



Whitney Tilson | Janvier 2026



Le meilleur secteur d'activité au monde

Sommaire

- *La foudre frappe rarement deux fois au même endroit... Mais parfois, elle frappe deux endroits différents en même temps...*
- Cachés sous notre nez
- Ce n'est pas notre modèle d'assurance préféré, pourtant...
- De véritables machines de croissance
- Mise à jour du portefeuille

Le meilleur secteur d'activité au monde

La foudre frappe rarement deux fois au même endroit... Mais parfois, elle frappe deux endroits différents en même temps.

Dans la première moitié du XXe siècle, deux hommes, séparés par mille kilomètres au cœur de l'Amérique, se sont réveillés avec exactement la même révélation.

Il ne s'agit pas ici de l'histoire de jeunes pousses technologiques disruptives... Elles ont investi un secteur bien plus ancien : la gestion des risques (*autrement dit... l'assurance*). Mais elles ont apporté une vision novatrice qui leur a permis d'obtenir un succès durable.

Au milieu du XXe siècle, la stratégie classique des entreprises consistait à construire un grand siège social, à embaucher plusieurs niveaux de vice-présidents et à donner des ordres de haut en bas.

Ces deux hommes ont fait le chemin inverse. Ils ont bâti leurs empires sur la décentralisation.

Ils traitaient chaque agence d'assurance locale non pas comme une succursale, mais comme une franchise indépendante – un « centre de profit » responsable de ses propres résultats. Si un directeur local souhaitait du nouveau mobilier ou embaucher davantage de personnel, il devait financer le tout sur ses propres fonds. Cette culture du « chacun pour soi » a instauré une culture de la performance, attirant les vendeurs les plus dynamiques et les plus entreprenants du secteur.

De plus, la vente d'assurances repose souvent sur les relations humaines. Ainsi, la personne qui serre la main dans la rue compte davantage que le cadre dirigeant installé dans un bureau d'angle.

Les deux fondateurs ont finalement cédé les rênes à leurs fils respectifs, qui ont su développer l'entreprise à plus grande échelle. Puis, à leur tour, les fils ont transmis le flambeau à *leurs propres* fils. Aujourd'hui, les deux entreprises sont dirigées par les petits-fils des fondateurs.

Là encore, ces entreprises n'ont aucun lien. Deux hommes ont eu indépendamment la même idée et ont suivi la même stratégie... et les deux entreprises l'appliquent depuis des générations.

Cette continuité générationnelle a créé un avantage unique pour ces entreprises...

La plupart des PDG se préoccupent du prochain trimestre. Ces petits-fils, eux, se préoccupent du prochain *quart de siècle*. Ils gèrent les entreprises comme si leur nom de famille y figurait – car c'est littéralement le cas. Cette gestion responsable a favorisé une culture où les employés ne sont pas de simples exécutants, mais de véritables partenaires.

L'une de ces entreprises, basée dans le Sud, affiche l'un des taux de participation des initiés les plus élevés de l'indice S&P 500, ses employés détenant plus de 20 % du capital. L'autre, située dans le Midwest, utilise d'importantes attributions d'actions pour fidéliser ses talents.

Ces deux sociétés font partie de l'indice S&P 500 et ont déjà généré des rendements constants pour leurs actionnaires *pendant des décennies*...

Toutes deux versent des dividendes croissants depuis plus de 15 ans.

Et le cours des actions de ces *deux sociétés a plus que quintuplé depuis 2015*.

L'an dernier, les deux entreprises ont annoncé leurs plus importantes acquisitions à ce jour. Ces rachats pourraient bouleverser le marché et alimenter la croissance pour les décennies à venir.

Ce sont les « jumeaux spirituels » de la bourse. Et comme nous allons vous le démontrer, il se pourrait bien que ce soient les deux entreprises les plus performantes dont vous n'avez jamais entendu parler.

Heureusement pour nous, le marché se méfie des récentes acquisitions importantes... et les actions de ces deux sociétés sœurs ont chuté d'environ 30 % depuis le printemps. Nous suivons ces entreprises depuis des années... et le marché ne nous a jamais donné l'occasion d'investir. Cela change aujourd'hui...

Cachés sous notre nez

Depuis au moins 2007, nous avons consacré plus d'articles à l'assurance qu'à tout autre secteur d'activité dans ces pages. Comme le savent nos lecteurs de longue date, nous traitons généralement de l'assurance dommages, que nous considérons comme le meilleur secteur au monde.

Nous avons traité en détail de l'assurance IARD pour la dernière fois dans notre numéro de octobre, où nous avons décrit ce qui rend l'assurance IARD si attrayante.

“Bien gérée, l'assurance IARD est souvent comparée à un « monstre à deux têtes ». La première tête correspond à l'activité principale d'assurance : la collecte des primes et le versement des indemnités. Si, sur le long terme, les primes perçues dépassent les indemnités versées, vous réalisez un bénéfice technique.

Dans le secteur des assurances, les primes perçues et mises de côté pour couvrir les sinistres futurs sont appelées « fonds de réserve ». Les assureurs doivent être prêts à indemniser les sinistres, mais en attendant, ils peuvent investir ces fonds de réserve à leur profit. Les revenus générés par ces investissements constituent la seconde « tête » du système d'assurance.”

Mais n'oubliez pas que tous les assureurs IARD ne sont pas excellents. (Notez l'expression « bien gérée » dans le passage ci-dessus). La souscription – c'est-à-dire l'évaluation du risque et la détermination du montant approprié à facturer pour ce risque – est complexe. Trouver les souscripteurs les plus responsables est une tâche longue et exigeante en termes de données. C'est l'un des principaux critères que nous prenons en compte dans notre système de classement.

Lorsque nous développons la méthodologie de classement qui est devenue ce moniteur il y a plus de dix ans, nous nous sommes fortement appuyés sur quelques contacts qui travaillaient pour les géants du courtage d'assurance Aon (AON) et Marsh & McLennan (MMC).

Les courtiers sont des intermédiaires qui mettent en relation les entreprises ayant besoin d'une assurance avec les assureurs qui la proposent. Quel meilleur moyen d'obtenir des informations confidentielles sur les assureurs qu'en discutant avec ceux dont le métier repose sur la recherche des meilleurs ?

Comme nous l'avions détaillé en octobre dernier, nous sommes extrêmement fiers des résultats obtenus par ce système de suivi au cours des 13 dernières années. Nos 16 recommandations en assurance IARD ont généré un rendement annualisé moyen de 27 %. Cette performance surpasse largement les indicateurs de notre secteur et le marché en général.

