernières années.

Cela nous a conduit à recommander 16 assureurs IARD depuis 2012. Et collectivement, ces actions ont généré un **rendement moyen de 26,8 % par an**, écrasant les rendements du iShares US Insurance Fund (IAK) – *notre indice de référence du secteur* – et du S&P500 sur les mêmes périodes.

Bien que cela soit impressionnant, une étude complète de nos résultats suggère que nous aurions pu obtenir presque les mêmes rendements, voire mieux... avec beaucoup moins d'efforts.

Jusqu'à présent, nous n'avons recommandé que les meilleures compagnies d'assurance lorsqu'elles étaient bon marché... Et les bons assureurs IARD le sont rarement.

Plus précisément, nous n'avons recommandé un assureur IARD que lorsqu'il figurait dans le Top 10 de notre classement *et* qu'il affichait une décote de plus de 50 % par rapport à ses primes de dédommagement plus sa valeur comptable. C'est l'indicateur de valorisation utilisé par Buffett pour évaluer les assureurs.

Mais en janvier dernier, nous avons commencé à tester rétrospectivement des indices hypothétiques des meilleurs assureurs IARD, basés sur notre système de classement. Nous nous sommes demandés : *un « système » automatisé basé sur nos classements aurait-il surpassé nos recommandations très sélectives ?*

Nous avons donc testé le système sur une période de 10 ans allant de 2014 à 2024. Et nous avons exécuté les chiffres de différentes manières, en nous concentrant sur quatre stratégies distinctes...

- Et si nous prenions simplement nos 20 meilleures actions et les achetions, quelle que soit leur valorisation ?
- Et si on achetait le Top 20, mais seulement quand ils sont bon marché ?
- Que diriez-vous d'acheter simplement le Top 10, en ignorant la valorisation ?
- Enfin, qu'en est-il de l'achat d'entreprises du Top 10, mais seulement lorsqu'elles se négocient à un prix « bon marché » ?

Pour chaque stratégie, nous avons renouvelé les « meilleures » positions chaque trimestre. Voici ce que nous avons constaté...

BACK TESTING FOUR P&C INVESTMENT STRATEGIES						
	Top 10	Top 10 When Cheap	Top 20	Top 20 When Cheap	S&P 500 Index	Overall U.S. Insurance Industry
Total Return	371.9%	339.9%	300.9%	340.6%	248.5%	220.6%
Annualized Return	26.8%	25.4%	23.7%	25.0%	21.0%	20.6%

www.stansberryresearch.com Source: Stansberry's Investment Advisory, Bloomberg

Notez que les quatre stratégies d'indice battent largement le marché et l'ensemble du secteur de l'assurance... Notre outil fait son travail.

Voici ce qui nous a surpris : la stratégie Top 10 qui a ignoré la valorisation a généré les meilleurs résultats... avec une marge assez large.

Ce n'est pas possible, n'est-ce pas ?

Acheter uniquement les meilleures compagnies d'assurance IARD et ignorer les valorisations ? Que dirait Buffett ?

Il s'avère que Buffett pourrait bien être d'accord...

Dans notre numéro de mars 2012, nous avons exposé ce que Buffett était prêt à payer pour une excellente compagnie d'assurance P&C...

"J'ai trouvé des informations sur trois des plus gros achats d'assurance de Buffett. En 1995, Buffett a acquis 49 % de GEICO pour 2,3 milliards de dollars, ce qui a ajouté 3 milliards de dollars aux primes de dédommagement de Berkshire et 750 millions de dollars à la valeur comptable. Buffett a donc payé 0,61 dollar pour chaque dollar des primes de dédommagement et de valeur comptable.

En 1998, Buffett a racheté General Re pour 21 milliards de dollars, ce qui a ajouté 15,2 milliards de dollars aux primes de dédommagement de Berkshire et 8 milliards de dollars à sa valeur comptable. Buffett a donc payé 0,94 dollar pour chaque dollar des primes de dédommagement et de valeur comptable.

En 1967, Buffett a déboursé 9 millions de dollars pour 17 millions de dollars de liquidités de la National Indemnity. Cela représente 0,51 dollar pour chaque dollar de liquidité. Il s'agissait de sa première souscription d'assurance."

