

ACTIONS

Gagnantes



Whitney Tilson | Avril 2026



Rééquilibrage de notre portefeuille après une année volatile

Sommaire

- *Le 19 mars, un navire de 300 mètres de long appelé La Seine a soudainement viré à droite au milieu de l'océan Atlantique...*
- Les matières premières apportent de la robustesse
- L'Assurance IARD pour un rendement explosif
- Les grands gagnants de l'IA
- Les gardiens des marchés financiers

Rééquilibrage de notre portefeuille après une année volatile

Le 19 mars, un navire de 300 mètres de long appelé *La Seine* a soudainement viré à droite au milieu de l'océan Atlantique.

La Seine est parti de la Louisiane, initialement à destination de Montoir-de-Bretagne. Mais en cours de route, l'équipage a reçu l'ordre urgent de changer de cap. Le navire a fait demi-tour et mis le cap sur l'Asie. Il passera prochainement au large du cap de Bonne-Espérance, au large des côtes sud-africaines.

Ce navire est un pétrolier transportant 72'000 tonnes de gaz naturel liquéfié (« GNL »).

Plus tôt cette année, la valeur totale de la cargaison de *La Seine* aurait été de 40 millions de dollars ou moins. Mais depuis le début des bombardements américains et israéliens sur l'Iran le 28 février, la valeur du GNL a explosé.

Aujourd'hui, ce GNL pourrait se vendre environ 70 millions de dollars en Europe. Mais la pénurie de GNL est bien plus aiguë en Asie, où la même cargaison vaut environ 75 millions de dollars.

Depuis début mars, une douzaine de méthaniers, dont *La Seine*, ont changé de cap pour se diriger vers l'Asie au lieu de poursuivre leur route vers l'Europe.

L'Europe et l'Asie se disputent le GNL américain. C'est dire à quel point la situation est grave.

La guerre en Iran a déclenché la crise énergétique la plus grave depuis des décennies.

Le transit par le détroit d'Ormuz, voie de passage essentielle pour le pétrole brut, le GNL et les produits pétroliers, est fortement réduit. L'Iran autorise sélectivement le passage des navires transportant des ressources extraites des riches gisements de pétrole et de gaz du golfe Persique, en provenance de pays « amis » comme le Pakistan, l'Inde et la Chine.

Pour ne rien arranger, la guerre a détruit des infrastructures énergétiques essentielles.

Israël a attaqué le gisement de gaz naturel de South Pars, en Iran, le plus grand au monde. Il a également frappé des installations pétrochimiques à Asaluyeh, endommageant des réservoirs de stockage et une raffinerie.

En représailles, l'Iran a tiré des missiles sur la zone industrielle de Ras Laffan, au Qatar, qui abrite la plus grande usine d'exportation de GNL au monde. Deux des quatorze unités de liquéfaction, qui servent à refroidir le gaz naturel pour le transformer en GNL, ont été touchées.

En conséquence, la capacité d'exportation de GNL du Qatar a diminué de 17 %. De plus, les dégâts pourraient prendre *des années* à être réparés.

Ainsi, même si le détroit d'Ormuz rouvrait demain, les quantités de pétrole et de gaz disponibles seraient inférieures à celles d'avant la guerre.

Certains d'entre vous se souviennent peut-être des difficultés rencontrées lors de l'embargo pétrolier des années 1970. Mais la situation actuelle est radicalement différente. Les États-Unis sont aujourd'hui le premier producteur mondial d'énergie. Les exportations de GNL progressent, lentement mais sûrement.

Les États-Unis sont devenus une superpuissance énergétique mondiale. L'augmentation des exportations de GNL énergétique s'inscrit dans la phase finale de la renaissance énergétique américaine.

Le bassin permien, situé sous l'ouest du Texas et une partie du Nouveau-Mexique, a vu sa production de pétrole passer d'environ 1 million de barils par jour (bpj) à plus de 6,7 millions de bpj. Parallèlement, les formations de Marcellus et d'Utica, dans le nord-est des États-Unis, ont vu leur production de gaz naturel augmenter considérablement, passant d'environ 2 milliards de pieds cubes par jour (Gpi3/j) à plus de 35 Gpi3/j.

Les États-Unis possèdent d'immenses réserves énergétiques. Et ils mettent en place les infrastructures d'exportation nécessaires pour en tirer profit.

Nous avons préparé notre portefeuille modèle pour faire face à une crise énergétique. Comme nous le démontrerons, nous sommes exposés au secteur de l'énergie, notamment grâce au gaz naturel et à l'essor des exportations de GNL. Mais les investisseurs sont inquiets. Dans notre portefeuille, certaines actions sont en hausse en raison de la guerre et de la flambée des prix de l'énergie... mais beaucoup sont en baisse.

Face à ces inquiétudes, nous avons consacré ce mois-ci à l'examen approfondi de chaque position de notre portefeuille modèle. Entre les risques géopolitiques, la flambée des coûts de l'énergie, les pressions liées à l'IA et autres évolutions rapides du marché, nous tenons à ce que nos recommandations soient toujours d'actualité.

Notre portefeuille comprend près de quarante-huit positions, certaines remontant jusqu'à 2007. Nous ne les avons pas choisies en prévision d'une éventuelle frappe américaine contre l'Iran cette année-là. Nous avons constitué ce portefeuille dans une perspective de long terme.

Nous avons sélectionné des actions ayant toujours prospéré dans toutes les conditions de marché, ou particulièrement bien performé en période de crise... ou encore des actions dont le potentiel de croissance n'est pas lié à la conjoncture économique générale ni au marché boursier.

Néanmoins, lors de notre analyse, nous avons décidé de vendre 10 de nos positions... pour diverses raisons. Nous gérons les risques... prenons nos bénéfices sur les actions performantes dont le potentiel de hausse est limité... et nous nous séparons des positions qui n'ont pas été rentables.

Cet élagage libérera votre capital pour de nouvelles recommandations que nous formulerons dans de futurs numéros... ou pour que vous puissiez investir dans les recommandations à forte conviction que nous conservons dans notre portefeuille.

Le portefeuille que nous détenons actuellement représente les actions qui offrent le meilleur équilibre entre risque et rendement. Grâce à cette mise à jour, nous vous aiderons à protéger et à faire fructifier votre patrimoine, même dans ce contexte de marché volatil, tout en conservant les actions que nous souhaitons maintenir dans notre portefeuille.

Nous allons passer en revue notre portefeuille section par section. Et nous allons commencer par les matières premières... y compris nos actions du secteur de l'énergie.

Matières premières

La Seine a chargé sa cargaison le 10 mars à Plaquemines LNG, une installation de liquéfaction et d'exportation située dans la paroisse de Plaquemines, en Louisiane, à environ 32 kilomètres au sud de la Nouvelle-Orléans.

Venture Global (VG) développe le terminal de Plaquemines, qui a exporté sa première cargaison en décembre 2024 et augmente rapidement sa capacité de production. Il est depuis devenu le deuxième plus grand terminal GNL des États-Unis.

Grâce à la mise en service de Plaquemines et d'autres installations d'exportation, les États-Unis sont désormais le premier fournisseur mondial de GNL. Ils ont exporté un volume record de 111 millions de tonnes de GNL en 2025, soit environ 20 millions de tonnes de plus que le Qatar.

Nous avons toujours été optimistes quant au gaz naturel pour deux raisons principales...

Le premier facteur est le développement massif des centres de données énergivores aux États-Unis. Le gaz est le moyen le plus rapide et le plus fiable de produire toute cette électricité. En 2025, le nombre de projets de nouvelles centrales au gaz naturel aux États-Unis a triplé.

Deuxièmement, les exportations de GNL vers le reste du monde sont en hausse. La crise énergétique actuelle met cette tendance en lumière.

Les États-Unis possèdent d'immenses ressources en gaz naturel. Il s'agit simplement de les extraire et de les acheminer là où elles sont nécessaires. Notre société de forage de gaz naturel, **Antero Resources (NYSE : AR)**, se charge de ces deux opérations.