Avec le recul, nous n'aurions pas dû nous contenter d'interroger les courtiers sur les compagnies d'assurance avec lesquelles ils travaillaient. Nous aurions dû les interroger sur le courtage en lui-même.

Lors du lancement de notre outil de suivi des assurances IARD, cinq courtiers d'assurance étaient cotés en bourse (dont Aon et Marsh & McLennan). Si nous avions simplement investi dans ces cinq sociétés, nous bénéficierions aujourd'hui d'un rendement *annuel moyen de 40 %*.

Ce que nous n'avions pas pleinement compris en 2012, c'est que les maisons de courtage d'assurance, en particulier les plus petites, étaient prêtes pour une croissance explosive, ce qui est tout simplement impossible pour les assureurs IARD établis et de grande envergure.

Ceci nous ramène aux fondateurs que nous venons de présenter...

Arthur J. Gallagher a lancé l'entreprise du Midwest à Chicago en 1927. Douze ans plus tard, Adrian Brown a fondé sa propre entreprise à Daytona Beach, en Floride.

Depuis le 12 octobre 2012 – date de lancement officiel de notre outil de suivi de la valeur des assurances IARD – **Arthur J. Gallagher** (NYSE : **AJG**) et **Brown & Brown** (NYSE : **BRO**) ont vu leurs revenus augmenter respectivement de 450 % et 390 %. Et comme nous l'avons mentionné précédemment, leurs cours boursiers ont connu une hausse encore plus spectaculaire.

BRO and AJG Since October 2012



Creusons un peu pour voir ce qui se cache réellement derrière toute cette croissance...

Ce n'est pas notre modèle d'assurance préféré, pourtant...

La clé du succès d'une compagnie d'assurance IARD réside dans sa capacité à évaluer et à couvrir efficacement les risques.

Un courtier en assurances, c'est différent... Il ne prend aucun risque de souscription.

Autrement dit, il n'a jamais à se soucier de savoir si un client dépose une réclamation.

Vous choisissez probablement vous-même votre compagnie d'assurance. Assurer sa voiture ou sa maison est assez simple.

La situation est différente pour les entreprises. Elles sont soumises à des exigences légales et réglementaires complexes et très techniques en matière d'assurance accidents du travail, de responsabilité civile et d'assurance biens. Rares sont les dentistes, les restaurateurs, les entreprises d'élague ou même les sociétés de logiciels cotées en bourse qui ont le temps ou l'expertise nécessaires pour les décrypter.

Les courtiers en assurance jouent un rôle d'intermédiaires. On peut les considérer comme des entremetteurs. Ils aident les assureurs à trouver des clients qualifiés tout en les guidant dans le paysage complexe et souvent opaque de l'assurance.

L'avantage concurrentiel d'un courtier réside dans sa capacité à cultiver et à entretenir un réseau professionnel précieux.

Le client du courtier est l'entité assurée, c'est-à-dire l'entreprise qui a besoin de souscrire une assurance. Toutefois, le courtier est généralement rémunéré par la *compagnie d'assurance* sous forme de commissions incluses dans les primes.

C'est un peu comme la façon dont l'agent immobilier d'un acheteur est rémunéré sur le produit de la vente par le vendeur.

À l'instar des agents immobiliers, les courtiers en assurance aident leurs clients à sélectionner, parmi des milliers d'options, quelques assureurs viables. Dans ce cas précis, ils évaluent les compagnies d'assurance en fonction du prix, des conditions de couverture et de leur tolérance au risque.

Les courtiers ont une obligation fiduciaire envers l'assuré. Mais les meilleurs courtiers entretiennent également d'excellentes relations avec les assureurs. Ils leur proposent des compagnies présélectionnées, reconnues et fiables, dont les dossiers sont complets et prêts à être assurés.

Du point de vue de l'assureur, un bon courtier est un partenaire de distribution de qualité, et non un simple fournisseur.

Le système fonctionne. En 2023, les courtiers ont géré environ 87 % de toutes les polices d'assurance pour les entreprises.

D'après la société de services d'assurance AM Best, Marsh & McLennan et Aon étaient les plus grands courtiers d'assurance au monde en 2023. Arthur J. Gallagher les suivait de près, à la troisième place. Brown & Brown occupait la septième place, mais grimpait à la cinquième si l'on ne prenait en compte que les courtiers cotés en bourse.

Et comme nous le verrons bientôt... ces deux équipes sont sur le point de grimper dans le classement grâce à d'importantes acquisitions récentes.

Arthur J. Gallagher et Brown & Brown se spécialisent tous deux dans les petites et moyennes entreprises. Ils perçoivent généralement une commission de 10 % sur les primes qu'ils placent.

Comme il n'y a pas de risque de souscription, le courtage est une activité plus sûre que l'assurance IARD. Et comme l'assurance IARD, c'est aussi une activité peu gourmande en capital. Son principal coût est la rémunération des agents, dont la part dépend largement des revenus qu'ils génèrent.

Nous classons les activités d'Arthur J. Gallagher et de Brown & Brown en trois grandes catégories :

Vente au détail

Cela comprend les services de courtage de base pour la plupart des assurances commerciales, notamment l'assurance accidents du travail, l'assurance automobile (pour les véhicules de société), l'assurance biens et l'assurance responsabilité civile générale.

Les tarifs de ces primes d'assurance sont généralement réglementés au niveau de l'État. Arthur J. Gallagher et Brown & Brown proposent à leurs clients particuliers un vaste réseau de plus de 1'000 partenaires assureurs, dont beaucoup sont spécialisés dans des secteurs d'activité particuliers.

De gros

Conceptuellement, le courtage de gros est très similaire au courtage de détail. La principale différence réside dans la nature et la complexité des risques couverts. Le courtage de gros couvre les lignes d'assurance excédentaires et complémentaires (E&S).

Il s'agit notamment de projets de construction à haut risque, de biens immobiliers situés en zones cycloniques ou de modèles commerciaux émergents. Compte tenu de la nature spécifique et atypique de ces risques, contrairement aux assurances de détail, il n'existe généralement pas de plafonds de prix réglementés pour ces polices.

Programmes nationaux

Pour les petites entreprises, le courtier regroupe souvent plusieurs clients similaires – *comme les concessionnaires automobiles ou les cabinets dentaires* – dans des programmes d'assurance spécialisés, créant ainsi un groupe de risques mutualisés avec des conditions de couverture standardisées.