Regardez attentivement ce qui se passe ici.

En 1967, Buffett a obtenu une décote d'environ 50 % par rapport aux primes de dédommagement et à la valeur comptable de National Indemnity. En 1995, il était prêt à accepter une décote de « seulement » 40 % lors de l'acquisition de sa participation dans Geico. Mais au tournant du siècle, Buffett était prêt à payer presque le prix fort pour General Re.

Dix années de rétro-tests de nos classements publiés nous ont montré la même chose... Lorsque vous achetez les meilleurs assureurs IARD, la valorisation n'a pas autant d'importance que nous (et Buffett) le pensions à l'origine .

Arch Capital est sous notre nez depuis 2014... et a passé la majeure partie de ce temps dans le top 10 de notre système propriétaire, ou à proximité. Mais avec notre ancienne approche, ce n'était jamais « assez bon marché », comme le montre une décote de 50 % par rapport aux primes de dédommagement plus la valeur comptable.

Aujourd'hui, avec une capitalisation boursière de 34 milliards de dollars, Arch se négocie avec une décote de 23 % par rapport aux primes de dédommagement et à sa valeur comptable. Pour la compagnie d'assurance IARD numéro 1 de notre analyse, c'est toujours un excellent investissement. Et nos tests rétrospectifs le prouvent.

Nous continuerons de suivre chaque entreprise au cas par cas. Mais à l'avenir, nous nous appuierons moins sur les indicateurs de valorisation pour nos sélections d'assurances IARD. Nous privilégierons davantage l'achat des meilleures.

L'histoire d'excellence d'Arch Capital

La croissance des primes de dédommagement et de la valeur comptable d'Arch figure parmi les plus impressionnantes de notre univers. La société a fait passer ses primes de dédommagement de 8,5 milliards de dollars en 2014 à environ 22,6 milliards de dollars aujourd'hui, soit un taux de croissance annuel composé de 9,3 %. La croissance de la valeur comptable par action d'Arch a été encore plus impressionnante, atteignant environ 13 % par an depuis 2014.

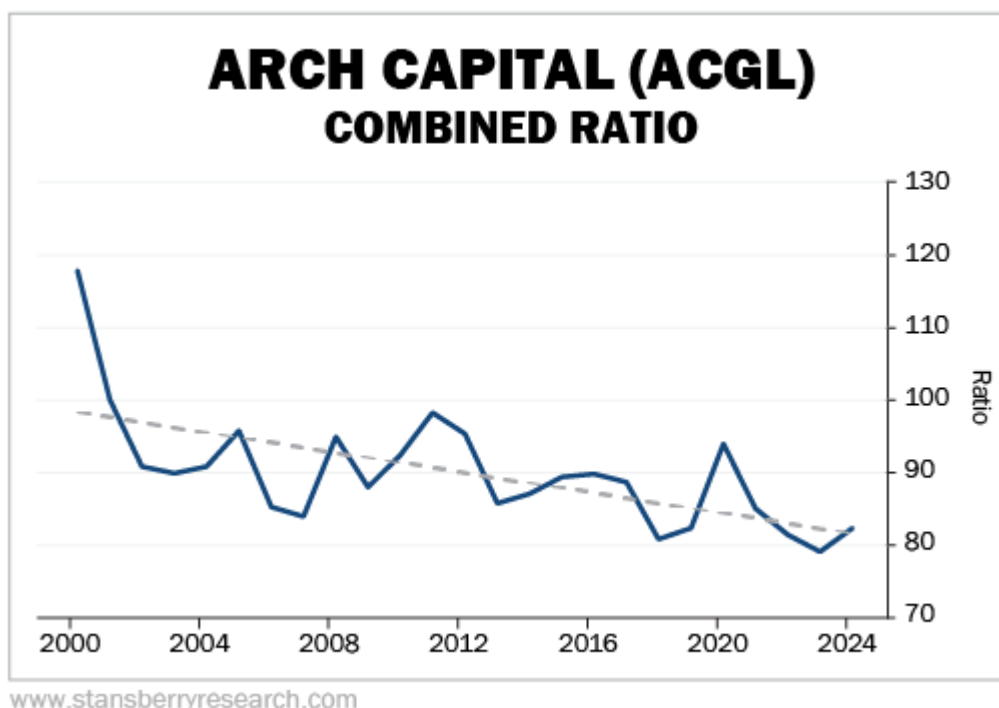
C'est aussi un souscripteur discipliné. Considérez ceci... En 2024, deux ouragans de fin d'année – Milton et Helene – ont provoqué près de 400 millions de dollars de pertes catastrophiques assurées sur Arch... Puis, le premier trimestre 2025 a vu des centaines de millions de dollars de pertes catastrophiques dues aux incendies de forêt en Californie.

