Bull Run

Bull Run

Version 0.1.0

Everest Group, Ltd. (EG)

Rapport d'investissement · Date du rapport : 2025-12-31

Généré le 2026-08-06 14:54

1. Fiche d'identité

Nom	Everest Group, Ltd.
Secteur	Financial Services
Industrie	Insurance - Reinsurance
Bourse	NYSE
Pays de cotation	Bermuda

Référence

1.1 1.2

1.1 Modèle d'affaires

Everest Group, Ltd. est un groupe d’assurance et de réassurance qui opère à l’échelle mondiale via deux segments, Insurance et Reinsurance. Il conçoit et souscrit des couvertures dommages et responsabilité, en réassurance comme en assurance directe, principalement par l’intermédiaire de courtiers et de programmes, et génère ses revenus à partir des primes versées dans le cadre de traités de réassurance et de contrats d’assurance sur de multiples branches pour des cédantes et des courtiers dans de nombreux pays.

Référence

1.1.1 1.1.2

1.2 Données de marché

Prix actuel	370.38 USD
Capitalisation boursière	14.2 G USD

Référence

1.2.1

2. Diagnostic du Moat

2.1 Résumé du moat

Everest Group dispose d'un avantage concurrentiel réel mais limité, soutenu par sa position de top-10 mondial en réassurance IARD, la solidité de son bilan et de ses notations financières, ainsi qu'un réseau étendu de relations avec courtiers et cédantes. Ses rendements à travers le cycle, avec un retour sur fonds propres en haut de fourchette à un chiffre, un retour sur capital investi autour de 7–8 % et des ratios combinés de groupe en zone médiane des 90 %, montrent une capacité à générer des profits ajustés du risque acceptables mais pas systématiquement supérieurs à ceux des meilleurs acteurs mondiaux. Les années de sous-performance comme 2017–2018 et 2022, ainsi que les renforcements de réserves significatifs en 2024–2025, soulignent la vulnérabilité de l'activité aux cycles de catastrophes et aux risques de réserves en responsabilité civile américaine. L'ensemble justifie un moat jugé modéré, avec une durabilité probable sur un horizon de 3 à 7 ans, sous réserve du maintien de la discipline en capital et du sérieux de la souscription.

Référence

2.1.1 **2.1.2** **2.1.3** **2.1.4** **2.1.5** **2.1.6**

2.2 Type de moat identifié

Le premier pilier de l'avantage concurrentiel d'Everest réside dans sa taille et sa position de marché en réassurance dommages, avec un statut de top-10 global et un rang de numéro 4 par les primes de réassurance. Cette envergure lui permet de participer de façon significative aux grands programmes mondiaux, de diversifier les risques par branches et zones géographiques et de diluer des coûts fixes élevés de modélisation, de systèmes et de conformité que des concurrents plus petits auraient du mal à supporter.

Le deuxième pilier est la solidité financière, appuyée par des notations élevées, qui constitue une barrière à l'entrée essentielle pour traiter les grands contrats de réassurance et les affaires spécialisées. Les notations A+ (Superior) d'AM Best et A+ de S&P, ainsi que A1 de Moody's, s'ajoutent à un niveau de capitaux propres de 15,5 milliards de dollars à fin 2025, 62,5 milliards de dollars d'actifs totaux, un ratio dette-sur-capital d'environ 14 %, un endettement mesuré (dette-sur-capitaux propres autour de 0,23x, dette-sur-actifs autour de 5–6 %), une couverture des intérêts proche de 14x et environ 45 milliards de dollars de trésorerie et placements de court terme. Cet ensemble renforce la confiance des cédantes, des courtiers et des grandes entreprises.

Un troisième pilier repose sur un large réseau de distribution mondial, combinant courtiers globaux et relations directes avec les cédantes, ainsi qu'une présence dans plus de 100 pays via les principaux hubs de réassurance. Cette implantation et la croissance pluriannuelle des primes en réassurance et en assurance spécialisée suggèrent une place importante dans les portefeuilles des grands courtiers et clients.

Enfin, Everest bénéficie d'une base de données et d'une expertise de souscription développées depuis 1973 sur des risques IARD et de spécialité complexes, notamment en réassurance dommages, hypothécaire et certaines lignes spécialisées. Des ratios combinés de réassurance dans le bas de la fourchette des 90 % (environ 91–92 % en 2024–2025) et un ratio combiné de 89,6 % en 2024 dans les classements sectoriels témoignent d'une rentabilité technique de base satisfaisante, avant l'impact des catastrophes majeures et des ajustements de réserves.

Les avantages liés à la taille et à la solidité financière sont bien étayés par des données objectives et clairement présents. Ceux qui tiennent au réseau et à l'expertise de souscription paraissent plausibles mais sont moins solidement démontrés face aux meilleurs concurrents mondiaux, faute de données fines sur la fidélité et la part de portefeuille des clients, ou sur les performances détaillées par ligne. Il n'apparaît pas de moat spécifique de coûts de production, de réglementation ou de marque au-delà de ce qui caractérise un grand réassureur bien noté.

Référence

2.2.1 **2.2.2** **2.2.3** **2.2.4** **2.2.5** **2.2.6** **2.2.7** **2.2.8** **2.2.9** **2.2.10** **2.2.11** **2.2.12**

2.3 Preuves concrètes du moat

La taille et la position de marché en réassurance IARD se traduisent concrètement par un portefeuille de 17,7 milliards de dollars de primes brutes émises en 2025, dont 72 % en réassurance, et une activité dans plus de 100 pays. Les données de S&P et d'AM Best confirment la place d'Everest parmi les dix premiers groupes de réassurance IARD mondiaux, tandis que des classements indépendants le situent au 4e rang par les primes de réassurance non-IFRS, à environ 12,9 milliards de dollars, avec un ratio combiné de 89,6 % en 2024. Les comptes sur 2016–2025 montrent un doublement approximatif des primes et une progression des capitaux propres d'environ 8,1 milliards de dollars à 15,5 milliards de dollars, avec des ratios combinés de groupe en zone médiane des 90 % sur le cycle. Ce profil renforce la capacité à offrir une large gamme de solutions, à absorber des chocs et à concurrencer favorablement les acteurs de plus petite taille, même si les géants mondiaux conservent une envergure supérieure.

La solidité financière et les notations se retrouvent dans une structure de bilan robuste, avec des capitaux propres de 15,5 milliards de dollars et 62,5 milliards de dollars d'actifs totaux à fin 2025, un ratio dette-sur-capital d'environ 14 %, une dette représentant 5–6 % des actifs et une couverture des intérêts proche de 14x. Un niveau de trésorerie et de placements de court terme d'environ 45 milliards de dollars renforce cette capacité d'absorption des pertes. Dans un secteur où de nombreux acheteurs exigent des notations minimales et où les courtiers privilégient les contreparties les mieux notées, ces caractéristiques constituent un avantage réel, même si des acteurs comme Munich Re ou Swiss Re affichent des profils de capital et de diversification encore plus puissants.

Le réseau et la distribution s'appuient sur un modèle où la réassurance est placée à la fois via des courtiers globaux et directement auprès de cédantes, tandis que l'assurance directe passe principalement par des courtiers, des canaux de surplus lines et des agents généraux en Amérique du Nord, en Europe et en Asie-Pacifique. Une présence dans plus de 100 pays et dans les principaux hubs (Bermudes, marchés de type Lloyd's, États-Unis, Union européenne, Asie) illustre un maillage large, et la croissance des primes sur plusieurs années laisse penser qu'Everest est un marché significatif pour les grands courtiers. Toutefois, l'absence de données chiffrées sur la fidélité des cédantes, la part de portefeuille par client ou le rang précis dans les panels de courtiers empêche de prouver que ce réseau constitue un avantage réellement différenciant, plutôt qu'un standard pour un grand réassureur.

L'expertise de souscription et la base de données se matérialisent par une longue histoire opérationnelle depuis 1973, une focalisation affichée sur les risques complexes et des investissements revendiqués dans les talents et la technologie. Les commentaires de gestion soulignent des performances solides en réassurance, avec des ratios combinés dans le bas des 90 % (environ 91–92 % en 2024–2025) et des ratios combinés attritionnels dans le haut des 80 % ou bas des 90 %, signes d'une rentabilité technique positive avant catastrophes et ajustements de réserves. Les tableaux sectoriels indiquent que le ratio combiné de réassurance de 89,6 % en 2024 se compare favorablement à celui de plusieurs grands pairs, et que sur le cycle, des ratios combinés de groupe en zone médiane des 90 % et un retour sur fonds propres en haut de fourchette à un chiffre permettent de dégager des rendements adéquats sur le float. Dans le même temps, des années difficiles comme 2017–2018, 2020 et 2022, ainsi que des renforcements de réserves significatifs en 2024–2025 et la mise en place d'une couverture de développement défavorable pour les affaires de responsabilité nord-américaine, rappellent que cet avantage technique n'est pas écrasant et que l'entreprise partage avec ses pairs une exposition marquée aux cycles de catastrophes et aux risques de réserves.

Pris ensemble, ces éléments montrent que les atouts les plus probants résident dans la taille et la solidité financière, clairement établies par des données externes et internes. Les avantages liés au réseau et à l'expertise de souscription apparaissent crédibles et soutenus par certaines performances, mais restent plus

difficiles à quantifier ou à distinguer nettement de ceux des leaders mondiaux, ce qui limite la profondeur du moat.

Référence

2.3.1 **2.3.2** **2.3.3** **2.3.4** **2.3.5** **2.3.6** **2.3.7** **2.3.8** **2.3.9** **2.3.10** **2.3.11**

2.4 Durabilité du moat

La pérennité de l'avantage concurrentiel d'Everest s'inscrit plutôt dans un horizon de moyen terme que dans une projection de plusieurs décennies. Une fois intégrée dans le club des dix premiers réassureurs mondiaux, une franchise bénéficie d'une inertie importante, car la déloger exige des volumes de capital considérables et de longues années de construction de relations commerciales. Avec 17,7 milliards de dollars de primes brutes émises en 2025, une forte composante de réassurance et une diversification en assurance spécialisée, Everest devrait rester un acteur incontournable pour les grands courtiers et cédantes, tant que la solidité du bilan et la prudence de souscription sont préservées.

Les notations financières A+ et la structure de capital robuste semblent elles aussi durables, comme l'a montré la capacité du groupe à absorber des chocs en 2017–2018 et 2022, puis à engager en 2024–2025 des renforcements de réserves importants tout en conservant ses notes élevées. Néanmoins, une répétition de charges de réserves massives ou une sous-tarification persistante des catastrophes pourrait finir par fragiliser les notations. Les choix récents, comme la couverture de développement défavorable et la sortie de lignes de responsabilité américaines problématiques, indiquent que la direction cherche à protéger cet avantage en privilégiant la résilience de long terme au détriment d'une partie des profits à court terme.

Les bénéfices liés au réseau et à la distribution devraient se maintenir, mais ils restent contestables. Les relations avec les courtiers et les cédantes sont généralement stables, en particulier sur les traités de long terme, mais les affaires sont régulièrement remises en concurrence et très sensibles aux conditions tarifaires. Le développement de la technologie, de l'analytique de données et de formes alternatives de capital (obligations catastrophes, véhicules adossés aux marchés de capitaux, plateformes de managing general agents) peut réduire le rôle d'intermédiation des réassureurs traditionnels. Dans cet environnement, la plateforme globale d'Everest restera probablement compétitive, sans garantie de surperformance durable face à des groupes comme Munich Re, Swiss Re, Arch ou RenaissanceRe qui investissent massivement dans les mêmes domaines.

L'avantage en matière d'expertise de souscription apparaît comme le plus mouvant. Everest a démontré sa capacité à délivrer d'excellents exercices (par exemple 2016, 2019, 2021, 2023) et à corriger sa trajectoire via des renforcements de réserves et des retraits de segments moins rentables. Mais l'exposition à la responsabilité civile américaine et aux lignes catastrophes le laisse vulnérable à la hausse structurelle des sinistres, à la « social inflation » et aux tendances climatiques, tandis que le retour sur fonds propres et le retour sur capital investi, respectivement en haut de fourchette à un chiffre et autour de 7–8 %, restent davantage le signe d'une rentabilité acceptable que d'une franchise exceptionnellement rentable.

En résumé, l'avantage concurrentiel actuel d'Everest est mieux décrit comme modéré et de durée moyenne: il a de bonnes chances de perdurer dans sa forme actuelle sur les 3 à 7 prochaines années, mais il pourrait se renforcer ou s'éroder selon la qualité de la sélection des risques, la discipline de capital et l'évolution des conditions de marché.

Référence

2.4.1 **2.4.2** **2.4.3** **2.4.4** **2.4.5** **2.4.6** **2.4.7** **2.4.8** **2.4.9** **2.4.10** **2.4.11** **2.4.12**

2.5 Menaces au moat

Plusieurs facteurs structurels et concurrentiels menacent l'avantage compétitif d'Everest.

Le premier tient au risque de catastrophes naturelles et à la dynamique climatique. En tant que réassureur de premier plan sur les risques catastrophes et de spécialité, Everest reste fortement exposé à l'augmentation potentielle de la fréquence et de la sévérité des événements naturels. Si l'évolution des sinistres dépasse les progrès de tarification et de modélisation, les ratios combinés pourraient se maintenir au-delà de 100 % sur plusieurs années, avec à la clé une érosion des résultats, du capital et possiblement des notations.

Le deuxième risque majeur concerne la responsabilité civile américaine et la « social inflation », c'est-à-dire la tendance à la hausse des montants d'indemnisation. Les renforcements de réserves en 2024–2025 et la mise en place d'une couverture de développement défavorable pour les portefeuilles de responsabilité nord-américaine montrent à quel point une sous-estimation de l'inflation des coûts de sinistres peut consommer rapidement le capital et contraindre l'assureur à se retirer de segments clés.

Un troisième ensemble de menaces vient des cycles concurrentiels de tarification et du capital alternatif. Le marché de la réassurance reste fortement cyclique: les conditions favorables de 2023–2024 ont soutenu de bons résultats, mais l'afflux de capital via des solutions comme les obligations catastrophes, la réassurance collatéralisée ou de nouveaux entrants peut, à terme, peser sur les taux et les marges. Les analyses de S&P et les propres communications d'Everest signalent que les insurtechs et les structures adossées aux marchés de capitaux accroissent la capacité disponible, ce qui pourrait comprimer les marges et la part de marché sur les lignes les plus standardisées.