Ce secteur d'activité est au cœur des préoccupations de Brown & Brown. Concrètement, la compagnie d'assurance délègue à son courtier les décisions de souscription de base, ainsi que le traitement et le règlement des sinistres. Toutefois, c'est toujours elle qui émet le chèque lorsqu'un client déclare un sinistre.

La mutualisation des risques de cette manière est une situation gagnant-gagnant-gagnant...

Les clients de la société de courtage bénéficient d'une sorte de « *remise pour achats en gros* », avec une couverture adaptée à la situation économique de son groupe de pairs.

Les assureurs attirent davantage de clients sans avoir à négocier individuellement les détails des polices avec chaque petite entreprise.

Et le courtier perçoit des commissions et des honoraires plus élevés pour fournir un service aussi précieux.

Brown & Brown bénéficie de marges nettement supérieures pour ses programmes nationaux que pour les deux autres segments...

Sur la base du résultat avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (EBITDA), ses programmes de vente au détail et en gros affichent des marges d'EBITDA respectables, de l'ordre de 30 %. En revanche, les marges de son programme national atteignent environ 45 %. (*Arthur J. Gallagher ne publie pas de résultats distincts pour ses programmes nationaux, mais la dynamique devrait être similaire.*)

De véritables machines de croissance

Le courtage est un métier où le contact humain est primordial. Les chefs d'entreprise, surtout ceux des petites entreprises, ont tendance à travailler avec des personnes qu'ils connaissent et en qui ils ont confiance : leur partenaire de golf, la mère qui encadre l'équipe de baseball de leur enfant, ou encore la personne avec qui ils déjeunent à la réunion hebdomadaire du Rotary Club.

Arthur J. Gallagher et Adrian Brown l'avaient bien compris. Dans le cadre de nos recherches sur leur entreprise, nous avons découvert des articles de journaux de leurs villes natales respectives décrivant les premières années de leur expansion.

Après avoir servi pendant la Première Guerre mondiale, les contacts militaires de Gallagher ont été essentiels à la croissance initiale de son entreprise. Ses camarades d'armes lui faisaient confiance pour trouver les meilleures polices d'assurance pour leurs exploitations agricoles, leurs magasins d'aliments pour animaux ou leurs quincailleries.

Dans le comté de Volusia, en Floride, Brown s'est impliqué dans de nombreuses organisations civiques, notamment le club Kiwanis local et la loge maçonnique. Une fois à la retraite, il s'est installé dans la région d'Orlando, est devenu maire de Maitland, une banlieue de la ville, et a commencé à développer l'activité de Brown & Brown grâce aux contacts qu'il s'était faits dans sa nouvelle ville.

Pendant ce temps, à Daytona et ailleurs dans le comté de Volusia, les fils d'Adrian ont pris le relais... en siégeant dans des conseils scolaires et en se présentant à des élections municipales.

Depuis des décennies, les « jumeaux spirituels » Arthur J. Gallagher et Brown & Brown ont alimenté leur croissance en appliquant la même stratégie. Ils repéraient des maisons de courtage prospères de taille moyenne et les rachetaient à des prix raisonnables.

Ces courtiers ont ensuite été encouragés à continuer de faire ce qui avait fait leur succès au départ... continuer à bâtir des relations et à servir leur communauté.

Marsh & McLennan et Aon gèrent les comptes les plus importants et les plus complexes au monde. Mais Arthur J. Gallagher et Brown & Brown dominent le marché du courtage auprès des petites et moyennes entreprises.

Si vous aviez encore besoin d'une preuve que ces deux entreprises sont sur la même longueur d'onde, regardez ce qu'elles ont fait en 2025. Dans une année où de nombreuses entreprises ont ralenti la cadence, Brown & Brown et Arthur J. Gallagher ont toutes deux accéléré leurs stratégies d'acquisition.

Brown & Brown a annoncé une transaction de près de 10 milliards de dollars pour acquérir la société holding d'Accession Risk Management, une entreprise soutenue par des fonds de capital-investissement. Cette transaction inclut les offres spécialisées d'Accession en matière de stratégies de gestion des risques pour les particuliers et ses services de gros One80.

Presque simultanément, Arthur J. Gallagher réalisait sa propre acquisition historique : le rachat d'AssuredPartners pour environ 13,5 milliards de dollars, soit la plus importante acquisition stratégique de l'histoire du courtage d'assurance aux États-Unis.

AssuredPartners, également soutenue par des fonds de capital-investissement, a été fondée en 2011 et est rapidement devenue l'une des plus importantes sociétés de courtage américaines, employant près de 11'000 personnes. Ce rachat permet à Arthur J. Gallagher d'accroître considérablement sa taille et ses effectifs.

Il ne s'agit pas d'acquisitions de petites entreprises familiales... Ce sont deux courtiers figurant parmi les 15 premiers en termes de chiffre d'affaires. Chacun apporte des compétences spécialisées, de vente en gros et de programmes différenciés qui renforceront la position concurrentielle des deux sociétés.

Les deux entreprises pourront désormais se disputer les clients des plus grandes entreprises.

Comme l'a souligné un observateur du secteur, ces évolutions s'inscrivent dans un bouleversement majeur du paysage du courtage. Ce bouleversement est alimenté par la demande croissante d'assurances spécialisées, de marchés à plus grande échelle et de plateformes de distribution numériques.

Il s'agit de bien plus que les acquisitions complémentaires traditionnelles qui ont alimenté la croissance d'Arthur J. Gallagher et de Brown & Brown durant leurs premières décennies. Plutôt que de simplement renforcer la position de ces entreprises à Evansville (Indiana) ou à Athens (Géorgie), par exemple, ces acquisitions leur permettent de rivaliser avec les géants mondiaux sur des segments de niche, des programmes spécifiques et des marchés intermédiaires complexes.

Ces acquisitions permettent également à ces entreprises de se hisser en tête du classement dans le secteur du courtage d'assurance.