Et malgré tous ces désastres en matière d'assurance, Arch Capital a quand même réalisé un bénéfice de souscription.

Le bénéfice technique est mesuré par ce que l'on appelle le « ratio combiné » d'un assureur, qui combine le ratio de sinistralité (pertes dues aux sinistres) et le ratio de dépenses (coûts des agents, des administrateurs, du marketing, etc.). Un ratio combiné inférieur à 100 indique qu'une entreprise génère un bénéfice technique, tandis qu'un ratio supérieur à 100 représente une perte technique.

En 2024, le ratio combiné d'Arch s'élevait à 95 pour l'assurance primaire et à 83 pour les lignes de réassurance plus lucratives. Cette année, l'entreprise a affiché un ratio combiné rentable de 90 au cours du premier trimestre, marqué par les incendies. Son ratio combiné pour les six premiers mois s'établit à 85,5.

Arch Capital n'a pas affiché de ratio combiné supérieur à 100 au cours d'une seule année depuis 2001, et sa rentabilité n'a fait qu'augmenter d'année en année...



La plupart du temps, lorsqu'un assureur affiche un excellent dossier de souscription, il risque de perdre des clients au profit de concurrents à courte vue proposant des primes moins chères. Chose incroyable, Arch Capital a *également* réussi à multiplier par près de cinq ses primes annuelles, passant de moins de 4 milliards de dollars à environ 23 milliards de dollars.

Comme nous l'avons mentionné, cette croissance a été principalement alimentée par des primes de réassurance rentables. Depuis le début du marché dur en 2020, les primes de réassurance d'Arch ont explosé, passant d'environ 5,1 milliards de dollars à près de 11,4 milliards de dollars.

Alors, qu'en est-il de la « deuxième tête » du monstre P&C ?

La direction d'Arch investit ses primes de dédommagement de manière prudente et rentable. Moins de 4 % des actifs investissables de l'entreprise sont placés sur des marchés boursiers relativement volatils. Seuls 7,8 % sont investis dans des obligations notées « investment grade ». Le reste du capital de l'entreprise est investi en liquidités ou en obligations d'État ou d'entreprises à faible risque.

Malgré ce conservatisme en matière d'investissement, au cours des 12 derniers mois, la société a enregistré environ 1,6 milliard de dollars de revenus d'investissement.

Encore une fois, ces 1,6 milliard de dollars de bénéfices proviennent d'Arch qui investit l'argent d'autrui – *du capital gratuit* – à son profit. Arch restitue généralement des montants importants de ce capital à ses actionnaires... généralement sous forme de rachats d'actions, bien que le conseil d'administration ait récemment approuvé un dividende exceptionnel de 5 dollars par action.

Arch Capital allie une croissance des primes élevée, une expertise en souscription et des investissements prudents mais lucratifs. Il n'est donc pas étonnant qu'elle figure aujourd'hui en tête de notre outil IARD.

Deux raisons pour lesquelles les actions d'Arch Capital sont en baisse

Bien que les actions d'Arch Capital sont élevées, elles devraient être bien plus chères que maintenant. Voici deux raisons pour lesquelles nous pouvons bénéficier d'une réduction dès aujourd'hui...

Premièrement, l'équipe de direction d'Arch est un peu novice, du moins en ce qui concerne la gestion d'une société publique.