Cette action a récemment connu une forte hausse, suivant la progression des prix du gaz naturel. Pourtant, elle demeure bon marché. Sa valeur d'entreprise (VE) avoisine les 17 milliards de dollars, et les estimations consensuelles de son EBITDA prévisionnel s'élèvent à 2,7 milliards de dollars. Cela lui confère un ratio VE/EBITDA prévisionnel de seulement 6,2. Or, nous estimons que ces estimations d'EBITDA sont trop faibles, notamment au regard de la crise énergétique.

Par conséquent, nous relevons notre objectif d'achat d'**Antero de 35 dollars à 49 dollars par action**.

Le pétrole est un autre sujet majeur. Et si vous vous attendez à une nouvelle flambée passagère comme celle de 2022, détrompez-vous...

Lorsque la Russie a envahi l'Ukraine en 2022, les États-Unis et l'Europe ont imposé des sanctions sur le pétrole russe.

En conséquence, le pétrole brut russe s'est négocié avec une forte décote par rapport au Brent, référence mondiale. Malgré la réduction des recettes pétrolières russes due aux sanctions, les exportations de pétrole ont continué. La Russie a simplement réorienté ses exportations vers des pays comme la Chine et l'Inde, délaissant l'Europe. La baisse de l'offre mondiale n'a donc pas duré.

C'est pourquoi, après une brève flambée paniquée, les contrats à terme sur le pétrole brut Brent pour le mois suivant sont passés de plus de 130 dollars le baril en séance en mars 2022 à moins de 80 dollars à la fin de 2022.

La crise énergétique de 2026, en revanche, implique la plus grande perturbation de l'approvisionnement en pétrole de l'histoire.

Les suspensions de production entraînent une interruption de la production de 9,5 millions de barils de pétrole par jour. Cela représente environ 200 millions de barils pour le seul mois de mars.

Remettre en production ce pétrole manquant prend du temps. Il ne s'agit pas d'un pétrole stocké dans des réservoirs en attendant l'arrivée d'un navire. Si la guerre contre l'Iran prenait fin aujourd'hui, il faudrait probablement au Koweït, par exemple, au moins trois mois pour rétablir sa pleine capacité de production.

Le problème ne se limite pas au Moyen-Orient. Environ 40 % de la capacité d'exportation de pétrole russe est actuellement hors service suite aux attaques de drones ukrainiens.

Au moment où nous écrivons ces lignes, le Brent pour livraison à court terme se négocie à environ 115 dollars le baril.

L'écart entre le Brent et le West Texas Intermediate (WTI), le baril de référence américain, s'est considérablement creusé. Le contrat à terme sur le WTI pour livraison le mois prochain se négocie actuellement autour de 103 dollars le baril.

Grâce à des stocks nationaux importants, une production de schiste stable et la mise en circulation progressive de 172 millions de barils de pétrole provenant des réserves stratégiques américaines de pétrole, les prix du WTI n'ont pas atteint les mêmes niveaux que sur le marché international.

Comme nous l'avons dit le mois dernier, la société de redevances pétrolières **Viper Energy (Nasdaq : VNOM)** se concentre désormais exclusivement sur le Permien.

L'action Viper poursuit sa progression, portée par la hausse du prix du WTI, comme nous l'avons anticipé le mois dernier suite à l'émission d'actions secondaires. Nous affichons actuellement une hausse d'environ 40 %. L'action Viper a légèrement dépassé notre prix d'achat recommandé, mais une éventuelle baisse pourrait vous permettre d'en profiter. **Achetez Viper Energy (Nasdaq : VNOM) jusqu'à 45 dollars par action.**

Freehold Royalties (TSX : FRU) est notre autre investissement dans le secteur des redevances. Environ la moitié des revenus de la société provient des États-Unis, notamment du bassin permien. L'autre moitié provient du Canada, où le pétrole est généralement plus lourd et se négocie avec une décote par rapport au WTI.

Freehold a également profité de la hausse des prix de l'énergie, et ce de manière excessive. La valeur d'entreprise de l'action a bondi à environ 11 fois son EBITDA prévisionnel. Lorsque nous avons recommandé Freehold, sa valeur d'entreprise n'était que d'environ 6,5 fois son EBITDA prévisionnel.

Compte tenu de la valorisation élevée de Freehold, le moment est opportun pour réaliser des bénéfices. Nous prévoyons un gain d'environ 20 %.

MESURE À PRENDRE

Vendez Freehold Royalties (TSX : FRU).

Coterra Energy (NYSE : CTRA) a également vu sa valorisation augmenter...

Il y a six mois, sa valeur d'entreprise était quatre fois supérieure à son EBITDA prévisionnel. Aujourd'hui, ce multiple est de 5,6 et notre recommandation est en hausse de 24 %.

Et Coterra fusionne avec Devon Energy (DVN), dont le multiple de valorisation n'est que de 4 aujourd'hui.

Certes, il ne faut pas comparer directement ces évaluations d'exploration et de production (E&P) avec celles des sociétés de redevances comme Freehold. Les sociétés d'E&P sont des foreurs qui supportent des coûts et des risques opérationnels importants. La société de redevances, quant à elle, détient simplement les droits miniers et perçoit les redevances.

Néanmoins, les valorisations de Coterra et de Devon restent attractives. Elles offrent à ces actions un potentiel de hausse supplémentaire en cas d'aggravation de la crise énergétique.

L'acquisition de Devon par Coterra ne sera finalisée que dans quelques mois. D'ici là, notre recommandation reste la même : **achetez Coterra Energy (NYSE : CTRA) jusqu'à 30 dollars par action**. Nous réévaluerons notre prix d'achat une fois l'acquisition de Devon finalisée.

Bien sûr, la crise énergétique ne se limite pas au pétrole...

D'importantes quantités de produits pétroliers raffinés, comme l'essence et le gazole, transitent également par le détroit d'Ormuz. Le prix du gazole a grimpé à plus de 5 dollars le gallon, une mauvaise nouvelle pour **Freeport-McMoRan (NYSE : FCX)**, dont les mines de cuivre dépendent de camions et autres véhicules très gourmands en carburant.

L'énergie représentait environ 15 % des coûts d'exploitation des sites miniers de la société en 2025. Avant le déclenchement de la crise énergétique, la société prévoyait que l'énergie représenterait 17 % des coûts totaux cette année.

Face à la flambée des prix du diesel, les actions de Freeport ont chuté.

Parallèlement à l'envolée des coûts de Freeport, la hausse des prix de l'énergie risque de ralentir la croissance mondiale. Il en résulte une baisse de la demande de cuivre. Quant à l'or, qui représente environ 15 % des revenus de Freeport, son cours a chuté à environ 4'500 dollars l'once.

Néanmoins, les fondamentaux à long terme de Freeport restent solides et nous maintenons notre recommandation. Malgré le repli, notre recommandation affiche toujours une performance positive de 60 % en moins de cinq mois, alors que le marché dans son ensemble est en baisse sur la même période. **Achetez Freeport-McMoRan (NYSE : FCX) jusqu'à 62 dollars par action.**

Les métaux précieux constituent généralement une valeur refuge en période de risques géopolitiques. Par conséquent, la faible performance de l'or depuis le début de la guerre en Iran a pu surprendre les investisseurs.

L'or a connu une hausse trop importante et trop rapide en ce début d'année. Rien qu'en janvier, son cours est passé d'environ 4'300 dollars l'once à plus de 5'500 dollars l'once.

L'action de Barrick Mining (NYSE : B) a chuté à la même vitesse que celle de l'or au cours du mois dernier. Le groupe minier aurifère est confronté aux mêmes difficultés que Freeport-McMoRan en raison de la hausse des coûts de production.

La société **Royal Gold (Nasdaq : RGLD)**, qui perçoit des redevances minières, n'exploite aucune mine et n'est donc pas directement exposée aux fluctuations des prix de l'énergie. Toutefois, le repli du cours de l'or et la panique générale qui en découle ont également entraîné une baisse du cours de l'action Royal Gold.