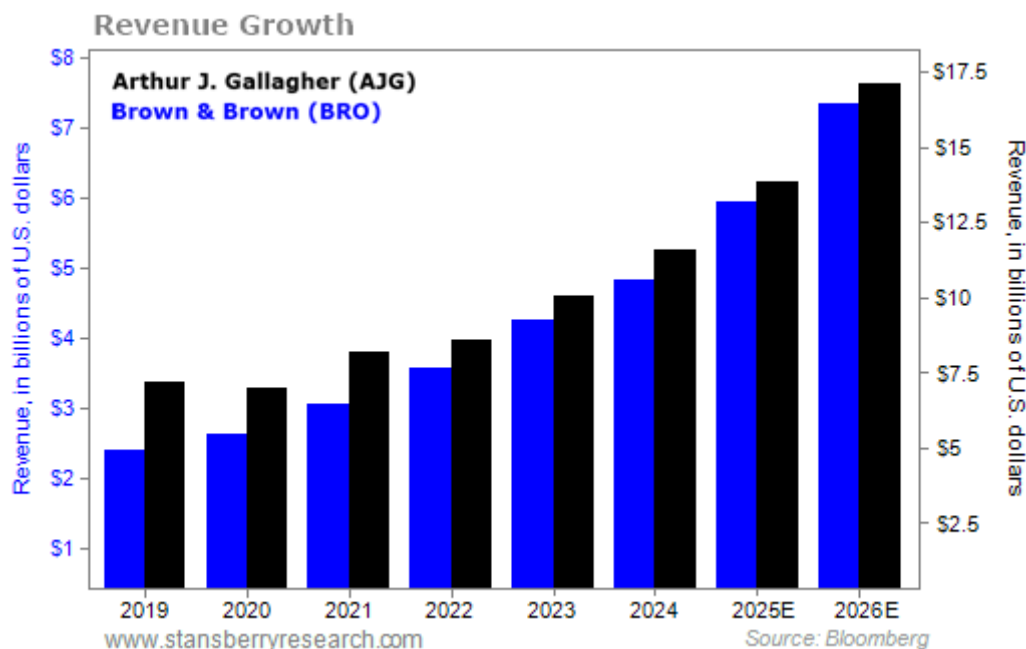
Le tableau ci-dessous classe les 15 premiers courtiers selon leur chiffre d'affaires américain de 2024. Comme vous pouvez le constater, en ajoutant les 2,8 milliards de dollars de chiffre d'affaires annuel d'AssuredPartners aux États-Unis, Arthur J. Gallagher se hisse à la deuxième place du classement des plus grands courtiers américains. L'ajout des 1,7 milliard de dollars de chiffre d'affaires annuel d'Accession Risk Management place Brown & Brown en quatrième position.

TOP INSURANCE BROKERS			
Rank	Company	2024 U.S. Brokerage Revenue (\$B)	2024 Global Brokerage Revenue (\$B)
1	Marsh & McLennan (MMC)	\$12.7	\$25.3
2	Aon (AON)	\$7.5	\$15.4
3	Arthur J. Gallagher (AJG)	\$7.1	\$11.1
4	Willis Towers Watson (WTW)	\$5.1	\$9.7
5	Alliant Insurance Services (Private)	\$5.0	\$5.0
6	Brown & Brown (BRO)	\$4.0	\$4.7
7	Hub International (Private)	\$3.8	\$4.8
8	Acrisure (Private)	\$3.5	\$4.0
9	Lockton (Private)	\$2.9	\$3.9
10	AssuredPartners (acquired by AJG)	\$2.8	\$2.9
11	USI Insurance Services (Private)	\$2.8	\$2.8
12	BroadStreet Partners (Private)	\$1.7	\$2.2
13	Accession Risk Management (acquired by BRO)	\$1.7	\$1.7
14	Alera (Private)	\$1.4	\$1.4
15	Baldwin Insurance (BWIN)	\$1.4	\$1.4

www.stansberryresearch.com

Source: Business Insurance

Le chiffre d'affaires consolidé d'Arthur J. Gallagher devrait dépasser les 17 milliards de dollars cette année, et celui de Brown & Brown devrait franchir la barre des 7 milliards. Cela représente une croissance d'environ 23 % par rapport à leurs prévisions de chiffre d'affaires pour 2025.



Cela ne signifie pas pour autant que ces entreprises abandonnent les petites sociétés familiales. Les PDG actuels, Powell Brown et Pat Gallagher, ont tous deux réaffirmé leur engagement à développer un portefeuille d'acquisitions de toutes tailles.

De 2019 à 2024, Arthur J. Gallagher a réalisé en moyenne près de 34 acquisitions par an. Bien que les données ne soient pas encore complètes, nous prévoyons que ce chiffre avoisinera à nouveau les 30 acquisitions en 2025, notamment grâce à l'acquisition majeure d'AssuredPartners.

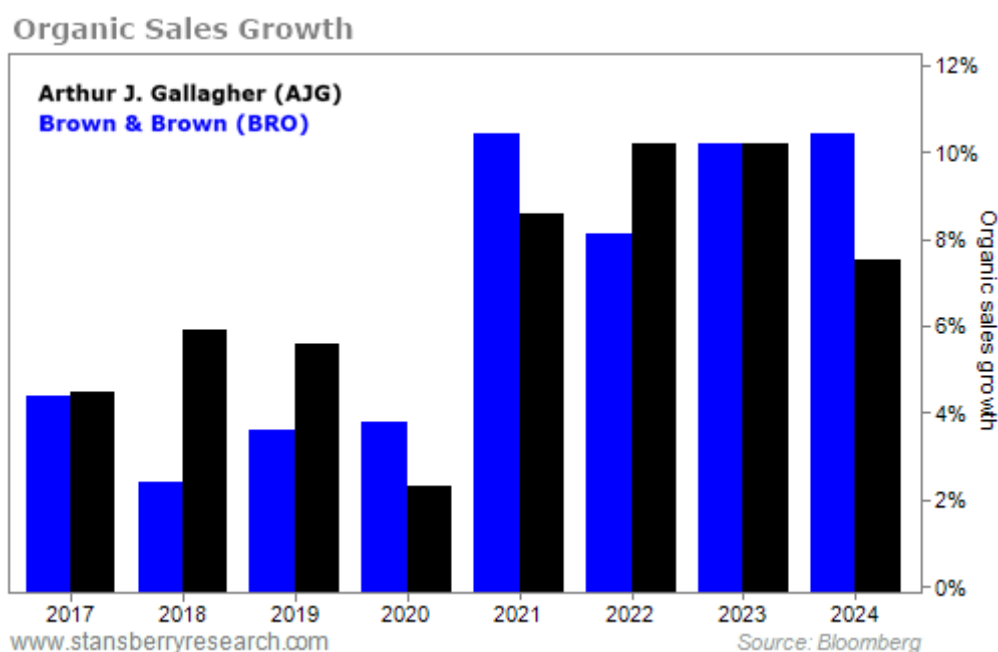
Selon Bloomberg, Brown & Brown a réalisé environ 13 acquisitions par an entre 2019 et 2024. Et, comme pour Arthur J. Gallagher, ce rythme s'est à peine ralenti en 2025. L'entreprise a conclu 11 transactions alors même qu'elle menait à bien la plus importante acquisition de son histoire.