La compétition sur le terrain de la technologie et des données constitue une autre menace. Les facteurs de risque identifiés par Everest soulignent le danger qu'une adoption plus rapide par certains concurrents de solutions d'analytique avancée, d'automatisation de la souscription ou de gestion de sinistres permette de capter les meilleurs risques. Un retard sur ces dimensions pourrait affaiblir l'avantage relatif d'Everest en matière de souscription.

Les chocs réglementaires et de méthodologie des agences de notation représentent également un risque. Des évolutions des cadres de solvabilité, des charges en capital pour les risques catastrophes ou les passifs de long terme, ou des changements de modèles chez les agences peuvent imposer davantage de capital ou forcer un rééquilibrage du portefeuille vers des lignes moins rémunératrices. Une dégradation de la note en-dessous d'A+ affaiblirait sensiblement la position d'Everest auprès des courtiers et des cédantes.

À cela s'ajoutent les risques de concentration et de réputation. Des pertes majeures ou des litiges importants sur certains segments (par exemple en responsabilité civile américaine, dans des niches de loisirs ou à la suite d'événements catastrophes spécifiques) peuvent nuire à l'image d'Everest. Dans un secteur où la confiance est centrale, cet impact réputationnel pourrait se traduire par des pertes d'affaires et une baisse du pouvoir de négociation.

Enfin, les opérations de fusions-acquisitions et la réorganisation de portefeuilles comportent un risque d'exécution. Les documents de risque d'Everest mentionnent que des acquisitions mal intégrées ou des opérations comme la cession de droits de renouvellement à AIG et la gestion de portefeuilles en run-off peuvent ne pas produire les bénéfices attendus ou introduire de nouvelles sources de risque. Une exécution défaillante pourrait détourner l'attention du management et diluer le moat existant.

Référence

2.5.1 **2.5.2** **2.5.3** **2.5.4** **2.5.5** **2.5.6** **2.5.7** **2.5.8**

2.6 Comparaison avec les concurrents

Par rapport aux géants mondiaux comme Munich Re, Swiss Re ou Hannover Re, Everest affiche une taille plus modeste mais suffisamment importante pour rester un réassureur global de premier plan. Les classements d'AM Best et les données sectorielles le positionnent au 4e rang par les primes de réassurance non-IFRS, à environ 12,9 milliards de dollars, avec un ratio combiné de 89,6 % en 2024, tandis que Swiss Re se situe autour de 36,2 milliards de dollars de primes avec un ratio combiné proche de 90 % et Munich Re à 32,6 milliards de dollars avec un ratio combiné de 77,3 %. Ces deux derniers bénéficient d'une diversification plus étendue, incluant la vie, la santé et davantage d'assurance directe, ainsi que de réseaux encore plus profonds. Les performances de souscription d'Everest ont parfois égalé ou surpassé celles de ces groupes sur certaines années, comme en 2016 ou 2023, mais sur la durée, ses ratios combinés et son retour sur fonds propres apparaissent proches, sans avantage net stable. Le moat d'Everest est donc solide, mais moins large et moins diversifié que celui des tout premiers acteurs.

Face aux pairs bermudiens et spécialisés comme Arch Capital et RenaissanceRe, Everest se distingue par une base de primes plus large et un mix plus équilibré entre assurance et réassurance, ce qui lui apporte une diversification supplémentaire. Cependant, les données sectorielles montrent Arch et RenaissanceRe avec des ratios combinés non-vie dans le bas des 80 % à mi-80 % en 2024 (83,3 % et 83,9 % respectivement), contre 89,6 % pour Everest, et des retours sur fonds propres en milieu de tranche à deux chiffres dans le contexte de marché porteur récent. Ces éléments suggèrent que, dans leurs niches choisies, Arch et RenaissanceRe bénéficient d'un moat de souscription plus fort, tandis qu'Everest s'appuie sur un avantage plus large mais moins profond.

Comparé aux réassureurs plus petits ou focalisés sur certaines régions, Everest profite clairement de son rang de top-10, de ses notations A+ et de la diversification de son portefeuille. Ces atouts facilitent l'accès aux grands programmes globaux, l'attraction des talents et la capacité d'absorber les chocs, alors que les acteurs de taille plus réduite subissent en général une volatilité accrue, un accès plus limité aux grands traités et parfois un coût du capital plus élevé. Dans cette optique, le moat d'Everest apparaît robuste vis-à-vis des concurrents sous-critiques, même s'il reste « milieu de peloton » parmi les chefs de file de la réassurance mondiale.

Référence

2.6.1 **2.6.2** **2.6.3** **2.6.4** **2.6.5** **2.6.6** **2.6.7** **2.6.8** **2.6.9** **2.6.10** **2.6.11**

2.7 Verdict 3.0/5

Everest Group présente un moat solide mais loin d'être imprenable, reposant sur sa position de top-10 mondial en réassurance IARD, la qualité de ses notations et de sa structure de capital, un réseau global diversifié et une expertise de souscription avérée dans certaines niches. Des indicateurs comme un retour sur fonds propres en haut de fourchette à un chiffre, un retour sur capital investi autour de 7–8 % après 2023, et des ratios combinés de groupe en zone médiane des 90 % sur le cycle (avec des années de catastrophes approchant 100 %) confirment une capacité à générer des rendements ajustés du risque convenables, sans toutefois égaler de façon durable l'économie des leaders comme Munich Re, Swiss Re ou Arch. Le rang de top-10, la 4e place par les primes de réassurance non-IFRS, les notations A+ et les ratios combinés de réassurance dans le bas des 90 % (environ 91–92 % en 2024–2025) attestent de la compétitivité du groupe. Mais la volatilité des résultats en 2017–2018, 2020 et 2022, ainsi que les renforcements de réserves de grande ampleur en 2024–2025 (avec un ratio combiné de groupe au-dessus de 100 en 2024 et de 98,6 % en 2025), montrent que ces atouts ne suffisent pas à le protéger des cycles de catastrophes et des risques de réserves en responsabilité américaine. En comparaison des meilleurs pairs, le moat d'Everest reste plus étroit et plus exposé aux chocs, ce qui justifie une note intermédiaire.

Force du moat	modéré
Durabilité estimée	moyen terme (3–7 ans)

L'évaluation du moat d'Everest à un niveau modéré repose avant tout sur la combinaison de sa taille, de ses notations financières et de sa place établie dans la réassurance dommages mondiale. Le statut de top-10, la 4e place par les primes de réassurance non-IFRS et des notations A+ chez AM Best et S&P, complétées par A1 chez Moody's, traduisent un accès privilégié aux grands programmes et une capacité à absorber des chocs importants. Sur le plan économique, un retour sur fonds propres en haut de fourchette à un chiffre, un retour sur capital investi d'environ 7–8 % depuis 2023, et des ratios combinés de groupe en zone médiane des 90 % à travers le cycle (avec des années de catastrophes avoisinant 100 %) montrent une rentabilité ajustée du risque satisfaisante. Cependant, ces chiffres restent en-deçà de ce que dégagent de façon plus régulière certains leaders comme Munich Re, Swiss Re ou Arch, et ne suffisent pas à démontrer une supériorité durable. Les difficultés rencontrées en 2017–2018, 2020 et 2022, ainsi que les importants renforcements de réserves en 2024–2025 — avec un ratio combiné de groupe dépassant 100 en 2024 puis 98,6 % en 2025 — illustrent un profil plus sensible aux cycles de catastrophes et aux risques de réserves en responsabilité nord-américaine. Cette volatilité constitue la principale limite à un jugement de moat élevé. En synthèse, le point fort le mieux établi est la combinaison de la taille et de la solidité financière, tandis que la plus grande incertitude pèse sur la stabilité des résultats techniques et des réserves dans un environnement marqué par la « social inflation » et les pressions climatiques.

Référence

2.7.1 2.7.2 2.7.3 2.7.4 2.7.5 2.7.6 2.7.7 2.7.8 2.7.9 2.7.10 2.7.11 2.7.12 2.7.13 2.7.14 2.7.15 2.7.16 2.7.17

3. Anomalies détectées

3.1 Résumé des anomalies détectées

Les signaux d'anomalie se concentrent sur trois zones bien documentées: un important renforcement des provisions en assurance dommages longues, une forte volatilité de la rentabilité et un repositionnement stratégique marqué du portefeuille. Les états financiers 2024–2025 font apparaître plus de 2,1 Md$ de développement défavorable des sinistres antérieurs (1,5 Md$ en 2024 puis 657 M$ en 2025) et la mise en place d'une couverture de développement adverse (ADC) de 1,2 Md$ sur les années 2024 et antérieures pour les passifs nord-américains. Ces mesures traduisent un sous-provisionnement antérieur sur les lignes à longue traîne, même si les actions récentes visent à assainir plutôt qu'à gonfler artificiellement le résultat.

Parallèlement, la marge nette est passée de 17,4 % en 2023 à 8,0 % en 2024 puis 9,2 % en 2025, sous l'effet des charges de réserve et des coûts liés à l'ADC et au recentrage stratégique. La cession des droits de renouvellement d'un portefeuille d'assurance commerciale de détail d'environ 2 Md$ de primes brutes à AIG et la création d'un segment « Other » en run-off marquent une rupture par rapport à la trajectoire passée. En revanche, la structure d'endettement demeure prudente, la liquidité solide, et aucun problème significatif n'apparaît sur le goodwill, les créances ou les actifs de réassurance. La rémunération repose fortement sur un retour sur capitaux propres ajusté et des jugements qualitatifs pendant une année de nettoyage des réserves, ce qui atténue légèrement l'alignement avec le résultat comptable, mais dans un cadre de gouvernance jugé robuste. L'ensemble conduit à un risque d'anomalies qualifié de modéré, centré sur la qualité des réserves et l'exécution du repositionnement stratégique.

Référence

3.1.1 **3.1.2** **3.1.3** **3.1.4** **3.1.5** **3.1.6** **3.1.7** **3.1.8** **3.1.9** **3.1.10** **3.1.11**

3.2 Anomalies comptables

Les provisions et autres comptes de régularisation constituent le principal foyer d'anomalies. Le commentaire de gestion indique que le résultat net 2025 de 1,6 Md$ « inclut un développement défavorable des sinistres antérieurs de 657 M$ », tout en rappelant que le résultat net 2024 de 1,4 Md$ intégrait 1,5 Md$ de développement défavorable. La direction présente ces montants comme un renforcement significatif des réserves en assurance responsabilité civile américaine et une réponse à l'inflation sociale, assortie d'actions de souscription plus prudentes et de la souscription d'une couverture de développement adverse sur les années 2024 et antérieures pour les passifs nord-américains dans les segments Insurance et Other.

Ce schéma sur deux ans, dépassant 2,1 Md$ de développement défavorable cumulé, signale un sous-provisionnement antérieur sur des lignes à longue traîne, ce qui constitue un signal comptable modérément préoccupant, même si les décisions récentes viennent réduire plutôt qu'augmenter artificiellement les bénéfices. Les données de flux de trésorerie montrent cependant un flux de trésorerie d'exploitation de 3,402 Md$ en 2025, largement supérieur au résultat net de 1,591 Md$, soit un ratio flux d'exploitation/résultat net d'environ 2,14x. Ce niveau de conversion indique que les bénéfices restent bien adossés à la trésorerie malgré la volatilité des réserves.

Les bilans ne font par ailleurs apparaître aucun goodwill et seulement une hausse modérée des autres actifs incorporels, de 0,96 Md$ en 2022 à 1,55 Md$ en 2025, sans mention de dépréciation ni de signaux narratifs inquiétants. En l'absence d'inventaires, l'attention se porte sur les créances, passées de 6,54 Md$ en 2022 à 12,19 Md$ en 2025 à mesure que le volume de primes augmentait. Le délai moyen de recouvrement avoisine 257 jours en 2025, un niveau cohérent avec un portefeuille plus important et plus long en durée, sans indiquer d'anomalie manifeste.

Les recherches ciblées dans les notes n'ont pas révélé de problèmes liés au risque de crédit des réassureurs ni de provisions inhabituelles, et aucune pratique agressive en matière de reconnaissance de revenus ou de radiations ne ressort. Le cœur de l'anomalie comptable reste donc la taille du renforcement des réserves en responsabilité civile et du développement défavorable, atténuée par une forte génération de trésorerie et par l'ADC qui transfère une partie du risque de queue. L'enjeu se situe au niveau d'une vigilance accrue sur la qualité des réserves, plutôt que d'un échec comptable majeur.

Référence

3.2.1 **3.2.2** **3.2.3** **3.2.4** **3.2.5** **3.2.6** **3.2.7** **3.2.8** **3.2.9** **3.2.10** **3.2.11**

3.3 Anomalies dans la dette et la liquidité

La structure d'endettement et la liquidité ne présentent pas d'anomalies et apparaissent prudentes pour un réassureur. En 2025, la dette totale atteint 3,589 Md$ pour 15,46 Md$ de capitaux propres et 62,51 Md$ d'actifs, soit un ratio dette/capitaux propres d'environ 0,23x et un ratio de dette d'environ 5,7 %, des niveaux faibles à modérés pour le secteur. L'endettement est essentiellement de long terme, sans dette court terme en 2025, et son volume est resté stable sur 2023–2025. La charge d'intérêts de 139 M$ en 2025, comparée à un résultat opérationnel de 1,954 Md$, se traduit par une couverture des intérêts d'environ 14x, laissant une marge confortable face à une éventuelle baisse des bénéfices.

Les ratios de liquidité courante et immédiate se situent autour de 0,76x en 2025, un niveau qui paraîtrait faible pour une entreprise industrielle mais qui est habituel pour un assureur dont les principales dettes sont des provisions techniques et des primes non acquises plutôt que des dettes bancaires ou fournisseurs. L'entreprise détient 19,51 Md$ de trésorerie et d'investissements court terme et 44,11 Md$ d'investissements au total, ce qui représente un volant de liquidité important. Le flux de trésorerie d'exploitation de 3,402 Md$ en 2025 dépasse le résultat net de 1,591 Md$, avec un multiple d'environ 2,14, et la quasi-absence de dépenses d'investissement fait que le flux de trésorerie disponible est proche du flux d'exploitation. Des schémas similaires en 2023–2024 ne signalent aucune tension cachée de liquidité.