Malgré la volatilité récente, nous savons que l'or restera une valeur refuge efficace en période de crise et une protection durable contre l'inflation. Sur un peu plus de trois ans et demi, notre investissement dans Royal Gold affiche toujours une performance positive de 160 %, surpassant ainsi le rendement de 59 % du marché sur la même période.

L'action Barrick se négocie actuellement légèrement au-dessus de notre prix d'achat recommandé. La volatilité persistante des métaux précieux pourrait la faire entrer dans notre zone d'achat. **Achetez Barrick Mining (NYSE : B) jusqu'à 30 dollars par action.**

Achetez Royal Gold (Nasdaq : RGLD) jusqu'à 270 dollars par action.

Au-delà de la question énergétique, la guerre au Moyen-Orient a également perturbé l'approvisionnement en hélium... qui sert à bien plus que de simples ballons de fête.

Les propriétés uniques de ce gaz le rendent indispensable à la fabrication de semi-conducteurs, aux appareils d'IRM, à l'aérospatiale et à la recherche scientifique. Le Qatar produit plus d'un tiers de l'approvisionnement mondial, et l'impossibilité pour les cargaisons qataries de transiter par le détroit d'Ormuz a entraîné une flambée des prix de l'hélium le mois dernier.

Air Products and Chemicals (NYSE : APD) est l'un des principaux fournisseurs d'hélium en Amérique du Nord. Toutefois, l'hélium ne représente qu'une petite partie de son activité, probablement moins de 10 % de son chiffre d'affaires de l'année dernière (la société ne détaille pas son exposition à l'hélium).

Nous vendons nos actions APD ce mois-ci. Voici pourquoi... Nous avons acheté ces actions dans l'espoir d'un redressement, mais les améliorations tardent à se concrétiser et pourraient prendre beaucoup plus de temps que prévu. Le nouveau PDG de l'entreprise, Eduardo Menezes, est en poste depuis plus d'un an sans avoir résolu les problèmes que nous avons soulignés dans notre recommandation initiale.

Notre position a perdu environ 8 %. Nous acceptons cette perte et nous nous tournons vers des opportunités plus prometteuses.

MESURE À PRENDRE

Vendez Air Products and Chemicals (NYSE : APD).

Assurance IARD

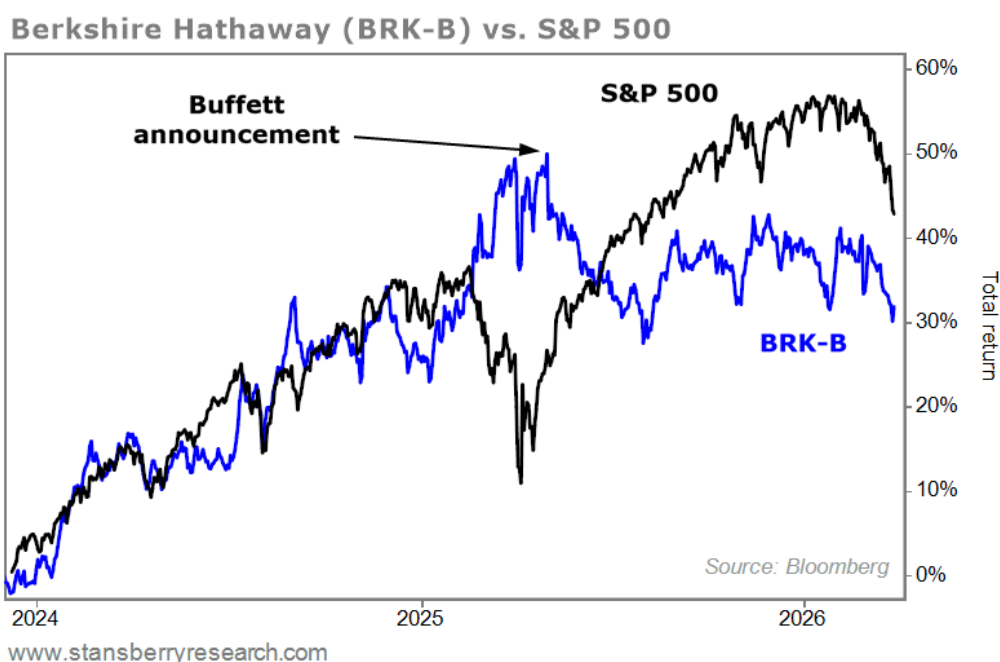
Nos abonnés de longue date savent que nous considérons l'assurance dommages comme « *le meilleur secteur d'activité au monde* ».

Lorsque le légendaire investisseur Warren Buffett a bâti **Berkshire Hathaway** (NYSE : **BRK- B**) pour en faire un conglomérat pesant 1'000 milliards de dollars et l'une des actions les plus performantes des 60 dernières années, l'assurance dommages y a largement contribué. Depuis 1965, l'action a généré un rendement annuel composé de 20 %, soit près du double du rendement annualisé de 10,5 % de l'indice S&P 500, dividendes inclus.

Berkshire Hathaway devrait être la pierre angulaire de tout portefeuille à long terme. J'aime la qualifier de « *meilleure action de retraite des États-Unis* » en raison de sa combinaison unique de sécurité, de croissance et, la plupart du temps, de sous-évaluation.

En décembre 2023, lorsque nous avons recommandé l'action, elle se négociait avec une décote de 14 % par rapport à mon estimation de sa valeur intrinsèque. En achetant avec cette décote à deux chiffres, je m'attendais à ce que l'action surperforme le marché à terme.

Notre recommandation sur Berkshire a surperformé le S&P 500 lors de la volatilité tarifaire du printemps dernier. Bien que notre position affiche toujours une hausse de 32 %, elle a reculé de 13 % depuis l'annonce surprise de Buffett en mai 2025 de son départ de la direction générale.



Même sans Buffett aux commandes, son successeur, Greg Abel, suivra vraisemblablement son exemple. La majeure partie du portefeuille actuel de Berkshire a d'ailleurs été développée sous la direction de Buffett. Abel est plus enclin à apporter les changements nécessaires pour redresser les activités ferroviaires et énergétiques de Berkshire, actuellement sous-performantes.

Je recommande d'acheter des actions Berkshire dès que vous pouvez bénéficier d'une réduction d'au moins 10 % par rapport à mon estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Actuellement, cette valeur est de 480 dollars par action B.

Achetez Berkshire Hathaway (NYSE : BRK- B) jusqu'à 480 dollars par action.

L'action est tellement bon marché que Berkshire a commencé à racheter ses propres actions pour la première fois depuis 2024. Abel a lui-même acheté pour 15 millions de dollars d'actions.

Bien que Berkshire ait été bâtie sur l'assurance IARD, ses activités d'assurance (notamment Geico, General Re et National Indemnity) représentent aujourd'hui moins de la moitié de ses bénéfices.

Par conséquent, l'action de Berkshire est moins sensible aux fluctuations du marché de l'assurance que les autres actions d'assurance IARD de notre portefeuille. Et ce marché commence à se retourner...

Le secteur des assurances oscille entre des cycles de tarification « *durs* » et « *souples* », selon la terminologie du secteur.

En période de tensions sur les marchés, les assureurs appliquent des critères de souscription stricts et augmentent les primes annuelles lors du renouvellement des contrats. De nouveaux assureurs finissent par arriver sur le marché avec des critères de souscription plus souples, attirant ainsi des clients grâce à des tarifs plus bas. En période de croissance, les assureurs prennent davantage de risques en échange de primes moins élevées.

Il peut s'écouler des années avant que ces compagnies ne réparent leurs erreurs. Mais tôt ou tard, les sinistres importants et les pertes catastrophiques mettent en lumière la négligence des assureurs, qui doivent réduire la voilure, voire faire faillite. Et le marché se durcit.

Cela explique pourquoi nous ne sommes pas inquiets d'une *baisse* des revenus en période de ralentissement des marchés. Les meilleurs assureurs n'acceptent pas de nouveaux contrats s'ils ne sont pas rémunérés pour le risque encouru.