Marc Grandisson a succédé à Iordanou en tant que PDG en 2019 et a dirigé l'entreprise avec compétence pendant la pandémie et le cycle de tarification dur qui a suivi.

Puis, en octobre 2024, sans avertissement ni justification, Grandisson, alors âgé de 57 ans, a brusquement démissionné, sans plan de succession. Cela a donné une mauvaise image à l'entreprise. Les actions ont chuté de plus de 20 % dans les mois qui ont suivi.

Finalement, le conseil d'administration a nommé Nicolas Papadopoulos comme successeur de Grandisson. Papadopoulos avait auparavant occupé le poste de souscripteur en chef de la société ; il connaît donc parfaitement le secteur de l'assurance. Mais peut-il diriger une société cotée ? Avec des actions toujours environ 20 % en dessous de leurs plus hauts d'octobre, le marché est manifestement encore en train d'évaluer le nouveau venu.

Nous garderons également un œil sur lui, mais nous n'avons rien vu d'inquiétant qui justifierait une vente aussi importante.

Deuxièmement, en août 2024, Arch a racheté les segments du marché intermédiaire commercial et du divertissement au géant allemand de l'assurance Allianz. Initialement, Arch estimait que les nouveaux segments pourraient devenir rentables dès le premier semestre de cette année. Papadopoulo a récemment déclaré aux analystes : « *Nous sommes satisfaits de l'équipe et de l'activité sous-jacente que nous avons acquise* », mais « *c'est un processus de longue haleine* ».

Nous resterons attentifs à tout nouveau signe de difficulté. Mais pour l'instant, tout indique qu'il ne s'agit que d'un petit obstacle, le temps qu'Arch mette ses nouvelles entreprises à niveau.

Nous surveillons le marché de l'assurance

Même si nous apprécions l'assurance IARD, elle est plus performante en période de marché dur. Un retournement du cycle tarifaire constituerait un obstacle à court et moyen terme pour Arch Capital et nos autres assureurs IARD.

Depuis 1984, les actions d'assurance ont généré des rendements annualisés moyens de 23 % sur les marchés en période dure contre 12 % sur les marchés en période douce.

Après cinq ans d'existence, le marché actuel de l'assurance commence indéniablement à s'essouffler. Les trois derniers marchés ont duré en moyenne seulement deux ans. Nous avons récemment constaté des signes d'essoufflement dans certains segments du marché, notamment dans des secteurs spécialisés comme la cybersécurité et certains marchés maritimes.

Néanmoins, les cycles sont normaux et les bons assureurs survivent toujours. La croissance du chiffre d'affaires peut parfois stagner, voire s'inverser, lorsque les marchés sont doux, car les assureurs disciplinés laissent leurs assurés partir plutôt que de renouveler leurs contrats à des tarifs non rentables. Mais un marché doux ne constituerait pas une menace existentielle pour Arch.

De plus, ce marché dur pourrait perdurer un certain temps. En général, les périodes de faiblesse des marchés sont précédées de périodes de catastrophes coûteuses relativement rares. Après quelques années de perception de primes sans sinistres, une multitude de nouveaux venus sont attirés par l'appât du gain.

Comme vous l'avez sans doute remarqué, ces dernières années ont été marquées par une *augmentation de* la fréquence des catastrophes naturelles telles que les ouragans, les incendies de forêt et les inondations. Ces conditions ont tenu les nouveaux arrivants à distance...

Du côté des victimes, les jurys ont rendu des verdicts plus sévères que la normale, tandis que l'inflation médicale a fait augmenter le prix moyen d'une demande d'indemnisation des accidents du travail.

De manière peut-être paradoxale, cette hausse des coûts n'est pas en soi une mauvaise chose pour les assureurs responsables figurant en tête de notre classement. Quelle que soit l'évolution des coûts, les meilleurs assureurs IARD ne perdront pas d'argent en souscription, car ils savent tarifier les risques de manière responsable et rentable. Parallèlement, des catastrophes et des sinistres inquiétants et imprévisibles tiennent à distance les concurrents potentiels.

En bref, ce marché dur actuel pourrait encore avoir du potentiel.