Les rapports indiquent que l'ADC est traitée comme un contrat de réassurance transférant le risque de développement défavorable des réserves, sans mise en évidence d'obligations de type dette hors bilan. Les contrôles internes sur l'information financière sont jugés efficaces, sans faiblesse significative, et l'auditeur externe délivre une opinion sans réserve. Dans ce contexte, aucune anomalie liée à la dette ou à la liquidité n'est identifiée; le principal risque de bilan reste la nature même du levier lié aux engagements d'assurance à long terme, plutôt que l'endettement financier ou une pression sur la solvabilité.

Référence

3.3.1 **3.3.2** **3.3.3** **3.3.4** **3.3.5**

3.4 Anomalies dans la rentabilité

La rentabilité de 2025 est jugée acceptable mais demeure marquée par une volatilité structurelle liée aux corrections de réserves et à l'exposition aux catastrophes. Le chiffre d'affaires progresse de 14,46 Md$ en 2023 à 17,08 Md$ en 2024 puis 17,32 Md$ en 2025, tandis que le résultat net recule de 2,517 Md$ en 2023 à 1,373 Md$ en 2024 avant de remonter à 1,591 Md$ en 2025. La marge nette glisse ainsi de 17,4 % en 2023 à 8,0 % en 2024 puis 9,2 % en 2025, et le retour sur capitaux propres (ROE), indicateur de rendement pour les actionnaires, passe d'environ 19 % en 2023 à 9–10 % sur 2024–2025.

L'année 2023 a bénéficié de réserves relativement favorables et d'une charge d'impôt négative de –363 M$, alors que 2024 et 2025 ont absorbé respectivement 1,5 Md$ et 657 M$ de développement défavorable des sinistres antérieurs. Malgré ces charges, la marge brute 2025 d'environ 20,5 % et la marge opérationnelle d'environ 11,3 % dépassent les niveaux de 2022 et apparaissent cohérentes avec un environnement de souscription et de tarification sain. Le flux de trésorerie d'exploitation représente environ 19,6 % du chiffre d'affaires 2025 (3,402 Md$ de flux d'exploitation pour 17,318 Md$ de revenus) et plus de deux fois le résultat net, ce qui montre que la rentabilité affichée est soutenue par des encaissements effectifs.

Les comptes 2025 intègrent en outre les coûts de l'ADC et de la cession des droits de renouvellement de l'activité de détail, qui pèsent sur le résultat à court terme mais devraient réduire la volatilité future. L'anomalie centrale réside donc dans l'ampleur de la volatilité: les charges de réserves et la variabilité des catastrophes entraînent des à-coups marqués du résultat net et du ROE. Ces variations se traduisent toutefois par des baisses plutôt que par des pics suspects, avec des explications crédibles apportées dans les commentaires de gestion. Le risque de rentabilité est ainsi considéré comme modéré et structurel, davantage lié à la nature du métier et aux incertitudes de réserves qu'à une manipulation à court terme des résultats.

Référence

3.4.1 **3.4.2** **3.4.3** **3.4.4** **3.4.5** **3.4.6** **3.4.7** **3.4.8** **3.4.9** **3.4.10**

3.5 Anomalies dans le discours de la direction

Le discours de la direction est globalement aligné sur les chiffres publiés et reconnaît les principaux enjeux, même s'il met en avant des indicateurs ajustés pour présenter la performance. Le rapport de gestion précise que le résultat net 2025 inclut 657 M$ de développement défavorable des réserves de sinistres antérieurs et fait explicitement référence aux 1,5 Md$ de développement défavorable constatés en 2024, en présentant ces mesures comme un renforcement significatif des réserves de responsabilité civile américaine et comme partie d'actions de souscription plus prudentes. Il décrit également la mise en place de l'ADC en octobre 2025 et la cession de droits de renouvellement comme des leviers de réduction de la volatilité et de réallocation du capital.

Le résumé du rapport annuel 2025 souligne que l'exercice a été marqué par une hausse des sinistres attritionnels de l'année courante et 471 M$ de développement défavorable sur des sinistres attritionnels d'années antérieures, principalement liés au renforcement des réserves U.S. casualty. Il indique aussi un rendement net opérationnel des capitaux propres de 12,4 % et un rendement total pour l'actionnaire (TSR) de 13,1 % malgré ces renforcements de réserves et les coûts liés à l'ADC et à la réorganisation du portefeuille, ce qui témoigne d'une certaine transparence sur les moteurs de performance.

En parallèle, la communication, notamment dans la circulaire de sollicitation de pouvoirs, insiste fortement sur le retour sur capitaux propres d'exploitation ajusté (Adjusted Net Operating Income ROE) et sur l'atteinte du plan de ROE comme principaux repères pour la rémunération des dirigeants, avec des renvois vers des annexes de rapprochement. Dans une année dominée par des charges de réserves et un repositionnement stratégique, ce recours aux indicateurs ajustés atténue visuellement la volatilité du résultat comptable selon les normes GAAP. Il n'apparaît toutefois pas de contradiction manifeste entre le narratif de la direction et les états financiers; l'année 2025 est plutôt présentée comme une phase nécessaire de nettoyage et de réduction des risques. L'élément le plus notable est donc la préférence marquée pour des métriques opérationnelles ajustées lorsqu'il s'agit de commenter la performance et la rémunération.

Référence

3.5.1 3.5.2 3.5.3 3.5.4 3.5.5 3.5.6 3.5.7

3.6 Anomalies stratégiques ou opérationnelles

Les principales anomalies stratégiques et opérationnelles tiennent à un profond remodelage du mix d'activité et du profil de risque. Les commentaires de gestion indiquent qu'en 2024 un nouveau segment « Other » a été créé pour regrouper l'activité sports et loisirs cédée en octobre 2024, les expositions amiante et environnement en run-off et certains programmes et branches d'assurance arrêtés. Ce segment gère essentiellement des portefeuilles existants et leurs sinistres, sans objectif majeur de production nouvelle.

À compter du 1er octobre 2025, des accords de réassurance de développement adverse ont été conclus pour couvrir les années d'accident 2024 et antérieures sur l'essentiel des passifs nord-américains des segments Insurance et Other, avec l'appui de Longtail Re/Stone Ridge, ce qui transfère une part significative du risque de queue sur les réserves. Parallèlement, un accord a été signé pour céder à AIG les droits de renouvellement de l'activité Global Retail Commercial Insurance, représentant environ 2 Md$ de primes brutes annuelles, afin de recentrer les ressources sur la réassurance globale et les lignes Global Wholesale & Specialty.

Ces décisions marquent un pivot stratégique majeur, de l'assurance commerciale de détail mondiale vers les activités de gros/spécialité et de réassurance, tout en isolant les risques hérités et en run-off. Il s'agit d'une inflexion nette par rapport à la trajectoire de croissance antérieure. Le calendrier, après deux années de renforcement important des réserves en responsabilité civile américaine et dans des lignes connexes, suggère un repositionnement au moins en partie réactif à des sous-performances, plutôt qu'un mouvement entièrement proactif. Sur le plan opérationnel, les données montrent néanmoins que l'entreprise a continué d'afficher en 2025 des marges de souscription solides et un flux de trésorerie d'exploitation robuste, ce qui indique que le cœur de la franchise demeure intact. Le pivot stratégique apparaît ainsi comme une correction de cap importante mais compréhensible, qui réduit certains risques tout en introduisant des risques d'exécution et de concentration à surveiller, sans révéler d'obligations cachées ni de défaillances non divulguées.

Référence

3.6.1 3.6.2 3.6.3 3.6.4 3.6.5 3.6.6 3.6.7 3.6.8

3.7 Anomalies dans la rémunération et la gouvernance

Les politiques de rémunération et de gouvernance présentent quelques réserves sur l'alignement, sans toutefois faire apparaître de signaux alarmants. La section consacrée à la rémunération dans la circulaire d'assemblée décrit un plan annuel d'incitation à la performance des dirigeants plafonnant le total des primes à 10 % du revenu moyen avant impôt des cinq dernières années, avec un bonus individuel limité à 3,5 M$. Pour 2025, les bonus du directeur général et des principaux dirigeants reposent à 60 % sur la performance financière de l'entreprise et à 40 % sur des objectifs qualitatifs individuels, comme le leadership, la gestion des risques et l'exécution stratégique.

La performance financière est évaluée principalement via le ROE du plan d'exploitation et le retour sur capitaux propres basé sur le résultat net opérationnel ajusté, avec une grille de paiements graduée autour d'un objectif central. La composante qualitative à 40 % laisse une latitude importante au comité de rémunération. Dans une année marquée par de fortes charges de réserves en comptabilité GAAP et par un recentrage stratégique, cette forte pondération d'indicateurs ajustés et de jugement discrétionnaire réduit la transparence du lien entre rémunération et performance telle qu'elle apparaît dans les comptes publiés, même si les plafonds absolus limitent les risques de rémunérations excessives.

Les mécanismes de gouvernance apparaissent par ailleurs solides: le conseil est majoritairement indépendant, avec une présidence indépendante et des comités spécialisés (audit, risques, investissements). Les rapports sur le contrôle interne confirment l'efficacité des dispositifs de contrôle de l'information financière et des systèmes comptables, sans faiblesse significative, avec une opinion sans réserve de l'auditeur. Aucun élément ne met en avant des transactions significatives avec des parties liées ni des situations d'auto-délivrance, et l'actionnariat dirigeant, autour de 0,8 % du capital, est modeste mais conforme aux standards d'un grand réassureur coté. L'anomalie principale se situe donc dans la dépendance aux métriques ajustées et au jugement qualitatif pour la rémunération pendant une phase de nettoyage des réserves, qui brouille partiellement l'alignement avec la performance comptable, dans un cadre de gouvernance par ailleurs robuste.

Référence

3.7.1 **3.7.2**

3.8 Conclusion et niveau de risque Modéré

Le niveau global de risque d'anomalies est évalué comme modéré, avec un score de 3,0 sur 5. Les réserves et comptes de régularisation constituent le principal point de vigilance: l'enregistrement de 1,5 Md$ de développement défavorable des réserves en 2024 puis 657 M$ en 2025, principalement sur des lignes de responsabilité civile américaine et des passifs nord-américains, ainsi que la souscription d'une ADC de 1,2 Md$ sur les années 2024 et antérieures, révèle un sous-provisionnement passé et laisse planer un risque résiduel sur l'adéquation des réserves malgré les mesures correctives. La rentabilité et le ROE se montrent volatils, la marge nette passant de 17,4 % en 2023 à environ 8–9 % en 2024–2025, et le ROE d'environ 19 % à 9–10 %, mais ces variations s'expliquent largement par les renforcements de réserves et les coûts de repositionnement stratégique, plutôt que par des pics inexpliqués. Sur le plan stratégique, la sortie d'un portefeuille d'environ 2 Md$ de primes d'assurance commerciale de détail via la cession de droits de renouvellement à AIG, la création du segment « Other » pour isoler les activités en run-off et le transfert de risque de queue grâce à l'ADC constituent une correction de trajectoire importante, assortie d'un risque d'exécution, mais transparente et justifiée par une volonté de réduction des risques. La rémunération et le discours de la direction accordent une place importante au ROE opérationnel ajusté et à des critères qualitatifs dans un contexte de fortes charges de réserves GAAP, ce qui affaiblit modérément la lisibilité de l'alignement entre la performance comptable et la rémunération. En contrepartie, la structure financière reste conservatrice, avec un ratio dette/capitaux propres d'environ 0,23x, une couverture des intérêts proche de 14x, une liquidité robuste et des flux de trésorerie d'exploitation systématiquement supérieurs au résultat net, sans anomalies concernant le goodwill ou les créances. L'ensemble de ces éléments justifie un niveau de risque intermédiaire: des anomalies significatives mais bien divulguées, concentrées sur la qualité des réserves et la réussite du recentrage stratégique, sans signe de problèmes systémiques occultés.

Catégories d'anomalies :

- provisions et comptes de régularisation
- volatilité de la rentabilité
- virage stratégique
- alignement de la rémunération

Référence

3.8.1 3.8.2 3.8.3 3.8.4 3.8.5 3.8.6 3.8.7 3.8.8 3.8.9 3.8.10 3.8.11 3.8.12 3.8.13

4. Analyse financière

4.1 Croissance et qualité des revenus

Les revenus, composés principalement des primes brutes et des revenus associés, ont connu une progression soutenue et de bonne qualité sur les cinq dernières années. Le chiffre d'affaires est passé de 9,6 Md$ en 2020 à 17,3 Md$ en 2025, soit une croissance annuelle moyenne d'environ 11–12 %. La trajectoire est régulière, avec des hausses de 18 % entre 2020 et 2021, 6 % entre 2021 et 2022, 21 % entre 2022 et 2023, 18 % entre 2023 et 2024, puis 1–2 % entre 2024 et 2025. Les accélérations de 2023–2024 reflètent un marché de la réassurance et de l'assurance spécialisée en phase de durcissement tarifaire, dans lequel le groupe a accru son portefeuille.

Le résultat brut, assimilable au profit de souscription avant frais de fonctionnement, suit la même tendance, passant d'environ 1,2 Md$ en 2020 à 3,6 Md$ en 2025, avec une amélioration de la marge brute de l'ordre de 12 % à environ 20 %. Cette progression indique que la croissance n'a pas été obtenue au détriment des prix ou des conditions, mais plutôt par une sélection de risques plus rémunératrice. La qualité des revenus apparaît correcte: l'entreprise ne dépend pas de produits exceptionnels récurrents, les commissions et revenus financiers restent modestes par rapport aux primes, et aucune pointe de revenus non récurrents significative ne ressort.

En tant que réassureur, le chiffre d'affaires reste toutefois exposé au cycle de prix, à la fréquence et à la sévérité des catastrophes, ainsi qu'à l'intensité concurrentielle. La baisse de marges observée en 2022 illustre la sensibilité des primes acquises à l'expérience de sinistres et aux ajustements de réserves. Sur la période récente, la trajectoire montre néanmoins que le groupe a profité de conditions de marché favorables pour verrouiller des affaires à tarifs plus élevés et conditions plus protectrices, ce qui renvoie davantage à une souscription disciplinée qu'à une simple course au volume.