Ces acquisitions viendront renforcer des entreprises déjà florissantes.

Quelques chiffres...

Aucune des deux entreprises ne dépend exclusivement des acquisitions pour croître. En réalité, la croissance organique (croissance issue des activités existantes) d'Arthur J. Gallagher et de Brown & Brown a été supérieure à leur croissance par acquisitions au cours des cinq dernières années.

De 2017 à 2020, la croissance organique du chiffre d'affaires des deux entreprises s'est établie en moyenne entre 3 % et 4 % par an. Mais depuis la pandémie, le marché de l'assurance est tendu – un terme du secteur désignant une période de hausse des primes. De 2021 à 2024, la croissance organique des deux entreprises a plus que doublé, atteignant environ 9 % à 10 % par an.



Cela paraît logique. Ces deux entreprises bénéficient d'un taux de fidélisation client élevé, et la majeure partie de leurs revenus provient des primes versées par leurs clients. Leurs activités sont donc protégées de l'inflation. À mesure que les primes d'assurance augmentent, les commissions perçues par ces courtiers augmentent également.

Les courtiers en assurances sont des entreprises florissantes. Leurs coûts sont principalement liés au personnel. Plus des deux tiers des dépenses totales de Brown & Brown et d'Arthur J. Gallagher sont consacrés aux salaires et aux avantages sociaux. C'est le prix à payer pour nouer des relations de confiance et gagner la clientèle.

Il s'agit d'une activité qui nécessite peu d'investissements. Les deux entreprises ne consacrent chaque année qu'environ 1 % à 2 % de leur chiffre d'affaires aux dépenses d'investissement.

Il n'est donc pas surprenant que ces entreprises affichent des marges bénéficiaires élevées et génèrent d'importants flux de trésorerie disponibles. Leurs marges d'EBITDA se situent en moyenne autour de 35 % et leurs marges de flux de trésorerie disponibles autour de 20 %.

Les sociétés utilisent leurs importants flux de trésorerie disponibles pour financer des acquisitions ciblées, verser des dividendes et racheter des actions.

Pour financer leurs récentes acquisitions colossales, les deux sociétés ont toutefois émis des actions et de nouvelles dettes...

Heureusement, les deux entreprises peuvent aisément rembourser leur dette et aucune ne risque d'être surendettée. Elles ont par ailleurs payé un multiple d'environ 15 à 16 fois leur EBITDA pour ces acquisitions, un prix raisonnable pour des entreprises de cette qualité.

Comparons Arthur J. Gallagher et Brown & Brown aux autres courtiers du top 5. Ces deux sociétés ont connu une croissance plus rapide ces cinq dernières années, avec une croissance annuelle moyenne respective de 10 % et 15 %. Et leur croissance devrait être encore plus forte cette année grâce à leurs acquisitions.

En plus de leur croissance plus rapide, les deux affichent des marges FCF et EBITDA supérieures (à l'exception d'Aon, qui présente des marges similaires).

TOP PUBLICLY TRADED INSURANCE BROKERS KEY METRICS				
Company	Avg. Revenue Growth (Last 5 Years)	Revenue Growth (Forward)*	FCF Margin (Forward)*	EBITDA Margin (Forward)*
Arthur J. Gallagher (AJG)	10%	23%	20%	33%
Brown & Brown (BRO)	15%	23%	22%	35%
Marsh & McLennan (MMC)	8%	5%	17%	29%
Aon (AON)	7%	5%	22%	34%
Willis Towers Watson (WTW)	2%	6%	17%	28%
* 2026 estimate				

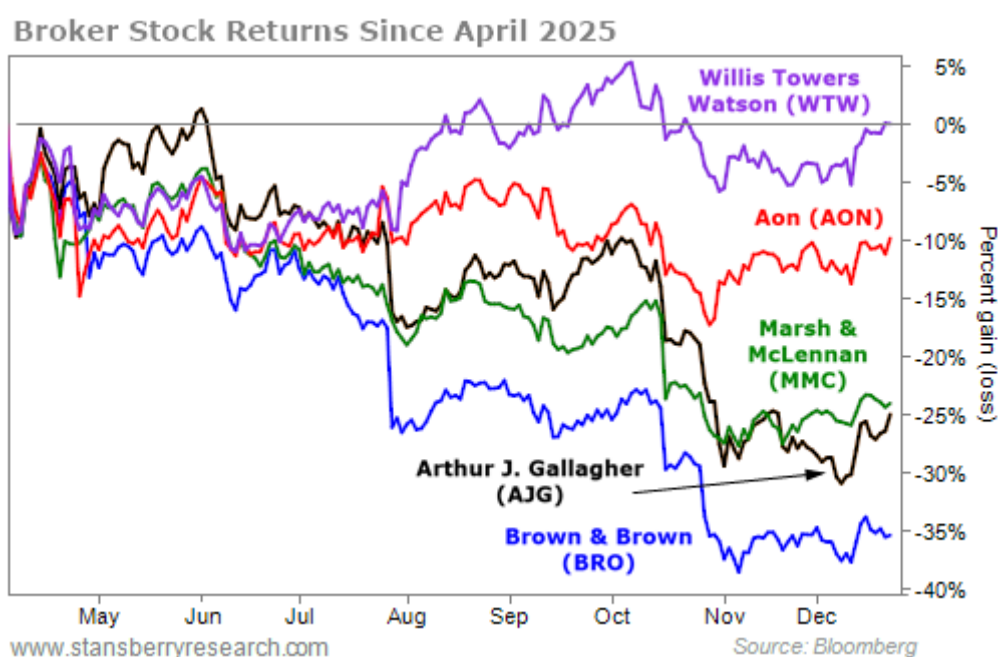
www.stansberryresearch.com Source: Bloomberg

En résumé, le courtage d'assurances est un excellent secteur. Et voici les deux courtiers dans lesquels vous devriez investir. Voyons maintenant à quel point leurs actions sont bon marché.

Les « jumeaux » sont en vente

Compte tenu de leur croissance supérieure, de leurs marges plus importantes et de leurs récentes acquisitions transformatrices, on pourrait s'attendre à ce qu'Arthur J. Gallagher et Brown & Brown se négocient avec une prime par rapport à leurs concurrents.

C'était le cas jusqu'au printemps dernier. Mais depuis avril, les actions des deux sociétés ont chuté d'environ 30 %. Voyez plutôt...