Dans l'ensemble, il y a bien plus de raisons d'être enthousiaste que de s'inquiéter. La récente vague de ventes nous a permis d'obtenir un meilleur prix d'entrée. Certes, avec une décote de 23 % par rapport aux primes de dédommagement plus la valeur comptable, Arch Capital est plus cher que ce que nous aurions traditionnellement payé pour un assureur IARD.

Mais les données ne mentent pas : comme nous l'avons constaté, ce n'est presque jamais un mauvais moment pour acquérir une excellente compagnie d'assurance IARD. Et aujourd'hui, Arch Capital est l'assureur le mieux classé du marché. Nous sommes ravis de la réduction que nous pouvons obtenir.

MESURE À PRENDRE

Achetez Arch Capital (Nasdaq : ACGL) jusqu'à 100 dollars par action.

N'utilisez pas de stop loss.

Mises à jour du portefeuille

Je ne crois pas que le marché soit dans une bulle. Mais les signes avant-coureurs se multiplient...

Le mois dernier, nous vous avons expliqué comment les actions mêmes (*à but purement humoristique*) sont de retour à la mode, les investisseurs particuliers faisant monter les actions d'entreprises en difficulté comme la plateforme immobilière Opendoor Technologies (OPEN) et l'entreprise de caméras portables GoPro (GPRO).

Il semble désormais que les investisseurs utilisent des options et des effets de levier pour augmenter leur risque...

Les transactions d'options sur actions ont atteint des niveaux record en août, selon les données du portefeuille **CBOE Global Markets (BATS : CBOE)**. Ce chiffre intervient après que les options risquées à échéance zéro (ou « 0DTE »), négociées juste avant leur expiration, ont établi un record mensuel en juillet.

Parallèlement, la dette sur marge (c'est-à-dire les emprunts des investisseurs) atteint des niveaux records. Elle a dépassé 1'000 milliards de dollars pour la première fois en juin et a encore augmenté en juillet. La dernière fois que la dette sur marge a connu un pic similaire remonte à octobre 2021, deux mois avant le début du dernier marché baissier, où le S&P500 a chuté de 25 %.

Les 10 plus grandes entreprises du S&P500 représentent désormais environ 40 % de la capitalisation boursière totale de l'indice, soit le chiffre le plus élevé jamais enregistré.

C'est le genre de phénomènes que l'on s'attend à observer lors des pics boursiers. Et même si je n'annonce pas de sommet, ces signes avant-coureurs me *rendent* un peu plus prudent.

Mais comme nous l'avons dit le mois dernier, cela ne signifie pas pour autant que vous devez vous tenir à l'écart du marché. De nombreuses opportunités intéressantes existent encore.

Les actions ont progressé d'environ 2,6 % depuis notre dernière mise à jour. Et nous avons presque doublé ce chiffre grâce à d'importantes fluctuations de notre portefeuille...

Nos titres aurifères – le mineur d'or **Barrick Mining** (NYSE : **B**) et la société de streaming et de redevances aurifères **Royal Gold** (Nasdaq : **RGLD**) – ont été deux des plus fortes hausses. Barrick a progressé de 29 % au cours du mois dernier, tandis que Royal Gold a progressé de 19 %.

L'or a continué de grimper, atteignant désormais un sommet historique à plus de 3'500 dollars l'once. L'argent est à son plus haut niveau depuis 2010. Et ces deux cours continueront probablement de grimper, la baisse des taux d'intérêt étant favorable aux métaux précieux.

Dans son dernier discours à Jackson Hole, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a indiqué que la banque centrale envisageait de réduire le taux des fonds fédéraux de 25 points de base. Certains économistes spéculent que la Fed le réduira de 50 points de base pour lutter contre l'affaiblissement du marché du travail.

La baisse anticipée des taux intervient alors que l'indice des prix à la consommation a atteint 2,7 % fin juillet. Bien que ce chiffre soit meilleur que celui de 2,9 % enregistré il y a un an, il représente néanmoins une forte hausse par rapport au taux d'inflation de 2,4 % enregistré en mai. De plus, il est supérieur à l'objectif de 2 % de la Fed.