Référence

4.1.1 **4.1.2** **4.1.3**

4.2 Rentabilité et efficacité opérationnelle

La rentabilité et l'efficacité opérationnelle présentent un profil cyclique mais en amélioration nette sur les dernières années. Le résultat net est passé de 514 M$ en 2020 à 1,59 Md$ en 2025, avec un creux à 597 M$ en 2022, année particulièrement chargée en catastrophes. La marge nette a évolué d'environ 5,4 % en 2020 à environ 12,2 % en 2019, puis est tombée à environ 1,2 % lors de l'année 2018 marquée par de lourdes pertes, avant de revenir à environ 4,9 % en 2022 et de remonter nettement à 17,4 % en 2023, pour se normaliser ensuite autour de 8,0 % en 2024 et 9,2 % en 2025. Cette volatilité rappelle la nature intrinsèquement risquée et cyclique de la réassurance.

La marge opérationnelle suit une trajectoire similaire: environ 6,1 % en 2020, 4,9 % en 2022, puis 14,9 % en 2023, 8,8 % en 2024 et 11,3 % en 2025. Ce profil montre qu'en dépit des années faibles, la profitabilité d'exploitation récente est solide, portée à la fois par une meilleure souscription et par une contribution correcte des revenus d'investissement. Le retour sur capitaux propres (ROE) se situe autour de 12–13 % en 2016–2017, recule en 2018 et plus nettement en 2022 (environ 7 %), puis rebondit à environ 19 % en 2023 avant de se stabiliser à 9–10 % sur 2024–2025. Le retour sur capital investi (ROIC), qui mesure le rendement des capitaux engagés dans l'ensemble des activités, est passé de niveaux moyens à un chiffre en milieu de décennie à environ 7–8 % récemment, ce qui reflète une meilleure utilisation du capital dans les segments d'assurance et de réassurance.

La discipline sur les frais est satisfaisante: les coûts commerciaux et administratifs (SG&A) représentent environ 5 % ou moins du chiffre d'affaires, niveau bas pour un groupe de cette taille, et la couverture des intérêts, à 14x en 2025 (10x en 2024, 16x en 2023), témoigne d'une structure de coûts financiers très supportable. L'entreprise dégage ainsi des rendements globalement acceptables compte tenu du risque pris pour un réassureur, même si la cyclicité et les années faibles comme 2018 et 2022 empêchent de la classer parmi les rares acteurs à rentabilité durablement élevée de type « compounder » à la Buffett.

Référence

4.2.1 **4.2.2** **4.2.3**

4.3 Flux de trésorerie et conversion des profits

Les flux de trésorerie constituent un point fort majeur. Le flux de trésorerie d'exploitation dépasse le résultat net dans la plupart des exercices récents: en 2023, le résultat net avoisine 2,52 Md$ pour un flux d'exploitation d'environ 4,55 Md$; en 2024, 1,37 Md$ pour 4,96 Md$; et en 2025, 1,59 Md$ pour 3,40 Md$. Cette configuration reflète le modèle de « float » de l'assurance, dans lequel les primes sont encaissées avant le règlement des sinistres, mais suggère aussi que le résultat comptable est généralement soutenu par des encaissements réels plutôt que par des choix comptables agressifs.

Le flux de trésorerie disponible est proche du flux d'exploitation, les investissements corporels étant négligeables, et la marge de flux libre s'est établie à environ 20–25 % du chiffre d'affaires sur 2023–2025. Les ratios de qualité des profits, supérieurs à 2x en 2025 et à 3x en 2024 (flux d'exploitation comparé au résultat net), mettent en lumière des flux de trésorerie substantiellement supérieurs au bénéfice comptable, ce qui renforce la perception d'une structure financière saine. Les variations de besoin en fonds de roulement sont importantes mais typiques d'un réassureur, liées aux primes à recevoir, aux créances sur réassureurs et aux provisions techniques; elles peuvent faire fluctuer la trésorerie rapportée d'une année sur l'autre, sans pour autant dévier des opérations normales.

Dans l'ensemble, la conversion du résultat en trésorerie apparaît solide et régulière, en ligne avec la gestion rigoureuse d'un bilan d'assurance. Cette capacité à générer en interne des liquidités importantes soutient à la fois la croissance, le versement de dividendes et des rachats d'actions sélectifs, tout en laissant une marge de manœuvre confortable pour absorber des chocs de sinistres.

Référence

4.3.1 **4.3.2**

4.4 Solidité du bilan

La solidité du bilan est élevée pour un réassureur de cette taille. Le total de bilan a crû d'environ 21,3 Md$ en 2016 à 62,5 Md$ en 2025, tandis que les capitaux propres passaient d'environ 8,1 Md$ à 15,5 Md$, ce qui traduit une accumulation régulière de valeur nette. L'endettement financier demeure modéré: une dette totale d'environ 3,59 Md$ en 2025 pour 15,5 Md$ de capitaux propres correspond à un ratio dette/capitaux propres d'environ 0,23x et à un ratio dette/actifs de l'ordre de 5,7 %, niveaux conservateurs pour le secteur. Le ratio dette nette/EBITDA autour de 1,1x en 2025 reste confortablement dans la fourchette prudente pour une entreprise d'assurance.

Les ratios de liquidité (ratio courant et ratio rapide d'environ 0,76) paraissent faibles si l'on applique des standards industriels classiques, mais sont usuels pour un assureur dont les engagements sont principalement des provisions techniques et des primes non acquises. La trésorerie et les investissements court terme, de l'ordre de 19,5 Md$ en 2025, ainsi que 44,1 Md$ d'investissements totaux, offrent un coussin de liquidité important et un stock d'actifs générateurs de revenus. Le levier mesuré par le multiplicateur de fonds propres, d'environ 4,0x en 2025, se situe dans la norme sectorielle.

Les données disponibles ne détaillent pas explicitement le capital réglementaire, mais la croissance des bénéfices non distribués et l'absence de signaux de détresse suggèrent un niveau de capitalisation suffisant pour maintenir des notations financières élevées. Le principal risque structurel vient de la taille absolue des engagements d'assurance: avec environ 42–47 Md$ de passifs totaux pour 15,5 Md$ de capitaux propres, l'entreprise reste exposée à des scénarios extrêmes de catastrophes ou de chocs de réserves. Les résultats historiques, y compris lors des années difficiles de 2017, 2018 et 2022, montrent toutefois que la gestion des risques et les protections de réassurance ont permis de préserver la solvabilité et de reconstituer les fonds propres rapidement après les chocs.

Référence

4.4.1 **4.4.2** **4.4.3**

4.5 Allocation du capital

L'allocation du capital apparaît mesurée et globalement favorable aux actionnaires. Le groupe verse un dividende régulier avec un taux de distribution historiquement situé entre 18 % et 25 % environ, avec des pics temporaires lors d'années de bénéfices plus faibles comme 2018 et 2020. Cette politique permet de rémunérer les actionnaires tout en préservant la capacité à faire croître la valeur comptable. Les rachats d'actions ont été menés de façon opportuniste: importants en 2016–2017 puis plus modestes sur 2018–2022, avec une reprise en 2023–2025, incluant par exemple environ 818 M$ de rachat en 2025 et des montants plus réduits en 2023–2024.

Sur la décennie, le nombre d'actions en circulation est resté globalement stable à légèrement en baisse (environ 41–42 millions de titres), ce qui indique que les rachats ont au minimum compensé la rémunération en actions et ont probablement accru légèrement la valeur comptable par action. Les émissions et remboursements de dette apparaissent gérés de manière disciplinée, l'endettement restant modéré malgré la croissance du portefeuille. Le groupe a aussi investi dans des actifs incorporels et ses capacités de distribution, les incorporels passant d'environ 0,9 Md$ en 2021 à 1,5 Md$ en 2025, dans un contexte d'amélioration de la profitabilité de souscription, ce qui suggère des retours acceptables sur ces investissements.

L'ensemble de ces éléments laisse penser que la direction vise à accroître la valeur intrinsèque par action en privilégiant la discipline de souscription, le maintien d'un capital solide et le retour du capital excédentaire via dividendes et rachats lorsque les conditions de marché le justifient, dans un esprit proche d'une philosophie d'allocation du capital prudente et alignée sur les intérêts de long terme des actionnaires.

Référence

4.5.1 **4.5.2**

4.6 Résumé 4.0/5

Le profil financier global est solide et en amélioration, ce qui justifie une note de 4/5. La croissance des primes et des revenus, de l'ordre de 9,6 Md$ en 2020 à 17,3 Md$ en 2025, s'est accompagnée d'une amélioration du résultat brut et des marges, malgré un trou d'air en 2022 lié aux catastrophes et à la volatilité des marchés. La marge nette est remontée d'environ 5 % en 2022 à une fourchette de 9–10 % sur 2024–2025, et le retour sur capitaux propres s'est normalisé dans le haut de la fourchette à un chiffre à bas deux chiffres (9–10 %), avec un retour sur capital investi autour de 7–8 %, des niveaux cohérents avec le profil de risque d'un réassureur. Les flux de trésorerie d'exploitation dépassent systématiquement le résultat net, et des marges de flux libre proches de 20 % du chiffre d'affaires ces dernières années témoignent d'une bonne discipline de provisionnement et d'une forte génération de trésorerie issue du float. Le bilan s'est renforcé avec des capitaux propres en hausse de 8,1 Md$ en 2016 à 15,5 Md$ en 2025, un levier financier modéré (dette/capitaux propres autour de 0,23x, dette nette/EBITDA d'environ 1,1x) et un volume important d'actifs investis de bonne qualité, tandis que le ratio de liquidité inférieur à 1 et le poids des engagements d'assurance reflètent le modèle économique plutôt qu'une faiblesse structurelle. L'allocation du capital se distingue par une politique de dividendes régulière avec un taux de distribution raisonnable autour de 20–25 %, des rachats d'actions opportunistes (notamment en 2016–2017 et de nouveau, plus modestement, en 2023–2025) et une gestion maîtrisée de la dette. La note reste en deçà du maximum car les résultats demeurent intrinsèquement volatils dans la réassurance, comme l'a montré 2022, et les niveaux de ROE et de ROIC, bien que bons, ne sont pas exceptionnellement élevés sur l'ensemble du cycle. Malgré ces limites, la qualité financière d'Evarest apparaît robuste et en progression, soutenant une appréciation globalement positive.

La note financière de 4,0/5 reflète une combinaison de croissance soutenue, de rentabilité restaurée après une année difficile, de forte génération de trésorerie et de bilan solide. Les revenus issus des primes ont progressé d'environ 9,6 Md$ en 2020 à 17,3 Md$ en 2025, soit une croissance annuelle comprise entre le haut de la fourchette à un chiffre et le bas de la fourchette à deux chiffres, portée par un durcissement des conditions de marché et une souscription jugée disciplinée. Après une marge nette d'environ 5 % en 2022, affectée par des catastrophes et la volatilité des marchés, la rentabilité s'est redressée pour atteindre 9–10 % en 2024–2025, tandis que le retour sur capitaux propres s'est stabilisé dans une zone de 9–10 % et le retour sur capital investi autour de 7–8 %, des niveaux jugés adéquats au regard du risque pris dans la réassurance. Les flux de trésorerie d'exploitation excèdent régulièrement le résultat net, avec des marges de flux libre proches de 20 % du chiffre d'affaires sur les dernières années, ce qui signale une conversion des profits en trésorerie solide et un provisionnement prudent. Le bilan s'est renforcé au fil du temps, les capitaux propres passant de 8,1 Md$ en 2016 à 15,5 Md$ en 2025, et l'endettement restant modéré avec un ratio dette/capitaux propres d'environ 0,23x et une dette nette/EBITDA autour de 1,1x. Le portefeuille d'actifs investis est volumineux et perçu comme de bonne qualité, tandis que la structure de liquidité, avec un ratio courant inférieur à 1, est typique du modèle d'assurance plutôt qu'un point de fragilité. L'allocation du capital se caractérise par une politique de dividendes régulière avec un taux de distribution de l'ordre de 20–25 %, des rachats d'actions menés lorsque les conditions le permettent, en particulier en 2016–2017 puis à nouveau, de façon plus limitée, en 2023–2025, et une gestion de la dette sans prise de risque excessive. La note ne s'élève pas à 5/5 en raison de la nature fondamentalement volatile des résultats dans la réassurance, illustrée par 2022, et parce que les niveaux de ROE et de ROIC, bien que robustes, restent en ligne avec la moyenne d'un bon acteur sectoriel plutôt qu'à des niveaux exceptionnellement élevés sur l'ensemble du cycle. Néanmoins, la trajectoire récente atteste d'une qualité financière forte et en amélioration, conforme à une évaluation élevée de 4/5.

Référence

4.6.1 4.6.2 4.6.3 4.6.4 4.6.5

5. Évaluation de la Gestion

5.1 Qualité et stabilité de l'équipe de direction

La structure de direction repose sur un conseil d'administration majoritairement indépendant, présidé par un président non exécutif distinct du directeur général. Cette organisation renforce la capacité de contrôle et de contre-pouvoir vis-à-vis de l'équipe dirigeante. Le conseil s'appuie sur plusieurs comités spécialisés, notamment en matière de risques, d'audit, de politique d'investissement et de technologie/cybersécurité, avec un cadre formel de gestion des risques (déclaration d'appétence au risque et dispositif de gestion globale des risques). La direction générale et les administrateurs présentent une expérience significative du secteur, et le calendrier des mandats, ainsi que certaines transitions et départs à la retraite, sont anticipés et décrits dans la documentation de rémunération. Aucun signal d'alerte n'apparaît sur une instabilité excessive du conseil ou une rotation rapide au poste de directeur général, ce qui suggère une bonne continuité de la gouvernance.