Malheureusement, tous les investisseurs ne comprennent pas ces dynamiques. En période de marché baissier, ils constatent une baisse des ventes et vendent leurs actions.

(Cela explique pourquoi les rendements des actions des compagnies d'assurance IARD en période de marché difficile sont plus du double de leurs rendements en période de marché favorable.)

Nous avons mené notre propre analyse remontant à 1983 pour le démontrer. Les marchés tendus ont généré des rendements annualisés de 24 % contre 10 % sur les marchés tendus.

AVERAGE ANNUAL RETURNS OF P&C INSURERS SINCE 1983			
Type of Market	P&C Insurers	S&P 500	Diff. vs Market
Hard Markets	24.3%	16.5%	7.8%
Soft Markets	10.3%	10.0%	0.2%
All Periods	18.1%	13.6%	4.4%

www.stansberryresearch.com

Nous arrivons au terme de la plus longue période de marché tendu jamais enregistrée. Le marché actuel a débuté en 2020 et dure depuis six ans. Le précédent record était de quatre ans (de 1984 à 1987).

Durant cette dernière période de marché difficile, notre portefeuille d'assureurs IARD a affiché un rendement annuel composé moyen de 20,4 %, contre 16,9 % pour l'ensemble du marché boursier.

C'est assez impressionnant lorsqu'un secteur « *ennuyeux* » surpasse un marché boursier porté par une forte hausse des valeurs technologiques en vogue.

Mais la tendance s'inverse. Le marché de l'assurance dommages commence à se fléchir dans de nombreux secteurs.

Réduisons donc notre portefeuille aux actions des compagnies d'assurance IARD qui devraient afficher les meilleures performances à l'avenir dans un marché atone.

Cela signifie se séparer de l'une de nos actions d'assurance les plus anciennes, **Travelers** (NYSE : TRV). Nous avons recommandé Travelers en octobre 2012, et elle nous a permis de réaliser un gain exceptionnel de 329 %.

Au fil des ans, Travelers a toujours figuré dans notre top 10. Cependant, en juin dernier, elle en est sortie et occupe actuellement la 12e place.

Voici le problème majeur : parmi les principaux assureurs de notre portefeuille, Travelers est le plus exposé à un marché atone. C'est le seul assureur fortement présent sur le marché de l'assurance automobile et habitation grand public, ainsi que sur celui des assurances dommages aux entreprises. Ces types d'assurance connaissent déjà une baisse des primes et devraient connaître la plus forte diminution.

MESURE À PRENDRE

Vendez Travelers (NYSE : TRV).

Les autres assureurs IARD de premier plan de notre portefeuille — **WR Berkley** (NYSE : WRB), **American Financial** (NYSE : AFG), **Markel** (NYSE : MKL) et **Arch Capital** (Nasdaq : ACGL) — proposent principalement des assurances spécialisées. Ils se concentrent sur des marchés de niche exigeant une expertise pointue et moins concurrentiels. Un marché atone les affecte donc moins. Tous ces assureurs figurent parmi les dix premiers de notre classement actuel, à l'exception d'American Financial (11e).

Nous nous désengageons également de notre participation dans le réassureur **RenaissanceRe** (NYSE : RNR), ou « RenRe ». Les réassureurs assurent d'autres compagnies d'assurance. Si Arch Capital, WR Berkley et American Financial sont exposés à la réassurance, RenRe est le seul réassureur pur de notre portefeuille.

RenRe a su tirer son épingle du jeu durant cette période difficile. Cependant, la concurrence accrue sur un marché en repli a entraîné une baisse des primes pouvant atteindre 20 % dans certains segments de la réassurance, comme l'assurance catastrophes naturelles.

En période de marché baissier, les prix de la réassurance sont généralement les premiers et les plus fortement touchés. Les primes de certaines polices ont commencé à chuter de 10 % à 15 % en juin dernier.

Lors du dernier marché baissier, qui a duré de 2014 à 2020, un panier de cinq réassureurs purs n'a généré qu'un rendement dérisoire de 14 %, contre 86 % pour l'ensemble du marché boursier. Les assureurs directs ont quant à eux affiché un rendement moyen de 39 %.

Sur le plan opérationnel, RenRe figure toujours parmi nos dix premières entreprises, et nous pensons qu'elle y restera malgré la transition du marché de la réassurance d'une phase difficile à une phase plus calme. Cependant, l'expérience nous enseigne que le marché boursier ne récompensera pas les actionnaires de RenRe durant une période de ralentissement, aussi responsable que soit la gestion de l'entreprise.

Depuis notre recommandation de RenRe en avril 2022, notre performance a progressé de 90 %, surpassant largement le rendement de 46 % du S&P 500. Face au repli du marché de l'assurance, c'est le moment idéal pour réaliser des profits sur ce réassureur de renommée mondiale.

MESURE À PRENDRE

Vendez RenaissanceRe (NYSE : RNR).

À titre d'information, nous déplaçons l'assureur de titres **Fidelity National Financial (NYSE : FNF)** dans la section assurances IARD de notre portefeuille. Fidelity National n'est pas un assureur IARD traditionnel. Elle propose des assurances de titres, qui sont une forme d'assurance dommages.

Dans le monde des assurances, l'assurance titres est un cas à part. Presque toutes les assurances protègent contre les événements *futurs*. L'assurance titres, quant à elle, protège les assurés (prêteurs hypothécaires et acheteurs immobiliers) contre les événements *passés* imprévus, tels que les privilèges fiscaux, les jugements impayés, les héritiers inconnus et les actes de propriété falsifiés.

L'assurance titres suit ses propres cycles de marché. Elle est davantage influencée par le cycle immobilier que par le cycle des assurances. Les prêteurs l'exigent.

Même si les achats et les refinancements immobiliers aux États-Unis ralentissent, les démarches liées aux titres de propriété ne disparaissent jamais complètement. Et lorsque le marché du logement redémarre en trombe, Fidelity National est parmi les premières entreprises à être payées.

Grâce principalement à son activité commerciale, le secteur de l'assurance titres de la société a progressé de 11 % l'an dernier. Et après des années de stagnation, le marché immobilier américain montre enfin des signes de reprise.

Parallèlement, l'activité de rentes viagères de la société, **F&G Annuities & Life (NYSE : FG)**, constitue un excellent contreponds à l'activité d'assurance titres. Elle affiche des performances exceptionnelles lorsque les taux d'intérêt sont élevés. Elle a contribué à hauteur de 30 % aux bénéfices de Fidelity National l'an dernier et a vu ses actifs sous gestion progresser de 12 % pour atteindre 73 milliards de dollars.

L'entreprise a reversé 800 millions de dollars à ses actionnaires l'an dernier sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Elle a également versé un dividende exceptionnel en actions F&G en fin d'année dernière. Après ce versement, elle détient toujours 70 % du capital de F&G.