La valeur d'entreprise (VE, soit la capitalisation boursière plus la dette moins la trésorerie) d'Arthur J. Gallagher s'élève aujourd'hui à environ 78 milliards de dollars. Celle de Brown & Brown est de 34 milliards de dollars.

Si l'on compare ces véhicules électriques aux estimations de Wall Street concernant leur EBITDA pour 2026, Arthur J. Gallagher se négocie à 14 fois son EBITDA prévisionnel, et Brown & Brown à un multiple de 13,3.

Comme le montre le tableau suivant, cela place leurs valorisations au même niveau que celles de leurs cinq principaux concurrents.

TOP PUBLICLY TRADED INSURANCE BROKERS VALUATION

Company	Market Cap (\$B)	Enterprise Value (\$B)	EV / EBITDA *	FCF Yield*
Arthur J. Gallagher (AJG)	\$66.5	\$78.5	14.0	5.1%
Brown & Brown (BRO)	\$27.2	\$34.1	13.3	5.9%
Marsh & McLennan (MMC)	\$90.9	\$110.0	13.5	5.4%
Aon (AON)	\$75.8	\$92.4	15.2	5.3%
Willis Towers Watson (WTW)	\$31.5	\$35.6	12.3	5.5%

* Forward, next year

www.stansberryresearch.com

Source: Bloomberg

Le constat est similaire si l'on considère un autre de nos indicateurs de valorisation préférés : le rendement du flux de trésorerie disponible (FCF). Le rendement du FCF est le FCF divisé par la capitalisation boursière.

Avec un rendement du flux de trésorerie disponible (FCF) de 5,9 % aujourd'hui, Brown & Brown est l'action la moins chère parmi les cinq premières. Arthur J. Gallagher affiche un rendement du FCF d'environ 5,1 %, ce qui la rend légèrement plus chère que les autres actions du top 5. (*Rappel : plus le rendement du FCF est élevé, plus l'action est bon marché.*)

Compte tenu de leur croissance supérieure et de leurs marges plus élevées, Arthur J. Gallagher et Brown & Brown *devraient* se négocier avec une prime par rapport à leurs concurrents. Les acquisitions récentes ne feront que renforcer leurs activités dans les années à venir.

Mais ces acquisitions importantes inquiètent les investisseurs. C'est pourquoi le cours des actions des deux sociétés a chuté.

Nous ne rejetons pas totalement leurs inquiétudes. Nombre d'acquisitions n'atteignent pas les résultats escomptés et laissent l'acquéreur lourdement endetté.

Mais dans ce cas précis, nous avons des raisons d'être optimistes. Arthur J. Gallagher et Brown & Brown ont tous deux payé des prix raisonnables. Ils peuvent facilement gérer la dette contractée. De plus, ces deux sociétés ont une longue expérience en matière d'acquisitions et d'intégrations réussies d'autres courtiers.

De plus, nous achetons après que les cours aient déjà chuté. Même si les acquisitions ne se concrétisent pas, ce risque est déjà intégré au prix.

Mais il est fort probable que ce repli soit l'occasion idéale d'acquérir ces deux sociétés à prix réduit. Nous pouvons ainsi nous procurer ces deux géants en pleine ascension du courtage d'assurance, un secteur pourtant prometteur et sous-estimé.

Soyez-en assurés, nous restons convaincus que l'assurance IARD – *correctement souscrite* – est le meilleur secteur d'activité au monde. Après tout, c'est le seul qui rémunère l'utilisation de son capital.

Mais comme nous l'avons démontré aujourd'hui, le courtage d'assurances est un autre investissement gagnant dans ce secteur.

L'assurance est une dépense obligatoire. Les entreprises auront toujours besoin de s'assurer contre les risques... Dans de nombreux cas, c'est même une obligation légale.

Les polices d'assurance figurent parmi les contrats les plus complexes que les entreprises concluent régulièrement sans l'aide d'un avocat. Les entreprises sont gérées par des êtres humains qui comptent sur les relations humaines pour les aider à s'y retrouver dans les méandres de l'assurance.

Les courtiers se sont révélés être des conseillers de confiance pour les entreprises *et* un canal de vente indispensable pour les assureurs. Ils ne prennent aucun risque de souscription et leurs perspectives de croissance sont bien meilleures que celles de la plupart des assureurs IARD.

Brown & Brown et Arthur J. Gallagher ont peut-être accéléré la croissance de la décennie l'an dernier grâce à leurs acquisitions massives. Cependant, le secteur du courtage reste très fragmenté, composé de milliers d'agences indépendantes de petite taille. Cela permettra à ces deux géants de poursuivre leur expansion pendant de nombreuses années.

Et pourtant, leurs actions sont au plus bas. Cela nous offre une opportunité d'achat idéale. Nous allons acheter ces deux actions aujourd'hui.

MESURES À PRENDRE

Achetez Brown & Brown (NYSE : BRO) jusqu'à 90 dollars par action.

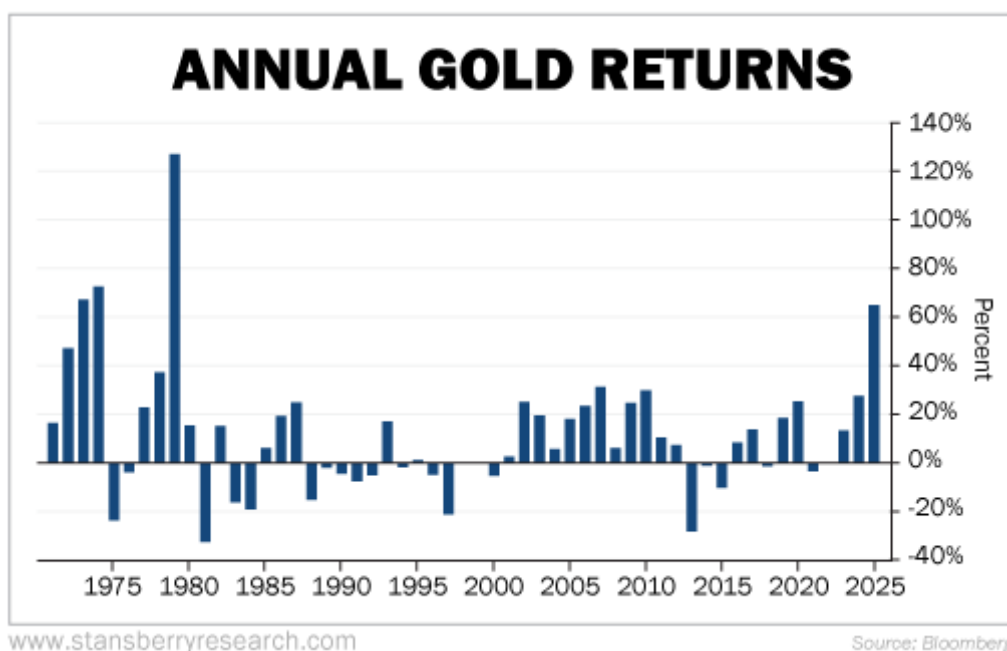
Achetez Arthur J. Gallagher (NYSE : AJG) jusqu'à 300 dollars par action.