L'inflation sous-jacente – qui exclut les prix volatils des aliments et de l'énergie – montre que l'inflation est encore plus élevée, à 3,1 %.

Les dépenses du gouvernement américain étant hors de contrôle, de nombreux pays déplacent leurs réserves financières du dollar vers l'or.

Selon les données de 2024, le dollar américain représente 46 % des réserves mondiales, contre environ 55 % il y a dix ans. Mais l'or a désormais dépassé l'euro et représente 20 % des réserves mondiales, se classant ainsi au deuxième rang.

Les banques centrales ont acheté plus de 1'000 tonnes d'or au cours de chacune des trois dernières années. Et environ 95 % d'entre elles prévoient d'accroître leurs réserves d'or au cours des 12 prochains mois, selon une enquête du World Gold Council et de la société de gestion d'investissement US Global Investors.

C'est une excellente nouvelle pour nos deux actions aurifères. L'action Barrick reste un bon investissement aujourd'hui. **Achetez Barrick Mining** (NYSE : **B**) **jusqu'à 30 dollars l'action** .

Malgré les inquiétudes persistantes quant à l'impact de l'inflation et des tarifs douaniers du président Donald Trump sur le consommateur américain, les actions du détaillant de meubles de luxe **Arhaus (Nasdaq : ARHS)** ont grimpé de 30 % au cours du mois dernier.

Arhaus continue de constater une forte demande pour ses produits haut de gamme. Au deuxième trimestre, le chiffre d'affaires a progressé de près de 16 % sur un an pour atteindre un record de 358 millions de dollars, tandis que les ventes à magasins comparables ont progressé de 11 %.

Arhaus bénéficie d'un bilan impeccable, avec 235 millions de dollars de trésorerie et aucune dette. Cela lui donne une grande flexibilité pour réinvestir dans sa croissance, notamment dans la modernisation de ses salles d'exposition et l'amélioration de sa chaîne d'approvisionnement.

Jusqu'à présent, Arhaus se concentrait principalement sur les meubles de chambre, de salle à manger et de salon. Mais lors de la dernière conférence téléphonique sur les résultats financiers, le PDG John Reed a annoncé le lancement de la collection Salle de Bain, qui comprend des meubles-lavabos, des robinets, des luminaires haut de gamme et bien plus encore.

L'annonce a fait grimper le cours de l'action de plus de 20 % en une seule journée.

Arhaus demeure un acteur de croissance durable dans le secteur de l'immobilier de luxe, malgré un contexte macroéconomique difficile. Nous avons progressé de 50 % depuis que nous avons recommandé le titre en mai 2023. Notre conseil reste le même : **achetez Arhaus (Nasdaq : ARHS) jusqu'à 10 dollars par action** .

La saison des résultats a été moins clémente pour le fabricant de chaussures décontractées **Crocs (Nasdaq : CROX)** ...

L'entreprise a enregistré un chiffre d'affaires record de 1,2 milliard de dollars au deuxième trimestre, en hausse de 3,4 % par rapport à la même période de l'année précédente. Les marges brutes se sont améliorées et de solides flux de trésorerie ont permis à l'entreprise de rembourser 105 millions de dollars de dette et de racheter pour 133 millions de dollars supplémentaires d'actions.

Mais la direction a déclaré s'attendre à une baisse du chiffre d'affaires de 9 à 11 % au prochain trimestre. Elle a également souligné que les droits de douane imposés par Trump devraient coûter à l'entreprise 90 millions de dollars cette année. Cette annonce a fait chuter le cours de l'action, qui a perdu 11 % depuis le mois dernier.

Nous restons néanmoins confiants quant aux perspectives à long terme de Crocs... La direction limite les dépenses et réduit les commandes de stocks. L'entreprise a annoncé un partenariat de licence pluriannuel avec la NFL pour la production de chaussures à l'effigie de l'équipe et de breloques « Jibbitz ». Crocs vient également de nommer un nouveau directeur financier, Patraic Reagan, ancien ouvrier chez SharkNinja (SN), une entreprise de produits de grande consommation, et ancien ouvrier chez Nike (NKE) pendant près de 14 ans.