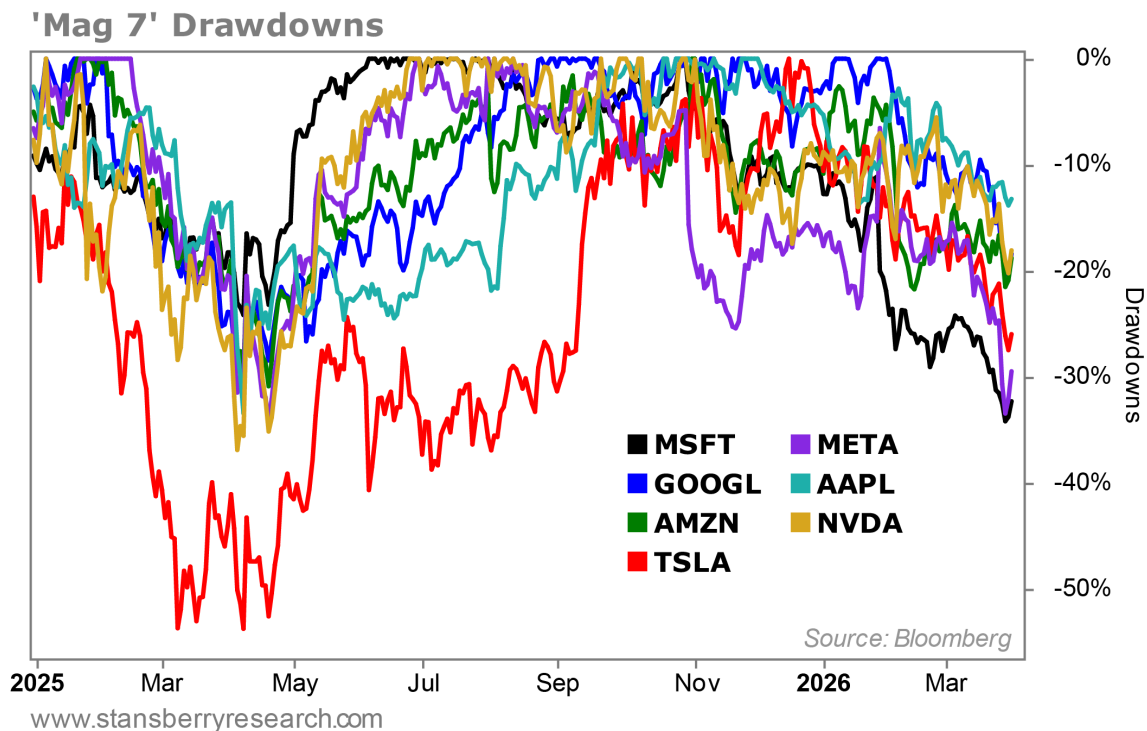
Le marché de l'assurance titres s'apparente à un « *cartel légal* », quatre grands acteurs contrôlant la majeure partie du secteur. Fidelity National est le plus important. Sa taille lui permet de dégager des marges parmi les plus élevées du secteur.

Continuez à détenir vos actions de Fidelity National Financial (NYSE : FNF) et de F&G Annuities & Life (NYSE : FG).

Gagnants de l'IA

L'année n'a pas été faste pour les Sept Mercenaires...

Il s'agit des géants technologiques Apple (AAPL), Meta Platforms (META), Nvidia (NVDA), Tesla (TSLA), ainsi que des participations de notre portefeuille : **Microsoft (Nasdaq : MSFT)**, **Alphabet (Nasdaq : GOOGL)** et **Amazon (Nasdaq : AMZN)**. Ces sept actions ont toutes enregistré des baisses à deux chiffres, soit une chute plus importante que celle du S&P 500.



La baisse risque d'être douloureuse si vous possédez ces actions. Cependant, les replis sont un phénomène normal des cycles de marché.

Considérez ceci... Même *après* cette baisse, les sept entreprises du Magnum ont collectivement rapporté plus de 260 % depuis début 2023. Cela surpasse de plus de 210 points de pourcentage ce que nous appellerions le S&P 493 (les autres actions de l'indice de référence).

La surperformance des « Sept Magnifiques » a atteint son apogée début novembre de l'année dernière. Depuis, ces actions de premier plan ont simplement cédé une partie de leur surperformance.

Parmi les sept entreprises les plus performantes, l'action Microsoft a connu la plus forte baisse. Depuis son sommet, elle a chuté d'environ 34 % pour s'établir aux alentours de 360 dollars, après avoir culminé à plus de 540 dollars en octobre.

Depuis, la société a affiché de solides résultats... Mais le marché s'inquiète des dépenses d'investissement (ou « *capex* ») toujours croissantes de Microsoft.

Microsoft développe ses centres de données dédiés à l'IA et ses investissements ont atteint près de 30 milliards de dollars au dernier trimestre, contre 15,8 milliards de dollars de dépenses d'investissement il y a un an. La baisse du cours de son action a ramené son ratio cours/bénéfice prévisionnel à environ 20.

Nous détenons des actions Microsoft depuis 2012. Notre position a généré un gain de 1'130 % et nous n'avons pas l'intention de vendre.

Malgré tout, même cette baisse ne constitue pas encore une opportunité d'achat. Les investissements massifs de Microsoft maintiennent son rendement en flux de trésorerie disponible (FCF, soit le pourcentage de la capitalisation boursière) à un niveau modeste de 2,9 %. Ce rendement avait dépassé les 4 % lors de la chute des marchés en 2022. Nous recommandons d'acheter des actions Microsoft uniquement si leur cours descend en dessous de 300 dollars. À ce prix, notre investissement serait encore supérieur à 900 %.

Continuez à détenir des actions Microsoft (Nasdaq : MSFT).

Alphabet est l'une des plus grandes entreprises de tous les temps. Elle est leader dans la recherche Internet (Google), la messagerie électronique (Gmail), le streaming vidéo (YouTube), la conduite autonome (Waymo) et le cloud computing. Et comme nous l'avons souvent affirmé au cours de l'année écoulée, Alphabet sera l'un des grands gagnants de la révolution de l'IA. D'autres investisseurs, initialement sceptiques quant aux capacités de Google en matière d'IA début 2025, ont rallié notre point de vue.

Alphabet a également réalisé discrètement l'un des investissements les plus fructueux jamais effectués par une société cotée en bourse. En 2015, l'entreprise a investi environ 900 millions de dollars pour acquérir une participation de 7,4 % dans SpaceX, la société aérospatiale d'Elon Musk. Après dilution, Alphabet détient probablement encore environ 6 % de l'entreprise.

SpaceX devrait entrer en bourse plus tard cette année. Selon certaines estimations, sa valorisation pourrait atteindre 1'750 milliards de dollars, ce qui valoriserait la participation d'Alphabet à environ 100 milliards de dollars. Cela ne représente que 3 % de la capitalisation boursière actuelle d'Alphabet. Mais cela signifierait qu'Alphabet multiplierait son investissement par plus de 100... et ses gains pourraient être encore plus importants, selon le succès de l'introduction en bourse de SpaceX.

Dans un autre registre, un jury californien a récemment reconnu Alphabet et Meta coupables de dommages et intérêts compensatoires et punitifs s'élevant à 6 millions de dollars envers une jeune femme de 20 ans, statuant qu'ils avaient conçu leurs plateformes YouTube et Instagram de manière à créer une dépendance et à nuire aux adolescents.

Ces entreprises sont confrontées à deux risques majeurs : premièrement, elles pourraient être contraintes de modifier la conception et la distribution de leurs produits ; deuxièmement, elles pourraient faire face à d'importantes responsabilités juridiques.

Mais nous ne sommes pas trop inquiets. Ce genre de litige prend des années, voire des décennies. De plus, ces affaires seront certainement portées en appel jusqu'à la Cour suprême, où la majorité des membres sont fortement favorables aux entreprises.

Achetez Alphabet (Nasdaq : GOOGL) jusqu'à 340 dollars.

Notre dernière participation dans Mag Seven, Amazon, n'est dans notre portefeuille que depuis quelques mois. L'IA lui offre deux atouts majeurs : le développement de son infrastructure d'IA et son utilisation pour optimiser son activité e-commerce. **Achetez Amazon (Nasdaq : AMZN) jusqu'à 290 dollars.**

Au-delà des sept entreprises du Magnum, nous avons réalisé d'importants gains grâce à des investissements dans l'IA qui sont passés inaperçus auprès de la plupart des investisseurs.

Les centres de données dédiés à l'IA nécessitent une grande quantité de semi-conducteurs de pointe. Leur fabrication requiert des machines de photolithographie ultraviolette extrême (EUV). Seule la société **ASML (Nasdaq : ASML)** les produit. Ses machines EUV de nouvelle génération à haute ouverture numérique coûteraient entre 350 et 400 millions de dollars l'unité.

Les marchés financiers ont enfin pris conscience de ce que nous disions déjà en 2022 : ASML est un monopole légal. De ce fait, l'entreprise devrait *augmenter ses prix*. Pour produire des puces de pointe, les fabricants de semi-conducteurs n'ont d'autre choix que de payer les prix pratiqués par ASML (dans la limite du raisonnable).