Référence

5.1.1 **5.1.2**

5.2 Historique de performance de la direction

Sous la direction actuelle, l'activité a connu une progression marquée des primes et des revenus. Le chiffre d'affaires a atteint 17,318 milliards de dollars en 2025, avec un résultat net de 1,591 milliard de dollars et un résultat opérationnel de 1,954 milliard de dollars, tout en maintenant un nombre moyen d'actions diluées d'environ 41,41 millions sur l'exercice. La rentabilité s'est redressée après les difficultés de 2022, avec un retour sur capital investi (ROIC) voisin de 8,05 % et un retour sur fonds propres (ROE) autour de 10,29 % en 2025, des niveaux qui traduisent une performance solide pour une activité de réassurance exposée aux cycles. La conversion des bénéfices en flux de trésorerie d'exploitation est forte, ce qui confirme la qualité des résultats comptables. Sur le plan technique, le ratio combiné consolidé s'est établi à 98,6 % et le ratio combiné attritionnel à environ 89,4 % en 2025, ce qui reflète une amélioration des marges d'assurance sous-jacentes. Ces indicateurs justifient l'utilisation par le comité de rémunération d'un critère de rendement des fonds propres fondé sur le résultat net d'exploitation ajusté comme métrique centrale d'incitation. L'historique récent souligne la capacité de la direction à se redresser après des chocs de sinistres ou de réserves, tout en rappelant que les résultats demeurent intrinsèquement cycliques.

Référence

5.2.1 **5.2.2**

5.3 Alignement avec les actionnaires

L'alignement économique direct entre dirigeants et actionnaires est limité par une détention interne faible, les initiés ne détenant qu'environ 0,83 % du capital. En revanche, la politique de rémunération variable cherche à rapprocher les intérêts de la direction de la création de valeur pour les actionnaires. Les bonus de la haute direction, notamment celui du directeur général, sont principalement indexés sur le rendement des fonds propres calculé à partir du résultat net d'exploitation ajusté, avec une pondération significative des objectifs financiers de l'entreprise complétée par des critères individuels qualitatifs. La rémunération en actions reste modeste par rapport au chiffre d'affaires, avec un ratio de stock-options et actions gratuites d'environ 0,35 % des revenus, ce qui limite la dilution. La société a par ailleurs restitué 1,1 milliard de dollars aux actionnaires en 2025, sous forme de rachats d'actions et de dividendes, ce qui a conduit à une baisse modérée du nombre moyen d'actions en circulation (d'environ 42,7 millions en 2024 à 41,41 millions en 2025). Le rendement du dividende d'environ 2,38 % et un taux de distribution proche de 21 % traduisent une approche équilibrée entre retour de capital et maintien de marges de manœuvre face à la volatilité. Dans l'ensemble, les incitations et la politique de capital sont favorables aux actionnaires, même si la faible mise de fonds personnelle des dirigeants limite le véritable partage du risque.

Référence

5.3.1 **5.3.2** **5.3.3**

5.4 Transparence et qualité du discours

La communication financière met en avant plusieurs indicateurs non conformes aux principes comptables généralement reconnus, tels que le résultat net d'exploitation, le ratio combiné attritionnel et le rendement des fonds propres sur résultat net d'exploitation, tout en fournissant des tableaux de rapprochement en annexe. Le comité de rémunération explicite ses motivations pour recourir au rendement des fonds propres ajusté comme indicateur clé de performance et détaille la pondération respective des critères financiers et individuels dans la détermination des bonus. Les documents de référence décrivent également les principales décisions stratégiques récentes, comme la remédiation sur le portefeuille de responsabilité civile, le renforcement des réserves, l'achat d'une couverture de développement défavorable et la cession de droits de renouvellement à un tiers majeur, en les reliant à des résultats chiffrés (ratios combinés, résultat technique, rendement d'exploitation et performance boursière). Cette transparence permet de suivre le lien entre stratégie, risques et performance, mais l'importance accordée aux mesures ajustées impose aux investisseurs de vérifier systématiquement les retraitements pour apprécier si les ajustements restent raisonnables, en particulier sur les exercices marqués par des éléments exceptionnels.

Référence

5.4.1 **5.4.2**

5.5 Discipline opérationnelle

Les indicateurs de coûts et de rentabilité traduisent une gestion rigoureuse. Les frais de vente, généraux et administratifs restent bas, autour de 5 % ou moins du chiffre d'affaires, ce qui témoigne d'une structure de coûts efficace pour une institution financière de cette taille. Les marges techniques se sont améliorées et la conversion de la rentabilité en flux de trésorerie d'exploitation est élevée, avec des flux opérationnels régulièrement supérieurs au résultat net, signe d'une qualité de résultat robuste. En 2025, la société a privilégié des mesures ciblées de gestion de portefeuille, telles que la remédiation sur certains segments, le renforcement prudent des réserves, l'implémentation d'une couverture de développement défavorable et la vente de droits de renouvellement, autant de décisions qui privilégient la réduction des risques et la préservation du capital plutôt qu'une croissance rapide des volumes. Les rachats d'actions ont été opportunistes et limités par rapport à la capitalisation boursière, dans un contexte où le levier financier, mesuré par le ratio dette nette sur EBITDA, reste maîtrisé et où le rendement du flux de trésorerie disponible est élevé. L'absence de grosses acquisitions destructrices de valeur au cours de la période récente renforce l'impression d'une discipline opérationnelle et de capital soutenue.

Référence

5.5.1 **5.5.2** **5.5.3**

5.6 Gouvernance et risques de conflits d'intérêts

Le dispositif de gouvernance repose sur un conseil majoritairement indépendant, doté d'un président non exécutif distinct de la direction générale et appuyé par des comités couvrant les principaux domaines de risque, d'audit et de politique d'investissement. Le conseil définit et suit une déclaration d'appétence au risque et supervise des revues trimestrielles de gestion globale des risques, ce qui contribue à cadrer l'exposition de la société aux aléas techniques et financiers. Les extraits disponibles ne font pas apparaître de transactions significatives avec des parties liées ni de conflits d'intérêts déclarés au niveau du conseil ou de la direction, tout en laissant ouverte la possibilité de compléments d'information dans les sections spécifiques non analysées. En parallèle, la faible détention d'actions par les dirigeants, autour de 0,8 %, constitue un point d'attention en matière d'alignement économique, de même que la place importante occupée par des indicateurs ajustés dans la rémunération. Malgré ces réserves, l'architecture de gouvernance et la surveillance des risques paraissent solides, avec un risque principal lié à la faible exposition patrimoniale personnelle des décideurs et au recours structurel aux métriques non GAAP dans les mécanismes d'incitation.

Référence

5.6.1 **5.6.2** **5.6.3**

5.7 Points forts et points faibles de la gestion 4.0/5

Le bilan global de l'équipe dirigeante et de la gouvernance est largement positif. Le conseil d'administration est expérimenté, indépendant et doté d'un président distinct du directeur général, avec des comités spécialisés en risques, audit et investissements qui s'appuient sur une gestion structurée de l'appétence au risque. Sous cette supervision, la société a amélioré ses indicateurs de performance, avec un chiffre d'affaires porté à 17,318 milliards de dollars en 2025, un résultat net de 1,591 milliard de dollars, un ROIC autour de 8,05 % et un ROE proche de 10,3 %, tout en renforçant ses marges techniques et sa conversion de bénéfices en trésorerie. La discipline opérationnelle ressort nettement, entre contrôle des frais, renforcement des réserves, utilisation d'une couverture de développement défavorable et cession ciblée de droits de renouvellement, et s'accompagne d'un retour substantiel de capital aux actionnaires (1,1 milliard de dollars en 2025) sans dérapage du levier financier. Les principaux points faibles résident dans la très faible détention d'actions par les dirigeants, qui limite leur exposition directe au risque actionnarial, le poids donné à des indicateurs ajustés dans la rémunération variable et la cyclicité inhérente à la réassurance, déjà illustrée par la pression sur les résultats en 2018 et 2022. L'ensemble conduit à un jugement de management compétent, conscient des intérêts des actionnaires et soutenu par une bonne gouvernance, mais sans l'alignement patrimonial fort d'un actionnariat dirigeant significatif et toujours exposé aux aléas cycliques du secteur.

Points forts :

- Conseil d'administration expérimenté avec un président indépendant et des comités dédiés aux risques, à l'audit et à la politique d'investissement.
- Rémunération variable indexée sur un indicateur de rendement des fonds propres ajusté orienté vers la qualité de la souscription.
- Bonnes performances financières récentes : amélioration du ROIC (environ 8,05 % en 2025), du ROE (environ 10,3 %) et forte conversion de trésorerie permettant 1,1 milliard de dollars de retours de capital en 2025.
- Discipline opérationnelle : frais généraux bas, dérisquage ciblé du portefeuille et renforcement conservateur des réserves plutôt que recherche de croissance agressive.

Points faibles :

- Faible détention d'actions par les dirigeants (environ 0,8 %) qui réduit leur exposition économique personnelle au risque actionnarial.
- Dépendance à des indicateurs ajustés non GAAP (résultat net d'exploitation ajusté, rendement des fonds propres ajusté) pour la rémunération variable, susceptibles de masquer le bruit d'une année sur l'autre sans examen attentif des rapprochements.
- Cyclicité structurelle du secteur : les années 2018 et 2022 ont montré que les catastrophes et les ajustements de réserves peuvent fortement comprimer les rendements, au-delà du contrôle direct du management.

La note de 4,0 sur 5 attribuée au management se justifie par une combinaison de solides atouts et de quelques limites structurelles. Du côté des forces, la présence d'un conseil indépendant, dirigé par un président non exécutif et doté de comités spécialisés, offre un cadre de contrôle robuste. Les résultats récents confirment la qualité de la gestion, avec une hausse du chiffre d'affaires à 17,318 milliards de dollars, un résultat net de 1,591 milliard de dollars en 2025 et des ratios de rentabilité (ROIC et ROE) en nette amélioration par rapport au creux de 2022. La direction a démontré une discipline opérationnelle et de capital en privilégiant un renforcement prudent des réserves, une remédiation ciblée du portefeuille, une couverture de développement défavorable et des retours de capital significatifs (1,1 milliard de

dollars en 2025) financés par une forte génération de trésorerie. La politique de rémunération, centrée sur un rendement des fonds propres calculé à partir du résultat net d'exploitation ajusté, favorise une culture de discipline technique et de rentabilité, tout en limitant la dilution par une rémunération en actions modeste par rapport aux revenus. Les réserves à cette appréciation concernent principalement la faible « mise de fonds » des dirigeants, avec une détention interne d'environ 0,8 % du capital, et le recours important à des indicateurs ajustés pour la rémunération, qui impose une vigilance sur les retraitements retenus. Enfin, le caractère cyclique et exposé aux sinistres extrêmes du métier de réassureur limite la part de performance que la direction peut réellement stabiliser, comme l'ont montré les années 2018 et 2022. Ces éléments justifient une note élevée, mais pas maximale, pour la qualité du management.

Référence

5.7.1 **5.7.2** **5.7.3** **5.7.4** **5.7.5**

6. Valeur Intrinsèque

Résultats synthétiques des trois scénarios

Scénario	Valeur d'entreprise	Valeur des actions	Valeur par action	Prix de marché actuel	Marge de sécurité
Prudent	19,747.7 M	21,065.7 M	485.39 USD	370.38 USD	23.7%
Réaliste	32,214.5 M	33,532.5 M	772.64 USD	370.38 USD	52.1%
Optimiste	41,488.3 M	42,806.3 M	986.32 USD	370.38 USD	62.4%

6.1 Méthode utilisée

L'évaluation repose sur une approche d'actualisation des flux de trésorerie (Discounted Cash Flow, ou DCF) projetés sur dix ans, centrée sur une notion de « bénéfices du propriétaire », c'est-à-dire une estimation des flux de trésorerie disponibles ajustés pour refléter la capacité récurrente de génération de cash. Ces marges de flux de trésorerie ont été dérivées des flux de trésorerie d'exploitation publiés et des états financiers récents, avant d'appliquer une valeur terminale calculée selon une formule de Gordon en perpétuité. Trois scénarios distincts ont été modélisés — prudent, réaliste et optimiste — pour tenir compte de la vitesse de sortie des mesures de renforcement de réserves de 2024-2025, de la capacité à profiter du cycle haussier des prix en réassurance et des politiques de retour de capital possibles. Un taux d'actualisation unique de 15 % a été retenu comme taux de rendement exigé par l'investisseur, sans abaissement pour refléter un avantage concurrentiel jugé seulement modéré et des risques significatifs liés aux anomalies de réserves et au repositionnement stratégique. Les principaux paramètres proviennent des états financiers audités 2023-2025 (compte de résultat, bilan et tableau de flux de trésorerie), ce qui assure la cohérence des projections avec la performance récente.

Référence

6.1.1 **6.1.2** **6.1.3**

6.2 Hypothèses communes aux scénarios

Les trois scénarios partagent un même cadre de base afin de comparer des trajectoires différentes à partir d'hypothèses financières cohérentes. Le taux d'actualisation, le taux de croissance à perpétuité et le niveau de dette nette (ou de trésorerie nette) sont communs, ce qui permet d'isoler l'impact des hypothèses opérationnelles propres à chaque scénario, comme la croissance du chiffre d'affaires, l'évolution des marges de flux de trésorerie disponibles ou l'ampleur des rachats d'actions. La structure du capital retenue correspond à la position nette de trésorerie observée au bilan 2025, et le nombre d'actions utilisé pour calculer la valeur par titre est celui des douze derniers mois 2025, constant d'un scénario à l'autre. De cette façon, les différences de valorisation reflètent essentiellement des visions contrastées de la croissance future, de la normalisation des réserves et de la discipline de retour de capital, plutôt que des variations de structure financière ou de dilution.