De plus, à la fin du dernier trimestre, il restait environ 1,1 milliard de dollars à la société sur son autorisation de rachat d'actions, soit plus de 20 % de sa capitalisation boursière actuelle.

Même si le court terme peut être instable, Crocs reste très rentable et rachète massivement ses actions. **Achetez Crocs (Nasdaq : CROX) jusqu'à 115 dollars par action .**

Le fournisseur de vidéoconférence **Zoom Communications (Nasdaq : ZM)** a annoncé son meilleur trimestre depuis près de trois ans.

Le chiffre d'affaires du dernier trimestre a atteint 1,2 milliard de dollars, en hausse d'environ 5 % sur un an. Parallèlement, les ventes de licences pour les entreprises ont progressé de 7 %. Le nombre de clients contribuant à plus de 100'000 dollars de chiffre d'affaires annuel a progressé de 9 %.

Le moteur de croissance est l'intelligence artificielle (« IA »). Les outils « AI Companion » de Zoom gagnent en popularité, leur utilisation ayant quadruplé au cours de l'année écoulée.

Si vous avez utilisé Zoom récemment, vous savez que les fonctionnalités d'IA de l'entreprise vont bien au-delà des résumés de réunions. Ses produits AI Companion peuvent répondre à des questions, planifier des événements, rechercher des documents et même générer du nouveau contenu.

Bien que Zoom soit toujours confronté à la concurrence des plateformes de visioconférence Teams **de Microsoft (Nasdaq : MSFT)** et Google Meet **d'Alphabet (Nasdaq : GOOGL)**, la direction a revu à la hausse ses prévisions de chiffre d'affaires pour l'année. Elle table désormais sur un chiffre d'affaires compris entre 4,825 et 4,835 milliards de dollars.

Le marché a apprécié la nouvelle, les actions Zoom ayant augmenté de près de 12 % depuis le mois dernier.

Avec l'IA au centre de sa stratégie – et le monde continuant d'adopter des environnements de travail hybrides – Zoom réaccélère sa croissance d'une manière qui devrait lui permettre de rester pertinent pour les années à venir.

Nous affichons désormais une hausse de 45 % sur Zoom depuis notre recommandation de juin 2024. **Achetez Zoom Communications (Nasdaq : ZM) lorsque l'action se négocie à 80 dollars ou moins.**

Le manque d'activité immobilière continue de peser sur les actions de **Builders FirstSource (NYSE : BLDR)**.

Le plus grand fournisseur de matériaux de construction du pays a souffert de taux hypothécaires élevés et d'un stock de logements inhabituellement bas.

Le chiffre d'affaires et le bénéfice par action de l'entreprise au deuxième trimestre ont été inférieurs aux attentes de Wall Street, et les marges se sont comprimées en raison de la baisse du nombre de logements construits. La baisse de la demande de logements collectifs a également pesé sur les résultats.

Malgré ces défis, la direction a réaffirmé ses prévisions de revenus pour l'ensemble de l'année et a déclaré...

“Nous privilégions ce qui est sous notre contrôle : servir nos clients avec excellence, exploiter la technologie et gérer l'entreprise avec rigueur. Nous restons concentrés sur la construction de l'avenir en investissant dans des solutions à valeur ajoutée, des capacités numériques et une efficacité opérationnelle accrue. Ces efforts renforcent notre position dans le secteur et posent les bases pour en sortir renforcés et accélérer la création de valeur à long terme pour nos actionnaires à mesure que les conditions de marché s'améliorent.”

L'entreprise a généré 255 millions de dollars de flux de trésorerie disponible au dernier trimestre et a racheté 3,3 millions d'actions. Builders FirstSource a désormais racheté près de la moitié de ses actions en circulation depuis 2021 seulement.

Pour l'instant, le secteur immobilier reste un frein à l'activité globale de Builders. Mais en se concentrant sur ce que l'entreprise *peut* contrôler et en rachetant ses actions lorsque celles-ci sont bon marché, Builders se positionne pour sortir renforcé du cycle.