ASML n'est plus à un prix auquel nous recommandons d'ouvrir une position, mais les abonnés qui ont suivi nos conseils ont réalisé un gain de plus de 219 % et peuvent conserver leurs actions. Afin de protéger nos gains, **nous avons resserré notre recommandation d'achat à 800 dollars. Conservez ASML (Nasdaq : ASML).**

L'entreprise de construction spécialisée **Comfort Systems USA (NYSE : FIX)** a également largement profité de l'essor de l'IA. Elle contribue à la construction des systèmes de ventilation et de refroidissement pour les usines de fabrication de semi-conducteurs et les centres de données.

Les travaux liés aux installations technologiques de ce type représentent désormais 45 % du chiffre d'affaires de Comfort Systems. Ce chiffre est en forte hausse par rapport à 2019, où il était quasiment nul, et à avril 2025, lorsque nous avons recommandé l'action.

Comme pour ASML, nous avons anticipé l'actualité du marché. Notre recommandation nous a permis de réaliser une performance d'environ 250 % en moins d'un an.

Mais maintenant que tout le monde est au courant, Comfort Systems est devenue chère. Avant l'essor de l'IA, son ratio cours/bénéfice prévisionnel était en moyenne d'environ 18. Aujourd'hui, il est de 36.

Certes, sa croissance est bien plus rapide aujourd'hui et son carnet de commandes est bien rempli. Mais une grande partie de ces éléments est déjà intégrée au cours de l'action. De plus, l'entreprise fait face à une concurrence accrue. Encaissons donc nos bénéfices.

MESURE À PRENDRE

Vendez Comfort Systems USA (NYSE : FIX).

Paievements

En février, l'éditeur financier Citrini Research a fait sensation avec un article intitulé « *La crise mondiale du renseignement de 2028* »...

Il décrivait un scénario potentiel dans lequel l'IA continue de progresser rapidement, déclenchant un cercle vicieux auto-entretenu.

Les entreprises remplacent les cols blancs pour augmenter leurs marges, et ces travailleurs déplacés cessent de dépenser.

Le gouvernement est trop lent et divisé pour intervenir avant que le cercle vicieux ne s'installe. La demande des consommateurs s'effondre et le ralentissement économique qui en résulte se propage... frappant de plein fouet tous les secteurs, des entreprises de logiciels au marché hypothécaire de 13'000 milliards de dollars.

D'ici à l'horizon fictif de 2028, le chômage atteint 10 % et l'indice S&P 500 s'effondre de 38 % par rapport à ses sommets.

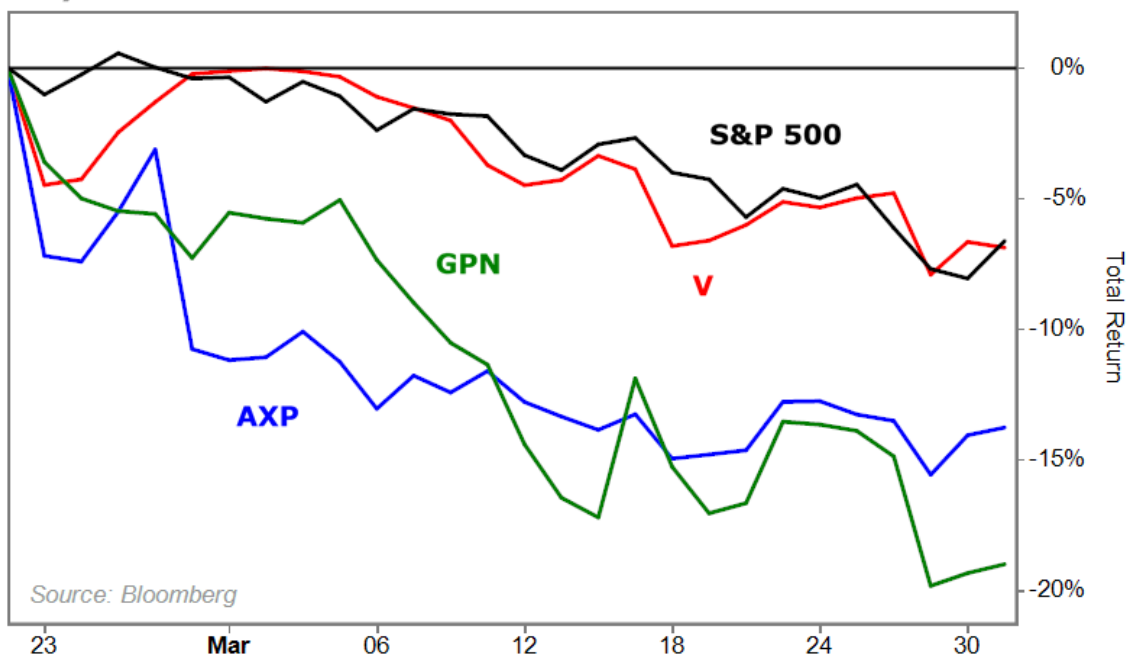
Autre élément provocateur : des agents d'IA infiltrent le commerce et cherchent à éliminer les frais de carte de crédit en utilisant des stablecoins – un type de cryptomonnaie indexé sur le dollar américain ou un autre actif de réserve.

Il s'agit d'une expérience de pensée menée par un éditeur. Mais l'article de Citrini a semblé influencer les marchés.

American Express (NYSE : AXP) a été particulièrement touchée, chutant de 7 % le lundi suivant la publication de l'article. Nombre de ses clients sont des cadres aisés. Or, les investisseurs n'ont pas apprécié la perspective d'une hécatombe de cols blancs – aussi lointaine ou hypothétique soit-elle – associée à des agents IA contournant les commissions d'interchange.

L'opérateur de réseau de cartes **Visa (NYSE : V)** et l'acquéreur de commerçants **Global Payments (NYSE : GPN)** ont également reculé. Visa a légèrement rebondi et son repli reflète désormais la tendance générale du marché boursier. En revanche, American Express et Global Payments ont perdu respectivement environ 14 % et 20 %.

Payments Fallout



Source: Bloomberg
www.stansberryresearch.com

Mais même dans un monde de commerce intermédié, ces entreprises s'adapteront et prospéreront.

Par exemple, nous avons déjà évoqué la façon dont Visa adopte les paiements en stablecoins... ce que reconnaît l'article de Citrini.

Visa exploite un réseau de cartes qui relie les commerçants et les banques émettrices. Elle négocie et fixe également les commissions d'interchange, qui peuvent représenter 2 % ou plus de la valeur de la transaction.

Visa perçoit toutefois des frais relativement faibles, en moyenne inférieurs à 0,2 %, pour la gestion du réseau. Les agents d'IA ne cherchent pas à s'y soustraire. Même si les stablecoins venaient à s'imposer, ils utiliseraient toujours le réseau de paiement de Visa... simplement pas la banque émettrice de la carte Visa.

American Express se prépare également au commerce par agents, et la société s'est vantée de ses progrès dans sa lettre annuelle aux actionnaires.

American Express et Visa sont des valeurs refuges à forte rentabilité. Nous n'avons aucune intention de les vendre, même si nous pouvons bien sûr le faire en cas de changement de situation. Nos positions sur Visa et American Express affichent respectivement une hausse de 95 % et de 400 %. **Nous vous recommandons de conserver Visa (NYSE : V) et American Express (NYSE : AXP).**

Notre participation dans Global Payments représente davantage une opportunité à moyen terme, compte tenu de son acquisition de Worldpay, finalisée en janvier.

L'entreprise issue de cette fusion est désormais le plus grand acquéreur de commerçants au monde, desservant plus de 6 millions de commerçants et traitant un volume de paiements de 3'700 milliards de dollars. Nous sommes convaincus que cette intégration permettra de réaliser d'importantes économies.

Global Payments est incroyablement bon marché, avec un ratio cours/bénéfice prévisionnel inférieur à 5.