Hypothèses générales de valorisation

Hypothèse	Valeur	Justification
Taux d'actualisation	15.0%	Le taux d'actualisation de 15 % correspond au rendement cible de l'investisseur et n'a pas été abaissé, car l'avantage concurrentiel d'Everest est jugé modéré tandis que les risques liés aux anomalies de réserves (en particulier le développement des sinistres antérieurs et le pivot stratégique) restent significatifs. Un tel taux vise à compenser la cyclicité de la souscription, la volatilité des réserves et le risque d'exécution, tout en tenant compte de la solide capitalisation du groupe et de sa capacité avérée à générer des flux de trésorerie importants.
Taux de croissance terminal	2.5%	Un taux de croissance à l'infini de 2,5 % a été retenu comme hypothèse prudente, alignée sur une vision de long terme de la croissance nominale du PIB et de l'inflation pour un grand réassureur arrivé à maturité, sans potentiel structurel de croissance durablement supérieur à celui de l'économie. Cette hypothèse suppose que les performances supérieures attendues à moyen terme ne se prolongeront pas indéfiniment et ancre la valeur terminale dans un scénario macroéconomique raisonnable.
Dette nette	-1,318,000,000.00	La position de dette nette se traduit par une trésorerie nette d'environ 1,318 milliard de dollars, telle qu'elle ressort du bilan FMP au 31 décembre 2025. Cette situation de trésorerie nette renforce le profil de solidité financière de l'entreprise et vient s'ajouter à la valeur issue de l'actualisation des flux de trésorerie opérationnels dans le calcul de la valeur des capitaux propres.
Prix actuel	370.38	

Référence

6.2.1 6.2.2

6.3 Scénario prudent

Le scénario prudent envisage une trajectoire où la priorité reste donnée à la réduction des risques et à la stabilisation du portefeuille, au détriment d'une croissance rapide. Dans cette configuration, la croissance des revenus reste modeste à court terme, avec une progression limitée après 2025 en raison de l'impact de la couverture de développement défavorable sur les branches longue traîne nord-américaines et de la cession de droits de renouvellement qui réduit la nouvelle production. Les marges de flux de trésorerie disponibles demeurent inférieures aux pics historiques et se redressent lentement, freinées par un renforcement prudent des réserves et par des rendements financiers modérés. Aucune opération de rachat d'actions n'est retenue, de sorte que le nombre de titres en circulation augmente légèrement au fil du temps sous l'effet de la rémunération en actions. Ce scénario s'appuie sur les états financiers 2025 et sur l'analyse des anomalies de réserves pour modéliser un chemin de normalisation plus lent, privilégiant la sécurité du bilan à la maximisation de la croissance et des retours aux actionnaires.

Projection DCF – Prudent (USD)

Taux d'actualisation **15.0%** Croissance terminale **2.5%** Dette nette **-1,318,000,000.00**

n	Année	Chiffre d'affaires	Marge FCF	FCF	Facteur d'actualisation	FCF actualisé	Justification – chiffre d'affaires	Justification – marge FCF	Actions en circulation
-2	2023	14,587.0 M	31.2%	4,551.1 M	—	—			43.4 M
-1	2024	17,281.0 M	28.7%	4,959.6 M	—	—			43.4 M
0	2025	17,496.0 M	17.5%	3,061.8 M	—	—			43.4 M
1	2026	17,846.0 M	14.0%	2,498.4 M	0.870	2,172.6 M	La croissance est limitée par le ralentissement des marchés et la priorité donnée par Everest à la réduction des risques: la cession de l'ADC et des droits de renouvellement réduit les primes émises et l'appétit pour les nouvelles affaires, entraînant une croissance modeste d'environ 2 % du chiffre d'affaires par rapport à 2025.	La marge de flux de trésorerie disponible (FCF) reste contrainte par les coûts continus de remise en état des réserves et un revenu financier plus faible; les flux de trésorerie d'exploitation se redressent lentement à mesure que les actions sur les réserves se résorbent.	43.6 M Aucun rachat; une légère dilution liée aux rémunérations en actions et aux plans de rétention augmente marginalement le nombre d'actions en circulation.
2	2027	18,203.0 M	14.5%	2,639.4 M	0.756	1,995.8 M	Une politique de souscription durablement prudente et un environnement tarifaire peu porteur maintiennent la croissance proche de 2 %, tandis que l'extinction du portefeuille existant se poursuit et que le marché de la réassurance se normalise.	Les marges se redressent légèrement avec la matérialisation des bénéfices de l'ADC et la normalisation des pertes catastrophes, mais le poids des réserves des années antérieures maintient les marges en dessous des sommets historiques.	43.7 M L'absence continue de rachats et l'émission modérée d'actions au titre de la rémunération font légèrement progresser le nombre d'actions.
3	2028	18,567.0 M	14.5%	2,692.2 M	0.658	1,770.2 M	La croissance des primes à un chiffre bas se poursuit, Everest privilégiant la marge au volume et sortant des renouvellements d'assurance de détail à plus faible marge.	La marge de FCF se stabilise à mesure que le renforcement des réserves s'atténue, mais des rendements d'investissement modérés limitent la reprise des marges.	43.8 M Le nombre d'actions augmente légèrement sous l'effet des attributions de titres aux salariés et d'une activité de rachat limitée.
4	2029	18,898.0 M	14.0%	2,645.7 M	0.572	1,512.7 M	La tarification de la réassurance en phase de maturité et un resserrement modéré se traduisent par une croissance du chiffre d'affaires d'environ 1,8 %; une expansion sélective de la souscription sur les lignes spécialisées compense l'extinction du portefeuille.	Les marges se replient légèrement, les décaissements liés aux sinistres anciens et les coûts de financement de l'ADC continuant de peser sur les flux de trésorerie.	43.9 M Un nombre d'actions stable à légèrement en hausse, sous l'effet de l'acquisition des droits à compensation en actions et de l'absence de programme de rachat significatif.
5	2030	19,187.0 M	13.8%	2,647.8 M	0.497	1,316.4 M	La croissance reste atone (environ 1,5 %) car Everest conserve un appétit pour le risque prudent et alloue le capital aux réserves et à la liquidité.	La marge de FCF se redresse lentement mais reste en deçà des niveaux historiques en raison d'une politique de réserves prudente et des réinvestissements dans l'infrastructure de souscription.	44.0 M Une dilution modérée se poursuit, les rémunérations en actions dépassant les rachats.

6	2031	19,476.0 M	13.6%	2,648.7 M	0.432	1,145.1 M	La normalisation progressive des branches de responsabilité civile et une légère amélioration des tarifs génèrent une croissance nette modérée (environ 1,5 %) à mesure que l'extinction du portefeuille ancien touche à sa fin.	La marge de FCF est comprimée par des coussins de capital conservateurs et des charges d'exploitation stables durant la transition du portefeuille.	44.1 M Aucun rachat; le nombre d'actions augmente légèrement avec la poursuite des attributions de titres de rémunération.
7	2032	19,768.0 M	13.8%	2,728.0 M	0.376	1,025.6 M	Une croissance régulière mais peu spectaculaire s'installe, Everest privilégiant la rétention et une souscription prudente, ce qui se traduit par une progression d'environ 1,5 %.	Les marges commencent à se stabiliser grâce à une modeste amélioration du revenu financier et des marges de souscription, ce qui compense la pression résiduelle sur les réserves.	44.2 M Le nombre d'actions progresse progressivement sous l'effet des plans de rémunération en actions et d'une capacité de rachat limitée.
8	2033	20,067.0 M	14.0%	2,809.4 M	0.327	918.4 M	Des conditions de marché équilibrées soutiennent une demande stable de capacité de réassurance et une croissance modeste des primes (environ 1,5 %).	La marge de FCF se rapproche d'un niveau de régime médian dans les mid-teens à mesure que la volatilité des sinistres se normalise et que les rendements d'investissement s'améliorent légèrement.	44.3 M Aucun rachat; légère dilution liée aux attributions d'actions fondées sur des capitaux propres.
9	2034	20,367.0 M	14.5%	2,953.2 M	0.284	839.5 M	La croissance structurelle de long terme reste limitée par la saturation du marché et la pression concurrentielle, de sorte qu'une croissance faible à un chiffre persiste.	Une meilleure discipline de souscription et une modeste reprise des rendements d'investissement tirent les marges de FCF vers les niveaux historiques de milieu de gamme dans les mid-teens.	44.4 M Le nombre d'actions augmente marginalement en raison des attributions de titres de rémunération en cours et de l'absence de rachats.
10	2035	20,672.0 M	15.0%	3,100.8 M	0.247	766.5 M	Une croissance mature de fin de période d'environ 1,5 % reflète un état stationnaire prudent pour un grand réassureur axé sur la préservation du capital.	La marge de FCF se situe à un niveau prudent de long terme, reflétant des cycles de souscription normalisés et des rendements d'investissement stables.	44.5 M Le nombre d'actions en circulation termine plus haut, en raison de la dilution cumulative liée aux plans de rémunération et à l'absence de rachats.
t		—	—	3,178.3 M	0.247	6,285.1 M			—

VALEUR D'ENTREPRISE	VALEUR DES ACTIONS	VALEUR PAR ACTION
19,747.7 M	**21,065.7 M**	**485.39 USD**

Référence

6.3.1 **6.3.2** **6.3.3**

6.4 Scénario réaliste

Le scénario réaliste retient l'hypothèse d'un redressement plus vigoureux de l'activité à partir de 2026, porté par le maintien d'un marché porteur en termes de prix et par une souscription sélective. Dans ce cadre, le chiffre d'affaires rebondit sensiblement dès 2026 et les marges de flux de trésorerie disponibles se raffermissent progressivement pour retrouver des niveaux de l'ordre de 18 à 20 % à moyen terme, soutenues par la couverture de développement défavorable qui amortit la volatilité des sinistres de queue et par une normalisation des revenus financiers. La solidité historique des flux de trésorerie d'exploitation, supérieurs au résultat net, sert de base à ces hypothèses de marge. La direction met en œuvre des rachats d'actions opportunistes, qui réduisent le nombre de titres et augmentent mécaniquement la valeur économique par action, dans la continuité des 1,1 milliard de dollars rendus aux actionnaires en 2025. Ce scénario traduit une vision équilibrée, dans laquelle la société parvient à monétiser ses atouts de taille et de distribution dans un environnement de prix favorable, tout en maintenant une discipline de capital.

Projection DCF – Réaliste (USD)

Taux d'actualisation **15.0%** Croissance terminale **2.5%** Dette nette **-1,318,000,000.00**

n	Année	Chiffre d'affaires	Marge FCF	FCF	Facteur d'actualisation	FCF actualisé	Justification – chiffre d'affaires	Justification – marge FCF	Actions en circulation
-2	2023	14,587.0 M	31.2%	4,551.1 M	—	—			43.4 M
-1	2024	17,281.0 M	28.7%	4,959.6 M	—	—			43.4 M
0	2025	17,496.0 M	17.5%	3,061.8 M	—	—			43.4 M
1	2026	18,546.0 M	18.0%	3,338.3 M	0.870	2,902.9 M	Reprise après les mesures de réserves de 2024-2025 et environnement de marché dur générant une croissance d'environ 6 % du chiffre d'affaires, Everest sélectionnant avec prudence les affaires de traité et de spécialité.	La marge de flux de trésorerie disponible (FCF) se redresse grâce au contrat de rétrocession ADC qui réduit la volatilité des sinistres de longue durée et à la normalisation progressive du revenu de placement après les repositionnements des années précédentes.	42.9 M Des rachats d'actions opportunistes, financés par un FCF solide, réduisent légèrement le nombre d'actions en 2026.
2	2027	19,473.0 M	19.0%	3,699.9 M	0.756	2,797.6 M	Poursuite de conditions favorables en réassurance et croissance rentable en spécialités soutenant une croissance d'environ 5 % alors que le durcissement du marché maintient les marges.	L'amélioration des tarifs et le levier opérationnel accroissent les marges de FCF alors que la discipline de souscription continue de se renforcer.	42.4 M La poursuite de rachats à des niveaux de marché jugés opportunistes, financés par des flux de trésorerie excédentaires, réduit davantage le nombre d'actions.
3	2028	20,447.0 M	20.0%	4,089.4 M	0.658	2,688.8 M	Évolution du mix d'activité vers les lignes de spécialité et de réassurance à plus forte marge; croissance d'environ 5 % portée par la rétention et le lancement sélectif de nouvelles plates-formes.	Les marges s'élargissent à mesure que le mix se déplace vers des activités à plus forte marge et que les coûts fixes sont mieux absorbés par la croissance du chiffre d'affaires.	41.9 M La poursuite des rachats continue de réduire le nombre d'actions à mesure que la direction restitue le capital excédentaire.
4	2029	21,355.0 M	20.5%	4,377.8 M	0.572	2,503.0 M	Ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires à environ 4,5 % avec l'augmentation de la base; bons taux de renouvellement et ventes croisées au sein des lignes wholesale/spécialité soutenant la progression.	Le levier opérationnel et la stabilité des revenus de placement augmentent progressivement la marge de FCF.	41.4 M L'activité de rachat persiste mais se modère à mesure que la valorisation augmente.
5	2030	22,209.0 M	21.5%	4,774.9 M	0.497	2,374.0 M	Marché stable avec des hausses modérées de primes et une optimisation du mix d'activité aboutissant à une croissance d'environ 4 %.	La marge de FCF se renforce à mesure que les cycles favorables de souscription et les rendements de placement se prolongent, se rapprochant de niveaux autour du milieu de la fourchette des 20 %.	40.9 M Les rachats se poursuivent à un rythme modéré, financés par des flux de trésorerie disponibles robustes.