Placez un stop loss à 35 % sur les deux positions.

Mise à jour du portefeuille

L'un des faits marquants de 2025 a été la performance phénoménale de l'or...

Le prix du précieux métal a augmenté de 65 % pour atteindre plus de 4'300 dollars l'once l'an dernier, ce qui en fait la meilleure année pour l'or depuis 1979...



L'or a prouvé sa valeur en tant que réserve de valeur depuis des millénaires. Il offre une protection contre les crises monétaires et constitue une couverture contre les risques géopolitiques et l'inflation. C'est également un excellent outil de diversification de portefeuille.

Voilà autant de raisons d'inclure l'or dans votre portefeuille. C'est aussi pourquoi les banques centrales mondiales ont massivement accumulé des stocks de ce métal précieux ces dernières années.

Comme nous l'avions indiqué en octobre, les banques centrales ont acheté environ 1'000 tonnes d'or en 2023 et 2024. Et elles en ont acheté entre 750 et 900 tonnes l'année dernière, contribuant ainsi à alimenter encore davantage la hausse du cours de l'or.

Sans surprise, nos actions aurifères ont enregistré d'énormes gains en 2025...

La société de redevances aurifères **Royal Gold (Nasdaq : RGLD)** a rapporté environ 70 % l'année dernière, dépassant légèrement le métal sous-jacent.

Barrick Mining (NYSE : B), l'un des principaux producteurs d'or au monde, a connu un véritable succès fulgurant, avec une hausse de plus de 180 % en 2025.

Notre recommandation minière la plus récente, **Freeport-McMoRan (NYSE : FCX)**, a progressé de plus de 30 % depuis son intégration à notre portefeuille en novembre. L'or représente environ 15 % du chiffre d'affaires de la société.

Cette action a également enregistré la deuxième plus forte hausse parmi les positions que nous avons recommandées en 2025.

Notre numéro 1 était l'entrepreneur spécialisé en construction **Comfort Systems USA (NYSE : FIX)**, avec un rendement de 185 %.

Grâce notamment aux gains importants réalisés sur ces positions, notre portefeuille a connu une autre année solide.

Le rendement moyen de nos recommandations pour 2025 a été de 18 %. À titre de comparaison, le gain moyen de l'indice S&P 500 a été de 13,2 %. *(Nos recommandations étant mensuelles, ce chiffre correspond à la moyenne des rendements du S&P 500 depuis chaque date de recommandation jusqu'à la fin de l'année.)*

Bon nombre des positions de notre portefeuille que nous avons recommandées les années précédentes ont continué à afficher de bonnes performances...

Le CME Group (Nasdaq : CME), principal marché de produits dérivés qui gère les principales plateformes de négociation de contrats à terme et d'options sur l'or et l'argent, a enregistré un rendement d'environ 20 % l'année dernière.

En décembre, la société a relevé les exigences de marge pour une série de contrats sur les métaux.

Elle relève souvent le niveau de garantie requis pour les transactions lorsque les prix de certaines matières premières deviennent volatils. Elle agit ainsi pour gérer le risque pour sa chambre de compensation, qui est responsable en cas de défaut de paiement d'un opérateur.

Ces hausses de marge sont la cause immédiate du récent repli de 5 % du cours de l'or. Néanmoins, le CME tire profit de la volatilité et de l'intense activité de négociation. Nous prévoyons donc un excellent trimestre pour son activité métaux.

Nous avons progressé d'environ 75 % sur l'action depuis que nous l'avons recommandée en janvier 2023, et notre conseil reste le même : **achetez CME Group (Nasdaq : CME) jusqu'à 275 dollars par action.**

Visa (NYSE : V), opérateur de réseau de cartes de crédit, a également terminé l'année 2025 en force...

Le mois dernier, Bank of America Global Research a relevé sa recommandation sur Visa de « neutre » à « acheter », affirmant que les stablecoins représentent « *une opportunité intéressante, et non une menace* ».

Un stablecoin est un type de cryptomonnaie dont la valeur est indexée sur une monnaie fiduciaire, comme le dollar américain, grâce à la constitution de réserves garantissant chaque unité.

C'est une méthode plus rapide et plus efficace que les transferts de valeur transfrontaliers actuels. Les stablecoins peuvent même servir aux paiements. C'est pourquoi certains les perçoivent comme une menace pour les opérateurs de cartes bancaires.

Ce qu'ils ne comprennent pas, c'est que les stablecoins permettent à ces entreprises de s'adapter et de se développer. Les stablecoins peuvent contribuer à améliorer leur envergure, leur efficacité et leur offre.

En juillet 2025, nous avons écrit sur l'opportunité que représente le stablecoin pour Visa et d'autres sociétés de paiement, telles que **Global Payments (NYSE : GPN)**.

À l'époque, Global Payments était en passe d'acquérir Worldpay, une société d'acquisition de commerçants. Cette acquisition (*ainsi que la cession de son activité de traitement des paiements*) a désormais reçu l'aval des autorités réglementaires aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans l'Union européenne. La transaction devrait être finalisée cette année.

Il s'avère que l'infrastructure de paiement de Visa restera indispensable pour les paiements en stablecoins. Visa prend déjà en charge les cartes liées aux stablecoins. L'entreprise de paiements est donc bien positionnée pour tirer profit de l'essor des stablecoins.

Depuis notre dernière publication, l'action Visa a progressé d'environ 7 %. L'action Global Payments a reculé de près de 3 %. Notre recommandation sur Visa a progressé d'environ 130 % depuis avril 2020, et celle sur Global Payments de 3 % depuis juin 2025. Nous vous conseillons **de conserver vos actions Visa (NYSE : V) et d'acheter Global Payments (NYSE : GPN) jusqu'à 100 dollars par action**.

Le laboratoire pharmaceutique danois **Novo Nordisk (NYSE : NVO)** continue d'élargir son portefeuille de médicaments contenant le composé miraculeux sémaglutide.