Nous ne considérons pas non plus cela comme un piège à valeur. L'entreprise est toujours en bonne voie de restituer 7,5 milliards de dollars de capital à ses actionnaires d'ici fin 2027. Cela représente environ 40 % de sa capitalisation boursière actuelle.

De plus, Global Payments et Worldpay ont également adopté les transactions en stablecoins. Il s'agit donc d'une opportunité plutôt que d'une menace.

Malgré la volatilité, notre position ne perd que 16 % environ. **Achetez Global Payments (NYSE : GPN) jusqu'à 100 dollars par action.**

« Les gardiens des marchés financiers »

Nous avons consacré une partie de notre portefeuille à des sociétés propriétaires de bourses et d'autres infrastructures financières. Nous les appelons les « *gardiens des marchés financiers* ».

Et comme le savent les abonnés de longue date, ils profitent des crises énergétiques et de l'instabilité géopolitique telles que celles que nous connaissons aujourd'hui.

Ces entreprises de renommée mondiale ont deux principales sources de revenus :

1. **Revenus transactionnels.** Une bourse perçoit des frais à chaque achat et vente d'actions, d'obligations, de contrats à terme ou d'autres instruments financiers. La volatilité des marchés engendre une augmentation du volume d'échanges, et donc des frais plus élevés.

2. Revenus récurrents. L'activité de négociation génère une grande quantité de données que les bourses peuvent vendre sous forme de flux de données. Les sociétés perçoivent également des frais annuels de cotation pour bénéficier d'une cotation principale. De nombreuses bourses perçoivent également des droits de licence grâce à leurs activités d'indices.

En 2022, nous avons recommandé le **London Stock Exchange Group (OTC : LSEGY)**, ou « *LSEG* », suite à son acquisition de la société de données et d'analyse Refinitiv.

LSEG possède la Bourse de Londres et les indices FTSE Russell, et gère la chambre de compensation LCH. Elle détient également une participation majoritaire dans la plateforme de négociation électronique de titres à revenu fixe Tradeweb Markets (TW), acquise lors du rachat de Refinitiv.

En 2025, LSEG a enregistré une augmentation d'environ 17 % en glissement annuel du volume moyen quotidien des transactions sur l'ensemble des classes d'actifs.

Pourtant, l'action de LSEG a fortement chuté ces derniers mois. Le marché craint que l'IA ne nuise à son activité de données. Ces craintes sont exagérées.

Comme l'a expliqué David Schwimmer, PDG de LSEG, la majeure partie des revenus de données de l'entreprise provient de flux de travail propriétaires, réglementés ou profondément intégrés.

L'IA ne peut pas recréer cela à elle seule. En réalité, les entreprises spécialisées en IA deviennent *des clientes* de LSEG.

En 2025, LSEG a conclu des partenariats liés à l'IA avec Anthropic, OpenAI, Databricks, Microsoft, Rogo et Snowflake (SNOW). Au cours du seul quatrième trimestre 2025, les entreprises ont signé des contrats à long terme d'une valeur de 1,9 milliard de livres sterling pour accéder aux données de LSEG.

La crainte liée à l'IA a fait chuter le ratio cours/bénéfice prévisionnel de LSEG à environ 18. C'est bien en dessous de la moyenne des 10 dernières années, qui se situe autour de 25. Et c'est beaucoup trop bon marché pour une entreprise de cette envergure mondiale qui a vu son bénéfice par action croître à un taux annualisé de près de 12 % au cours de la dernière décennie.

Nous relevons donc notre prix d'achat. **Achetez London Stock Exchange Group (OTC : LSEGY) jusqu'à 33 dollars par action.**

CBOE Global Markets (BATS : CBOE), une bourse d'options de premier plan, a profité de l'augmentation du nombre d'internautes négociant des options. CBOE détient également la propriété intellectuelle associée à l'indice de volatilité CBOE (ou « VIX »).

La valorisation de CBOE, bien que raisonnable compte tenu du marché actuel, reste nettement supérieure à sa moyenne quinquennale. Nous la classons donc dans la catégorie « à conserver » de notre portefeuille. Nous utiliserons un stop suiveur de 25 % pour protéger nos gains, et si vous avez déjà acheté des actions à un prix inférieur, vous pouvez les laisser fructifier. **Conservez CBOE Global Markets (BATS : CBOE).**

Intercontinental Exchange (NYSE : ICE), maison mère du New York Stock Exchange, se négocie avec un ratio cours/bénéfice prévisionnel d'environ 20. C'est un prix attractif pour une entreprise de cette qualité. Nous relevons notre objectif d'achat de 150 dollars à 170 dollars. **Achetez Intercontinental Exchange (NYSE : ICE) jusqu'à 170 dollars par action.**

Avec un PER d'environ 25, **CME Group (Nasdaq : CME)** est le plus cher de nos acteurs clés du marché. Mais sa valorisation élevée est justifiée. Le groupe contrôle les plateformes de négociation des contrats à terme sur le gaz naturel WTI et Henry Hub, ainsi que les marchés mondiaux les plus liquides pour les produits dérivés de l'or et de l'argent. Tous ces contrats ont connu une forte augmentation de leurs volumes ces derniers temps.

Nous avons quasiment doublé notre investissement depuis notre achat d'actions en 2023, et le cours actuel dépasse légèrement notre prix d'achat recommandé. **Achetez CME Group (Nasdaq : CM) jusqu'à 275 dollars.**

Mise à jour du reste du portefeuille

Nous nous séparons de six autres postes.

La semaine dernière, nous avons atteint notre seuil de perte pour le fabricant de logiciels **Adobe (Nasdaq : ADBE)**.

Le marché craint toujours que les clients d'Adobe ne se tournent vers des outils d'IA moins coûteux. Les investisseurs ont donc été surpris d'apprendre que Shantanu Narayen, PDG d'Adobe depuis 18 ans, quittait ses fonctions.

Les fondamentaux de l'entreprise restent également solides et ne montrent aucun signe que l'IA nuise à ses activités.

Le mois dernier, Adobe a annoncé un chiffre d'affaires trimestriel record de 6,4 milliards de dollars pour son dernier trimestre. La croissance du chiffre d'affaires s'élève à 11 % sur un an (à taux de change constant), et l'entreprise a dépassé les prévisions de chiffre d'affaires et de bénéfices pour ce trimestre.

L'utilisation des crédits liés à l'IA générative a progressé de plus de 45 % par rapport au trimestre précédent. Le chiffre d'affaires annuel récurrent (ARR) d'Adobe, axé sur l'IA, a triplé au premier trimestre, contribuant à plus d'un tiers du nouvel ARR.

Et même si Narayen est un dirigeant très respecté, Adobe devrait bénéficier d'un nouveau PDG apportant un regard neuf.

Nous restons convaincus qu'Adobe s'imposera comme leader en IA... Et c'est une affaire incroyable aux prix actuels. Mais nous devons respecter nos engagements.

Nous avons liquidé notre position le 25 mars. En utilisant le cours de clôture du jour ouvrable suivant, nous avons enregistré une perte de 30 %.

Si vous ne l'avez pas déjà fait...

MESURE À PRENDRE

Vendez Adobe (Nasdaq : ADBE).

Nous serons à l'affût d'une opportunité future pour racheter des actions Adobe une fois que le cours aura atteint son point le plus bas.

Nous passons également à autre chose après avoir découvert pour vous une action que nous sommes fiers de vous présenter... **Novo Nordisk (NYSE : NVO)**.

Nous avons été parmi les premiers à succomber à la mode des médicaments pour maigrir...

Nous avons recommandé Novo Nordisk en 2019 suite à un voyage à Copenhague, au Danemark, où nous avons rencontré ses dirigeants. L'entreprise commercialisait alors un nouveau médicament GLP-1 à base de sémaglutide, appelé Ozempic, destiné au traitement du diabète de type 2.

À l'époque, le Wegovy – un médicament destiné à traiter l'obésité avec le même composé de sémaglutide – n'était pas encore approuvé et n'avait même pas de nom de marque.