6	2031	22,985.0 M	21.8%	5,010.7 M	0.432	2,166.3 M	La croissance bénéficie de l'expansion géographique et de l'évolution du mix de produits (assurance de spécialité, réassurance en excédent de sinistre) pour atteindre une hausse d'environ 3,5 %.	Poursuite de l'expansion des marges grâce à un meilleur mix d'activité et à l'amélioration des rendements de placement; les marges se stabilisent près de leurs plus hauts de long terme.	40.4 M Le nombre d'actions diminue alors que la direction maintient le programme de rachat tout en préservant des coussins de capital.
7	2032	23,760.0 M	21.5%	5,108.4 M	0.376	1,920.4 M	Croissance arrivée à maturité, tirée par le cross-selling et de nouvelles plates-formes de programmes, associée à des hausses modérées du taux de prime, produisant une croissance d'environ 3,25 %.	Les marges se maintiennent proches de leur pic, la discipline de souscription et les revenus de placement s'installant dans un régime stable.	40.0 M Le nombre d'actions baisse plus lentement à mesure que le rythme des rachats atteint un régime permanent.
8	2033	24,472.0 M	21.0%	5,139.1 M	0.327	1,680.0 M	Croissance en régime de croisière (environ 3,0 %) à mesure qu'Everest achève sa transition vers un mix réassurance/wholesale de meilleure qualité et bénéficie de l'effet d'échelle.	Les marges se normalisent légèrement à mesure que l'activité atteint une taille mature avec des bénéfices de souscription prévisibles et des rendements de placement réguliers.	39.6 M Le nombre d'actions diminue modérément grâce à la poursuite des rachats et à une dilution limitée.
9	2034	25,138.0 M	20.5%	5,153.3 M	0.284	1,464.9 M	Croissance autour de 2,75 % alors que la concurrence s'intensifie, mais la taille d'Everest lui permet de conserver ses parts de marché sur ses lignes clés.	La marge de FCF se contracte légèrement vers un niveau de régime permanent de long terme à mesure que les cycles tarifaires se normalisent et que les retours de capital se poursuivent.	39.3 M De légères réductions supplémentaires du nombre d'actions proviennent de la poursuite des rachats.
10	2035	25,761.0 M	20.0%	5,152.2 M	0.247	1,273.5 M	Croissance de fin de période (environ 2,5 %) reflétant un grand réassureur avec une expansion organique modérée corrélée au PIB et à l'inflation.	La marge de FCF se stabilise à un niveau sain de long terme (20 %), reflétant un mix de souscription arrivé à maturité et des revenus de placement réguliers.	39.0 M Le nombre d'actions se rapproche de son niveau de long terme après des rachats soutenus; la valeur par action est calculée en utilisant le nombre d'actions en circulation sur 12 mois glissants 2025.
t		—	—	5,281.0 M	0.247	10,443.1 M			—

VALEUR D'ENTREPRISE	VALEUR DES ACTIONS	VALEUR PAR ACTION
32,214.5 M	**33,532.5 M**	**772.64 USD**

Référence

6.4.1 **6.4.2** **6.4.3**

6.5 Scénario optimiste

Le scénario optimiste explore une configuration où Everest exploite pleinement son positionnement concurrentiel pour accélérer sa croissance et élargir ses marges. La progression du chiffre d'affaires y est plus rapide dès 2026, avec une hausse à un chiffre élevé sur plusieurs exercices, alimentée par l'expansion dans les segments de spécialité et par la persistance d'un cycle de prix haussier. Dans ce contexte, les marges de flux de trésorerie disponibles s'étendent vers le milieu des années 2020 à des niveaux de l'ordre du milieu de la vingtaine en pourcentage, portées par un mix d'affaires plus rentable, par une réduction substantielle du risque de queue grâce à la couverture de développement défavorable et par des rendements d'investissement robustes. La direction adopte une politique de rachats d'actions plus agressive, qui diminue de façon marquée la base de titres en circulation et amplifie le potentiel de création de valeur par action. Ce scénario suppose que les actions de dérisquage menées sur les réserves fonctionnent pleinement et que les avantages d'échelle, de notation financière et de distribution se traduisent par une surperformance durable.

Projection DCF – Optimiste (USD)

Taux d'actualisation **15.0%** Croissance terminale **2.5%** Dette nette **-1,318,000,000.00**

n	Année	Chiffre d'affaires	Marge FCF	FCF	Facteur d'actualisation	FCF actualisé	Justification – chiffre d'affaires	Justification – marge FCF	Actions en circulation
-2	2023	14,587.0 M	31.2%	4,551.1 M	—	—			43.4 M
-1	2024	17,281.0 M	28.7%	4,959.6 M	—	—			43.4 M
0	2025	17,496.0 M	17.5%	3,061.8 M	—	—			43.4 M
1	2026	18,896.0 M	19.0%	3,590.2 M	0.870	3,121.9 M	Rebond rapide des prix et gains de parts de marché dans les lignes de spécialité portant la croissance à ~8 % à mesure que le marché se durcit et qu'Everest monte en puissance sur des plateformes rentables.	Un mix d'activités à plus forte marge et des rendements d'investissement élevés font progresser les marges de FCF, les actions sur les réserves s'avérant efficaces et la volatilité diminuant.	42.0 M Les rachats d'actions reprennent de manière offensive, financés par l'excédent de trésorerie et un FCF élevé, réduisant sensiblement le nombre d'actions.
2	2027	20,408.0 M	20.5%	4,183.6 M	0.756	3,163.4 M	La dynamique dans la souscription de spécialité et l'extension des activités de programmes soutiennent une croissance d'environ 8 % alors qu'Everest exploite ses avantages de distribution.	L'expansion des marges s'accélère avec un mix plus favorable et l'effet de levier opérationnel lié à l'échelle.	40.5 M Des rachats opportunistes continus réduisent fortement le nombre d'actions alors que la direction restitue le capital excédentaire.
3	2028	21,837.0 M	22.0%	4,804.1 M	0.658	3,158.8 M	Forte croissance (7 %) portée par de nouveaux lancements de produits, l'intégration de fusions-acquisitions sélectives et le cross-sell qui renforcent la base de primes et le pouvoir de fixation des prix.	Les marges de FCF augmentent à mesure que les lignes à forte marge gagnent en volume et qu'une moindre part de capital reste immobilisée sur des expositions en run-off.	39.0 M Les rachats se poursuivent et le nombre d'actions baisse encore, reflétant une politique agressive de retour de capital.
4	2029	23,147.0 M	23.0%	5,323.8 M	0.572	3,043.9 M	La croissance se modère à ~6 % avec l'augmentation de l'échelle, mais Everest maintient ses gains de part de marché et bénéficie d'un environnement de tarifs favorable.	Les marges bénéficient de l'effet de levier opérationnel et d'une proportion plus élevée de revenus issus des activités de spécialité et de réassurance.	37.8 M Les rachats d'actions sont maintenus tout en préservant la solidité du capital, ce qui réduit encore le nombre de titres en circulation.
5	2030	24,304.0 M	24.0%	5,833.0 M	0.497	2,900.0 M	Effets de franchise solides avec ~5 % de croissance, Everest convertissant la hausse des prix en bénéfices non distribués et en nouveaux programmes.	La marge de FCF progresse à mesure que les rendements techniques et les rendements d'investissement restent élevés dans un cycle favorable.	36.8 M Les rachats se poursuivent et le nombre d'actions diminue sensiblement à mesure que le capital excédentaire est restitué aux actionnaires.
6	2031	25,372.0 M	24.5%	6,216.1 M	0.432	2,687.4 M	Croissance d'environ 4,5 % grâce à une pénétration plus profonde des marchés de spécialité nord-américains et des traités mondiaux, ainsi qu'aux effets d'échelle.	Les marges se rapprochent d'un pic, la performance de souscription et le revenu d'investissement contribuant tous deux à la génération de cash.	36.0 M Les rachats d'actions se poursuivent, financés par un flux de trésorerie disponible supérieur à la tendance.

7	2032	26,387.0 M	24.8%	6,544.0 M	0.376	2,460.1 M	Croissance maintenue (~4 %) à mesure qu'Everest consolide ses plateformes de programmes et exploite les données et l'analytique pour un avantage de tarification.	Les marges de FCF se rapprochent du milieu de la plage des 20 % à mesure qu'une part plus importante du chiffre d'affaires provient d'activités de spécialité à forte marge.	35.5 M Les rachats se poursuivent mais à un rythme modéré avec l'augmentation de la taille.
8	2033	27,400.0 M	25.0%	6,850.0 M	0.327	2,239.3 M	Croissance (~3,75 %) alors que la taille et la distribution d'Everest génèrent une demande régulière de capacité sur les lignes cœur de métier.	Les marges se stabilisent à des niveaux élevés grâce à un mix favorable et à une souscription disciplinée.	35.0 M Le nombre d'actions continue de diminuer modestement grâce à la poursuite du programme de rachat.
9	2034	28,359.0 M	25.5%	7,231.5 M	0.284	2,055.7 M	Croissance (~3,5 %) portée par la maturité des programmes et la fidélité de la clientèle qui produisent une expansion organique régulière.	Les marges culminent à mesure que les gains d'efficacité et les rendements d'investissement se cumulent sur un portefeuille plus large.	34.5 M Le programme de rachat se poursuit, réduisant encore la base d'actions.
10	2035	29,300.0 M	25.0%	7,325.0 M	0.247	1,810.6 M	Croissance (~3,25 %) se rapprochant d'un régime permanent mais restant supérieure au PIB grâce au mix de produits et aux avantages d'échelle.	Les marges se normalisent légèrement depuis leur pic mais demeurent nettement au-dessus de niveaux prudents, reflétant une forte discipline de souscription et un revenu d'investissement solide.	34.0 M Le nombre d'actions en circulation termine nettement plus bas après des rachats soutenus; la valeur par action est calculée à partir du nombre d'actions des douze derniers mois 2025.
t		—	—	7,508.1 M	0.247	14,847.1 M			—

VALEUR D'ENTREPRISE	VALEUR DES ACTIONS	VALEUR PAR ACTION
41,488.3 M	**42,806.3 M**	**986.32 USD**

Référence

6.5.1 **6.5.2** **6.5.3**

6.6 Comparaison avec le prix actuel

Au cours actuel de 370,38 dollars par action, le titre se négocie nettement en deçà de la valeur issue du scénario réaliste, fixée à 772,64 dollars par action. Cet écart représente un rabais d'environ 52,07 % par rapport à la valeur intrinsèque estimée dans ce scénario de base, soit un potentiel de hausse immédiat de l'ordre de 108,7 % si cette valeur était atteinte. Pour un investisseur qui exige un rendement annualisé de 15 %, payer largement en dessous de cette estimation de juste valeur accroît la marge de sécurité: le taux de 15 % reste le taux de rendement demandé pour les flux futurs, et l'écart de prix actuel offre un coussin supplémentaire en cas de réalisation partielle seulement des hypothèses. L'intérêt de la valeur dépend toutefois de la matérialisation des trajectoires de croissance, de marges et de retour de capital décrites dans les scénarios de DCF.

Référence

6.6.1 **6.6.2**

6.7 Conclusion

La synthèse de la valorisation indique que, sur la base d'un modèle DCF à dix ans avec un taux d'actualisation de 15 % et un taux de croissance terminal de 2,5 %, la valeur intrinsèque la plus plausible pour Everest se situe autour de 772,64 dollars par action dans le scénario réaliste. Le prix de marché d'environ 370,38 dollars reflète ainsi un escompte d'environ 52 % par rapport à cette estimation, ce qui constitue une marge de sécurité importante pour un investisseur prêt à accepter les risques propres au secteur. La robustesse de cette conclusion dépend surtout de trois paramètres. D'abord, le taux de croissance terminal: de faibles variations de cette hypothèse ont un impact sensible sur la part de la valeur liée à la période de perpétuité. Ensuite, le taux d'actualisation: un mouvement d'un point de pourcentage à la hausse ou à la baisse affecte fortement la valeur actuelle des flux futurs, compte tenu du poids de la valeur terminale. Enfin, la trajectoire de reprise des marges de flux de trésorerie disponibles et de croissance du chiffre d'affaires à moyen terme, qui conditionne à la fois la valeur de la période explicite et le niveau de base de la valeur terminale. Pour apprécier si le scénario réaliste reste pertinent, il convient de suivre dans le temps le développement des sinistres antérieurs en responsabilité civile américaine, l'exécution de la couverture de développement défavorable et de la cession de droits de renouvellement, ainsi que le rythme des rachats d'actions. Ces éléments détermineront si la décote actuelle se résorbe effectivement au profit des actionnaires.

Référence

6.7.1 **6.7.2** **6.7.3**

7. Score d'attractivité Buffett

7.1 Tableau

La grille Buffett met en perspective les principaux atouts et fragilités d'Everest à travers six dimensions clés, en reliant les tendances financières récentes, la structure économique du métier de réassureur et les décisions de gestion. Elle fait ressortir un modèle d'affaires d'assurance/réassurance robuste et faiblement capitalistique, une position de marché solide mais pas dominante, ainsi qu'une gouvernance jugée sérieuse, face à des bénéfices structurellement volatils et à des risques de réserves encore en cours de résolution. La valorisation ressort comme l'élément différenciant, avec une décote très importante malgré l'utilisation d'hypothèses prudentes dans le modèle d'actualisation des flux de trésorerie.

Chaque critère est ainsi noté à l'aune d'un investisseur de type « Buffett », qui cherche des franchises durables, génératrices de cash et correctement pilotées, tout en exigeant une marge de sécurité élevée lorsque la prévisibilité et le profil de risque ne sont pas ceux d'un « compounder » ultra-stable. Dans ce cadre, Everest se situe plutôt dans le haut de la fourchette pour un acteur exposé aux cycles de catastrophes et de responsabilité civile longue traîne, mais sans atteindre l'hyper-qualité des champions les plus prévisibles.

La lecture combinée des six notes confirme que le dossier repose sur un arbitrage clair entre, d'un côté, une franchise rentable à long terme, un bilan conservateur et une direction prête à sacrifier le court terme pour assainir les réserves, et, de l'autre, une volatilité bénéficiaire inhérente au secteur et des incertitudes résiduelles sur l'adéquation des provisions. L'ampleur de la décote de marché par rapport à la valeur intrinsèque estimée constitue le principal moteur de l'attrait du titre dans cette grille d'analyse.