Le premier médicament à base de sémaglutide de la société était Ozempic, un injectable à administration hebdomadaire approuvé pour le diabète de type 2. Novo a ensuite développé Rybelsus, un médicament oral à prise quotidienne pour le diabète de type 2, et Wegovy, un injectable à administration hebdomadaire pour la perte de poids.

Le mois dernier, la FDA (Food and Drug Administration) américaine a approuvé Wegovy, un comprimé à prendre une fois par jour pour la perte de poids. *Il s'agit du premier comprimé amaigrissant à base de GLP-1 autorisé à la vente aux États-Unis.*

La perte de poids obtenue avec le comprimé Wegovy, contenant 25 milligrammes de sémaglutide, est similaire à celle obtenue avec la solution injectable Wegovy, qui contient 2,4 milligrammes de sémaglutide. Lors des essais cliniques, un tiers des personnes prenant le comprimé Wegovy ont constaté une perte de poids d'au moins 20 %.

Cette nouvelle version de Wegovy offre aux médecins un moyen efficace de traiter l'obésité sans aiguilles, ce que de nombreux patients préfèrent éviter.

Jusqu'à présent, nous sommes en hausse de 101 % sur cette position, et notre conseil reste le même... **Achetez Novo Nordisk (NYSE : NVO) jusqu'à 75 dollars par action.**

Le détaillant de pièces automobiles **AutoZone (NYSE : AZO)** a également terminé l'année 2025 avec un gain, malgré la forte chute de son cours en décembre.

Ce titre a été l'un des plus gros perdants de notre portefeuille le mois dernier, perdant 12 %.

L'action d'AutoZone a chuté d'environ 22 % depuis son plus haut historique de septembre 2025. Et nous pensons que ce repli est davantage dû à la valorisation élevée du titre qu'à tout autre facteur.

L'action s'échangeait à un ratio cours/bénéfice prévisionnel (C/B) supérieur à 26 à la fin de l'année dernière. À titre de comparaison, le ratio C/B prévisionnel moyen sur 10 ans se situe autour de 17.

AutoZone poursuit néanmoins sa croissance. Ses ventes à périmètre comparable aux États-Unis ont progressé de 4,8 % sur un an au dernier trimestre (clos le 22 novembre 2025). L'entreprise a également continué son expansion, avec l'ouverture de plus de 320 magasins au cours de l'année écoulée.

AutoZone demeure une entreprise qui pratique le rachat d'actions de manière agressive depuis plus de vingt ans. Elle a ainsi réduit son nombre d'actions en circulation d'environ 90 % depuis le lancement de ses programmes de rachat en 1998.

Malgré le repli, nous affichons une hausse de 271 % sur AutoZone depuis que nous avons recommandé la société en avril 2020. **Achetez AutoZone (NYSE : AZO) jusqu'à 3'500 dollars par action.**

Enfin, la Chine travaille sur son propre « *projet Manhattan* » moderne... en donnant la priorité au développement d'une machine de photolithographie à ultraviolets extrêmes (« EUV »).

Les machines EUV exploitent la lumière pour créer des motifs minuscules sur des plaquettes de silicium. Ces machines sont essentielles à la production de puces de pointe, notamment celles utilisées pour les applications d'intelligence artificielle.

Actuellement, la société de portefeuille **ASML** (**Nasdaq : ASML**) détient le monopole des machines EUV.

Nous suivrons de près les progrès de la Chine. Mais nous ne sommes pas inquiets. Bien que des scientifiques chinois aient déjà développé un prototype EUV, celui-ci est de la taille d'une usine et n'est pas encore pleinement fonctionnel.

Les machines EUV d'ASML sont beaucoup plus compactes – de la taille d'un bus environ. L'année dernière, ASML a livré près de 45 unités fonctionnelles à des fonderies de semi-conducteurs du monde entier.

De plus, la Chine n'a développé qu'un prototype. Construire une machine EUV capable de produire des puces fonctionnelles représente un défi bien plus important.

L'objectif de la Chine pour des puces fonctionnelles est 2028... Mais, selon les experts, cet objectif est trop optimiste et sera probablement repoussé à 2030. À terme, la Chine aura besoin de plusieurs machines EUV capables de produire des puces fonctionnelles avec un rendement élevé. Cela représente un défi encore plus important.

Par ailleurs, l'un des principaux défis liés au développement d'une machine EUV réside dans la technologie optique. ASML a relevé ce défi en s'associant à la société allemande Zeiss pour produire des miroirs ultra-plats. Le procédé de fabrication de ces miroirs a été développé et perfectionné au fil des décennies... La Chine n'a pas accès à cette propriété intellectuelle et doit donc développer des solutions alternatives nationales.

Enfin, ASML a déjà une longueur d'avance. L'entreprise a développé la nouvelle génération de machines EUV, appelées EUV à haute ouverture numérique (NA). Elle a d'ailleurs déjà livré certaines de ces machines à ses clients. Lorsque la Chine aura mis au point une machine EUV standard, les machines EUV à haute NA produiront en grande série des puces de pointe dans des usines de fabrication à Taïwan et aux États-Unis.

Nous avons enregistré une hausse d'environ 150 % depuis que nous avons recommandé ASML en novembre 2022. **Conserver vos actions ASML (Nasdaq : ASML).**

Enfin, comme nous l'avons évoqué le mois dernier, **Fidelity National Financial (NYSE : FNF)** a de nouveau augmenté son dividende trimestriel à 0,52 dollars – ce qui nous donne un rendement de 5,9 % sur notre prix d'achat.

La société a également annoncé un dividende exceptionnel en actions représentant environ 12 % des actions ordinaires en circulation de sa filiale de rentes viagères, **F&G Annuities & Life (NYSE : FG)**. Les actionnaires de Fidelity National auraient dû percevoir ce dividende exceptionnel le 31 décembre 2025.

Cela signifie que vous avez reçu environ six actions F&G pour chaque centaine d'actions FNF que vous détenez. Comme aucune fraction d'action n'a été distribuée, vous auriez dû recevoir un paiement en espèces pour toute fraction d'action ordinaire F&G que vous auriez autrement reçue.

Ce conseil a généré un gain de 73 % à ce jour. Nous **vous recommandons de conserver Fidelity National Financial (NYSE : FNF) et F&G Annuities & Life (NYSE : FG).**

Bon investissement,

Whitney Tilson

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

Actions Gagnantes - Janvier 2026 - Le meilleur secteur d'activité au monde

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