Nous avons baissé de 24 % sur l'action depuis notre recommandation de mars 2024. Mais notre conseil reste le même... **Achetez Builders FirstSource (NYSE : BLDR) jusqu'à 210 dollars par action .**

Les actions du processeur de paiement **Global Payments (NYSE : GPN)** ont augmenté de 9 % au cours du mois dernier.

L'acquisition de l'entreprise Worldpay par la Global Payments a été approuvée par les autorités antitrust américaines et devrait être finalisée au cours du premier semestre 2026.

Parallèlement, Global Payments a enregistré une croissance de son bénéfice par action de 11 % sur un an au dernier trimestre. L'entreprise a lancé Genius, sa nouvelle plateforme de point de vente consolidée et améliorée. Elle a également annoncé un programme accéléré de rachat d'actions de 500 millions de dollars, suite à la cession de son activité de paie.

Globalement, notre position est en hausse de 10 % depuis notre recommandation d'achat en juin. **Achetez Global Payments (NYSE : GPN) jusqu'à 100 dollars par action.**

Les résultats du deuxième trimestre de **Berkshire Hathaway (NYSE : BRK-B)** semblent terribles... avec les bénéfices de la société en chute libre de 59 % sur un an.

Cependant, si l'on fait abstraction du bruit comptable des variations de la valeur de marché et des pertes de change insignifiantes, les bénéfices d'exploitation de Berkshire *ont augmenté* de 8 %.

Buffett et ses collègues Ted Weschler et Todd Combs ont une fois de plus été vendeurs nets d'actions au cours du trimestre. Ils ont vendu pour 6,9 milliards de dollars d'actions et n'en ont acheté que pour 3,9 milliards de dollars au cours du trimestre.

Avec plus de 5 milliards de dollars de flux de trésorerie disponible, la trésorerie et les investissements de Berkshire ont encore augmenté pour atteindre *344 milliards de dollars*. À titre de comparaison, ce chiffre est supérieur à la capitalisation boursière de 477 entreprises du S&P 500.

Cette énorme réserve de liquidités amène les investisseurs à se poser la grande question... *Que feront Buffett et son successeur désigné, Greg Abel, de tout cet argent ?*

Ils aimeraient investir dans la formule classique de Buffett : « *une entreprise formidable à un prix imbattable* ». Mais ce n'est pas le cas actuellement sur le marché. Et Berkshire ne rachètera probablement pas d'actions non plus... car l'entreprise n'a procédé à aucun rachat d'actions au cours des quatre derniers trimestres.

Cela indique que Buffett estime que Berkshire est proche d'une valorisation parfaite. Nous sommes d'accord...

Nous avons actualisé notre estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise en utilisant les derniers chiffres trimestriels de Berkshire. Comme toujours, nous prenons en compte la trésorerie et les investissements de Berkshire et y ajoutons notre estimation de la valeur de ses activités opérationnelles.

Au 30 juin, ses liquidités et ses investissements totalisaient environ 454'000 dollars par action A. Depuis, la valeur boursière du portefeuille d'actions de Berkshire a gagné environ 12'000 dollars par action, portant le total à environ 466'000 dollars par action aujourd'hui.

En appliquant un multiple conservateur, inférieur au marché, de 11 fois à ses bénéfices, nous estimons que les activités opérationnelles de Berkshire valent environ 299'000 dollars par action.

Mon estimation de la valeur intrinsèque de Berkshire aujourd'hui est de 765'000 dollars par action A, soit la somme de la valeur de ses investissements (466'000 dollars) plus celle de ses activités opérationnelles (299'000 dollars).

Avec un prix d'action A de près de 759'800 dollars, elle se négocie avec une petite décote d'environ 0,7 % par rapport à sa valeur intrinsèque actuelle.

Le meilleur moment pour acheter est lorsque l'action se négocie avec une décote de 10 % ou plus par rapport à sa valeur intrinsèque. Aujourd'hui, cela représente environ 688'500 dollars par action A, ou 460 dollars par action B. **Conservez vos actions de catégorie B de Berkshire Hathaway (NYSE : BRK-B).**

Bon investissement,

Whitney Tilson

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

Actions Gagnantes - Septembre 2025 - L'entreprise d'assurance à avoir dans son portefeuille

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