Aujourd'hui, tout le monde connaît Ozempic. Même des personnes non diabétiques ont commencé à le prendre pour perdre du poids. Wegovy est également devenu un médicament à succès. En 2025, les ventes d'Ozempic et de Wegovy s'élevaient respectivement à 19 milliards et 12 milliards de dollars.

La recommandation concernant Novo Nordisk a été un succès retentissant... pendant un temps. À un moment donné en 2024, notre position sur Novo Nordisk avait progressé de plus de 400 %.

Malheureusement, nous avons subi la chute du cours de l'action Novo Nordisk, la concurrence d'Eli Lilly (LLY) s'étant intensifiée. Nous restions optimistes quant à la poursuite du développement de nouveaux médicaments par Novo. Mais d'autres investisseurs se sont concentrés sur les menaces. Notre performance actuelle n'est plus que d'environ 32 %.

Novo Nordisk demeure une entreprise de premier plan et pionnière. Nous sommes fiers de notre recommandation et d'avoir présenté cette idée à nos abonnés avant même que le potentiel considérable des médicaments GLP-1 ne soit largement évoqué. Mais cette idée est désormais bien connue et la concurrence s'est intensifiée. Nous passons donc à autre chose.

MESURE À PRENDRE

Vendez Novo Nordisk (NYSE : NVO).

Notre investissement dans le fabricant de meubles de luxe **Arhaus (Nasdaq : ARHS)** n'a pas été fructueux. Depuis notre recommandation en mai 2023, nous accusons une perte d'environ 11 %, dividendes inclus.

Le fondement de notre thèse reste intact... les ménages les plus aisés continuent de dépenser, tandis que les personnes à faibles revenus dépensent moins.

Cependant, d'autres indicateurs que nous souhaitions suivre avec Arhaus n'ont pas évolué comme prévu. Nous espérions que les ventes en ligne atteindraient 30 % du chiffre d'affaires total d'ici 2028. Or, elles se situent toujours autour de 17 %.

Nous nous attendions à ce que la marge d'EBITDA de l'entreprise passe de 15 % à 25 % sur la même période, mais elle stagne autour de 15 % et devrait se contracter aux alentours de 10 % cette année. Nous avons fait preuve de patience avec Arhaus, mais il est temps de passer à autre chose.

MESURE À PRENDRE

Vendez Arhaus (Nasdaq : ARHS).

Depuis que nous avons recommandé le fabricant de chaussures décontractées **Crocs (Nasdaq : CROX)** en 2023, l'entreprise a racheté une part importante de ses actions et réduit son endettement, comme nous l'avions prévu. Cependant, la marque Hey Dude, acquise par Crocs en 2022, continue de rencontrer des difficultés.

Le chiffre d'affaires global de l'entreprise a diminué de 1,7 % en 2025 (à taux de change constant). Une croissance significative ne devrait pas reprendre avant 2027. Par ailleurs, la chaîne d'approvisionnement asiatique de Crocs est confrontée à des incertitudes liées aux droits de douane.

Malgré tous ces éléments négatifs, l'action Crocs reste exceptionnellement bon marché. Son rendement en flux de trésorerie disponible dépasse les 15 %. Mais elle ne le serait plus même si notre analyse s'était avérée juste. Nous subissons donc une perte d'environ 1 %.

MESURE À PRENDRE

Vendez Crocs (Nasdaq : CROX).

L'action de Zoom Communications (Nasdaq : ZM), société spécialisée dans la visioconférence, reste bon marché. Cependant, ses fondamentaux sont devenus décevants.

Fin janvier, l'action Zoom a atteint son plus haut niveau des 52 dernières semaines, à environ 96 dollars, portée par l'enthousiasme suscité par sa participation dans Anthropic, développeur du modèle d'IA Claude. Le fonds d'investissement de Zoom représente une valeur totale d'environ 1,6 milliard de dollars, et Anthropic en est l'investissement le plus important.

Cependant, l'action a chuté de près de 12 % après la publication des résultats de Zoom en février. Son chiffre d'affaires n'a progressé que de 4,4 % l'an dernier, et la société n'a pas atteint les objectifs de bénéfices du quatrième trimestre. Ses prévisions pour cette année n'offrent guère d'espoir de reprise de la croissance. Le bénéfice ajusté devrait reculer par rapport à l'année précédente.

Zoom reste leader sur son marché principal, la visioconférence. Cependant, l'entreprise fait face à une concurrence de plus en plus féroce sur le marché plus vaste des communications unifiées et peine à progresser malgré ses fonctionnalités et produits basés sur l'IA. Elle se situe dans la seconde moitié du classement de la durabilité de l'IA pour les entreprises de logiciels, que nous avons présenté dans notre numéro précédent.

Notre position est en hausse d'environ 38 % et nous encaissons nos bénéfices.

MESURE À PRENDRE

Vendez Zoom Communications (Nasdaq : ZM).

Notre ami Boaz Weinstein et son fonds spéculatif Saba Capital Management continuent de mener le bon combat contre les gestionnaires de nombreux fonds fermés (« CEF ») mal gérés.

La stratégie de Saba a consisté à accumuler des positions dans des CEF négociés avec une forte décote par rapport à leur valeur liquidative (« VL »), et à faire pression sur les conseils d'administration pour combler l'écart par le biais d'offres publiques d'achat, de conversions en structures ouvertes ou de liquidations pures et simples.

En 2023, nous avons recommandé quatre CEF qui figuraient parmi les cibles de Saba.

L'activisme de Saba a donné des résultats mitigés. La société a toutefois remporté une victoire début 2025, lorsque BlackRock (BLK) a conclu un accord avec Saba et accepté de lancer des offres publiques d'achat sur deux fonds. Parmi ceux-ci figurait le **BlackRock Health Sciences Term Trust (NYSE : BMEZ)**, un fonds que nous recommandons.

Depuis, la décote de BMEZ par rapport à sa valeur liquidative s'est creusée à nouveau pour atteindre environ 12 %. Le **Nuveen California Quality Municipal Income Fund (NYSE : NAC)** est le seul fonds fermé que nous avons recommandé qui se négocie actuellement avec une prime par rapport à sa valeur liquidative.

Néanmoins, nous affichons un gain d'environ 28 % sur la position combinée, grâce notamment aux dividendes importants versés par ces fonds.

Nous souhaitons bonne chance à Saba dans sa croisade. Mais son développement est trop lent à notre goût. Nous allons donc liquider ces positions afin de libérer de la place dans notre portefeuille.

MESURES À PRENDRE

Vendez BlackRock Health Sciences Term Trust (NYSE : BMEZ).

Vendez Nuveen California Quality Municipal Income Fund (NYSE : NAC).

Vendez NYLI CBRE Global Infrastructure Megatrends Term Fund (NYSE : MEGI).

Vendez Neuberger Next Generation Connectivity Fund (NYSE : NBXG).

Pour résumer... nous enregistrons des bénéfices sur sept positions, avec des gains allant de 20 % à 329 % dans Travelers, Comfort Systems, RenaissanceRe, Novo Nordisk, Freehold Royalties, Zoom Communications et nos positions combinées en CEF.

Nous réduisons également les pertes sur quatre autres titres, avec des baisses allant de 34 % à 1 % pour Crocs, Air Products and Chemicals, Arhaus et Adobe.

Ces modifications portent notre portefeuille modèle à 34 positions à forte conviction. Ces choix représentent une variété de secteurs et sont bien diversifiés.

Nous conservons une exposition au secteur de l'énergie et des couvertures contre les crises, au cas où la pénurie énergétique s'aggraverait. Nos autres positions bénéficient d'avantages concurrentiels et de facteurs favorables qui devraient leur permettre de traverser les turbulences conjoncturelles à court terme de l'économie mondiale et de générer des performances supérieures à celles du marché à long terme.

Nous reviendrons le mois prochain avec une nouvelle recommandation.

Bon investissement,

Whitney Tilson

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

Actions Gagnantes - Avril 2026 - Rééquilibrage de notre portefeuille après une année volatile

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