Grille Buffett

Critère	Score	Justification
Prévisibilité	3.0/5	Les revenus de primes progressent de façon régulière, avec une franchise qui se développe et génère des flux de trésorerie d'exploitation supérieurs au résultat net et des marges de flux de trésorerie disponible autour de 20–25 %, ce qui traduit une bonne qualité de cash. En revanche, le résultat net et la rentabilité sur fonds propres restent volatils, avec un net recul après 2023 et de fortes renforcements de réserves en 2024–2025, dans un métier structurellement exposé aux catastrophes et aux cycles de responsabilité civile, ce qui limite la visibilité à un niveau intermédiaire plutôt qu'à celle d'un « compounder » très stable.
Modèle d'affaires	4.0/5	Le modèle d'assurance/réassurance de dommages, fondé sur l'encaissement anticipé de primes et l'investissement du float, a démontré sa capacité à monter en puissance, avec un quasi-doublement des revenus entre 2020 et 2025, une amélioration des marges et une bonne rentabilité du capital investi, le tout avec des besoins d'investissement physiques faibles. Le bilan s'est renforcé dans le temps et l'endettement reste modéré, ce qui confère une bonne durabilité au modèle, même si la cyclicité des prix, le risque de catastrophes et les incertitudes sur les longues traînes empêchent d'atteindre la note maximale.
Moat	3.0/5	L'avantage concurrentiel repose sur une taille critique et une position de top-10 mondial en réassurance dommages, des notations de solidité financière élevées, un réseau très large de courtiers et de cédantes et un savoir-faire de souscription sur certaines lignes, ce qui se traduit par des rendements du capital corrects et des ratios combinés globalement dans le milieu des années 90 sur le cycle. Toutefois, la volatilité des résultats sur plusieurs exercices et les renforcements de réserves récents, ainsi que des concurrents de premier plan affichant de meilleurs ratios combinés et une diversification plus large, montrent que ce moat est réel mais de profondeur moyenne, adapté à une note de 3/5.
Gestion	4.0/5	La direction et le conseil, expérimentés et majoritairement indépendants, s'appuient sur un cadre formel de gestion des risques et un schéma de rémunération lié à une rentabilité des fonds propres ajustée axée sur la souscription. La rentabilité (ROE et ROIC) s'est redressée, la conversion en trésorerie est solide et le bilan demeure discipliné, avec des retours de capital significatifs aux actionnaires et un levier modéré. Les décisions de renforcer les réserves, de mettre en place un contrat de couverture de développement défavorable et de céder des portefeuilles complexes illustrent une volonté de privilégier la solidité de long terme. La faible part de détention interne et l'usage de métriques ajustées dans la rémunération justifient toutefois de rester à 4/5.
Risques	3.0/5	Le profil de risque est marqué par d'importants développements défavorables de réserves sur les exercices récents et un recours à un contrat de couverture de développement défavorable sur des passifs nord-américains, signes de sous-provisionnement passé et de risque résiduel sur l'adéquation des réserves. S'y ajoutent la volatilité de la profitabilité et une réorientation stratégique significative, avec sortie d'un portefeuille de détail et création d'un segment en run-off, ainsi qu'une forte sensibilité structurelle aux cycles de catastrophes et de responsabilités longues. Ces éléments sont néanmoins contrebalancés par un niveau de capital et de liquidité confortable, une structure de dette prudente, une forte génération de cash et l'absence de signaux d'alerte sur la qualité des actifs ou le contrôle interne, ce qui conduit à un niveau de risque globalement modéré.

Valorisation	5.0/5	L'analyse par flux de trésorerie actualisés, bâtie sur un taux d'actualisation élevé de 15 % et une croissance terminale prudente, aboutit à une valeur intrinsèque sensiblement supérieure au cours de bourse, avec un potentiel de hausse important même dans un scénario prudent. Le maintien délibéré d'un coût du capital élevé pour refléter le moat seulement modéré et les risques de réserves et de stratégie signifie que la marge de sécurité observée est calculée sur une base exigeante plutôt que complaisante, ce qui justifie une note maximale de 5/5 en valorisation.

Référence

7.1.1

7.2 Score final et interprétation 22.0/30

Le score total de 22/30 situe Everest dans la partie supérieure des valeurs jugées « Buffett-compatibles » pour un secteur aussi cyclique et risqué que la réassurance. Cette note reflète la combinaison d'un modèle d'affaires d'assurance/réassurance scalable, fondé sur le float et très générateur de trésorerie, d'un avantage concurrentiel réel mais de profondeur moyenne, et d'une équipe dirigeante perçue comme disciplinée et attentive à la création de valeur par action.

Les limites du score viennent surtout de la prévisibilité moyenne des résultats et d'un profil de risque qui demeure typique d'un grand réassureur, avec une forte sensibilité aux catastrophes naturelles, aux longues traînes en responsabilité civile américaine et aux cycles de marché, comme l'illustrent les importantes révisions de réserves en 2024–2025. Ces éléments empêchent Everest d'être classé parmi les « compounders » les plus stables de l'univers Buffett.

L'élément déterminant est la valorisation, notée au maximum grâce à une estimation de valeur intrinsèque sensiblement supérieure au cours de bourse, malgré un taux d'actualisation volontairement exigeant. Pour un investisseur capable d'accepter la volatilité inhérente au métier et de suivre de près l'évolution des réserves et le recentrage stratégique, ce score global suggère un couple qualité/prix particulièrement favorable sur un horizon de long terme.

Référence

7.2.1

8. Résumé exécutif ACHAT

Everest est un réassureur et assureur dommages global, actif en assurance et réassurance, qui encaisse des primes en amont et investit le float dans un modèle capitalistique léger. Entre 2020 et 2025, les primes ont progressé d'environ 9,6 Md$ à 17,3 Md$, avec un retour à une performance de souscription à deux chiffres après le creux de 2022. Les flux de trésorerie d'exploitation dépassent nettement le résultat net et les marges de flux de trésorerie disponible se situent autour de 20–25 %, ce qui traduit une forte conversion du résultat en cash.

La structure financière apparaît prudente pour le secteur, avec environ 15,5 Md$ de fonds propres, un ratio dette/fonds propres d'environ 0,23x et un volume important d'actifs investis et de trésorerie, de quoi soutenir les notations de solidité financière et la capacité à absorber des chocs. Le fossé concurrentiel est jugé modéré: la taille, la position de top-10 mondial avec 17,7 Md$ de primes brutes émises en 2025 et un rang n°4 en primes de réassurance non-IFRS, les notations A+/A1 et un réseau étendu de courtiers et cédantes, ainsi que des expertises de souscription de niche, apportent de vrais avantages sans neutraliser totalement le risque de cycle et de sinistralité longue traîne.

La direction générale et le conseil, largement indépendant, affichent une gouvernance structurée (gestion des risques, comités dédiés) et une discipline actionnariale: renforcement massif des réserves, mise en place d'une couverture de développement défavorable (ADC) d'environ 1,2 Md$, cession de droits de renouvellement pour un portefeuille d'environ 2 Md$ et retour de 1,1 Md$ aux actionnaires en 2025 via dividendes et rachats ciblés. Ces choix montrent une acceptation de coûts de court terme pour améliorer la résilience future.

Les principaux points de vigilance tiennent à l'adéquation des réserves et aux développements de sinistres antérieurs, avec 1,5 Md$ de développement défavorable en 2024 puis 657 M$ en 2025, ainsi qu'à la volatilité des résultats liée aux catastrophes et aux expositions longues en responsabilité civile américaine. Le recentrage stratégique autour de la réassurance et de l'assurance spécialisée, via la vente des droits de renouvellement et la création d'un segment en run-off, réduit certaines sources de volatilité mais introduit un risque d'exécution et de concentration qui doit être suivi dans la durée.

Du point de vue de la valorisation, le scénario réaliste d'actualisation des flux de trésorerie, basé sur un taux d'actualisation de 15 % et une croissance terminale de 2,5 %, aboutit à une valeur intrinsèque de 772,64 $ par action. Au regard d'un cours de marché de 370,38 $, le titre se traite avec une décote d'environ 52 % sur cette estimation de valeur, soit une marge de sécurité significative, d'autant qu'elle est calculée sur la base d'un coût du capital élevé pour refléter les risques de réserves et de cyclicité.

En synthèse, Everest combine un modèle de float scalable, une génération de cash robuste et une structure de capital conservatrice, adossés à un moat modéré et une gestion jugée compétente. Le processus de remédiation des réserves et la mise en place de l'ADC réduisent, sans les effacer, les incertitudes sur les longues traînes. Compte tenu de la large marge de sécurité implicite et du score Buffett global de 22/30, l'équilibre entre qualité, risque et prix apparaît attractif pour des investisseurs prêts à accepter la cyclicité de la réassurance et à surveiller de près l'évolution des réserves et l'exécution de la transaction avec AIG.

La recommandation retenue est donc: ACHAT.

Points forts :

- Taille et position de marché : réassureur dommages global de top-10 avec 17,7 Md$ de primes brutes émises en 2025 et un rang n°4 en primes de réassurance non-IFRS.
- Profil financier et génération de cash solides : croissance des primes d'environ 9,6 Md$ en 2020 à environ 17,3 Md$ en 2025, flux de trésorerie d'exploitation systématiquement supérieurs au résultat net et marges de flux de trésorerie disponible proches de 20–25 %.

- Bilan et liquidité conservateurs : fonds propres en hausse d'environ 8,1 Md$ (2016) à environ 15,5 Md$ (2025), ratio dette/fonds propres d'environ 0,23x et volume important d'actifs investis et de trésorerie assurant une bonne liquidité.
- Management compétent et discipliné, avec une bonne gouvernance : conseil expérimenté doté d'un dispositif de gestion des risques, rémunération indexée sur la rentabilité de souscription et 1,1 Md$ retournés aux actionnaires en 2025, parallèlement à des actions ciblées de réduction des risques.
- Avantage en valorisation : valeur intrinsèque réaliste issue du DCF de 772,64 $ par action contre un cours de marché de 370,38 $, soit une marge de sécurité d'environ 52 % malgré un taux d'actualisation conservateur de 15 %.

Points faibles :

- Adéquation des réserves et développements antérieurs : développement défavorable des réserves de 1,5 Md$ en 2024 et 657 M$ en 2025, assorti d'un contrat de couverture de développement défavorable d'environ 1,2 Md$, signes de sous-provisionnement passé en responsabilité civile américaine et de risque résiduel sur l'adéquation des réserves.
- Volatilité des résultats et cyclicité : marge nette passée de 17,4 % en 2023 à environ 8–9 % en 2024–2025 et rentabilité des fonds propres de l'ordre de 19 % retombée vers 9–10 %, traduisant une sensibilité marquée aux cycles de catastrophes et de responsabilité.
- Risque d'exécution stratégique : cession d'environ 2 Md$ de droits de renouvellement à AIG et création d'un segment « Other » en run-off constituant un pivot significatif qui réduit certaines sources de volatilité mais introduit un risque d'exécution et de concentration.
- Alignement économique interne limité et dépendance à des métriques ajustées : faible détention par les dirigeants (environ 0,8 %) et système d'incitation centré sur la rentabilité des fonds propres ajustée du résultat opérationnel net, susceptible d'atténuer la lisibilité de la performance en normes comptables sur une année donnée.

Références

[1] FMP company profile

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/profile/EG?symbol=EG

[2] EDGAR 10-K Item 1

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Item 1

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000109507326000006/eg-20251231.htm#i4f361a54d47844889d56f3b13bc51360_124

ll be required to pay U.S. corporate income taxes other than withholding taxes on certain investment income and premium excise taxes. If Group or its Bermuda subsidiaries were to become subject to U.S. income tax, there could be a material adverse effect on the Company's financial condition, results of operations and cash flows.

On July 4, 2025, The One Big Beautiful Bill was signed into law. The One Big Beautiful Bill did not have a material impact on our results of operations, financial condition or cash flows upon enactment in 2025, and we do not expect it to have a material impact in the…

[3] Yahoo Finance quote for EG

Yahoo · api · 2026-08-06

https://finance.yahoo.com/quote/EG

[4] EDGAR 10-K Item 1

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Item 1

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000109507326000006/eg-20251231.htm#i4f361a54d47844889d56f3b13bc51360_22

ITEM 1. BUSINESS

The Company.

Everest is a Bermuda-based reinsurance and insurance organization. As part of the Standard & Poor's ("S&P") 500 Index, we are a leading financial services institution focused on diversifying our portfolio and geographic presence. Through our direct and indirect subsidiaries operating in the U.S. and internationally, we serve a diverse group of clients worldwide, providing what we believe are extensive product and distribution capabilities, a strong balance sheet, an innovative culture and access to world-class talent.

At December 31, 2025, we had shareholde…

[5] EDGAR 10-K Item 1A

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Item 1A

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000109507326000006/eg-20251231.htm#i4f361a54d47844889d56f3b13bc51360_136

insurance companies and domestic and international underwriting operations, including underwriting syndicates at Lloyd's of London.

According to S&P, Everest ranks among the top ten global property and casualty reinsurance groups. The worldwide net premium written by the Top 40 global reinsurance groups for both life and non-life business was estimated to be $347 billion in 2024 according to data compiled by S&P. In addition to existing competitors, the entry of alternative capital market products and new company formations, such as Insurtech companies, provide additional sources of reinsura…

[6] FMP fmp_income_statement

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/income-statement/EG?period=annual&limit=10

[7] FMP fmp_key_metrics

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/key-metrics/EG?period=annual&limit=10

[8] FMP fmp_ratios

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/ratios/EG?period=annual&limit=10

---

[9] Extracted web text

Web · web · 2026-08-06

https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2025/ar/2025-Annual-Report.pdf

Annual Report 2025 Everest Group, Ltd. 03 A Message From Our Chairman 04 About Everest 05 A Message From Our CEO (begins) 06 Everest Reinsurance 08 Everest Insurance® 09 Investing in People and Technology 10 Corporate Responsibility 12 Financial Highlights 13 Executive Leadership 14 Board of Directors 15 Form 10-K 2 2025 Annual Report CONTENTS John A. Graf Chairman John A. Graf Chairman These changes were driven by poor results within certain U.S. casualty lines, a rapidly evolving market, and the need to become a more disciplined, agile, and opportunistic enterprise. The Company is now more ...

---

[10] 2024 Everest Group 10-K

Tavily · web · 2026-08-06

https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2024/q4/2024-Everest-Group-10-K.pdf

2024 Everest Group 10-K
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2024/q4/2024-Everest-Group-10-K.pdf
According to S&P, Everest ranks among the top ten global property and casualty reinsurance groups. The worldwide net premium written by the Top 40 global reinsurance groups for both life and non-life business was estimated to be $318 billion in 2023 according to data compiled by S&P. In addition to existing competitors, the entry of alternative capital Table of Contents 25 market products and new company formations provide additional sources of reinsurance and insurance capacity, ...

---

[11] Global reinsurance market: special renewal 2026

Tavily · web · 2026-08-06

http://www.atlas-mag.net/en/articles/global-reinsurance-market

2024 Everest Group 10-K
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2024/q4/2024-Everest-Group-10-K.pdf
According to S&P, Everest ranks among the top ten global property and casualty reinsurance groups. The worldwide net premium written by the Top 40 global reinsurance groups for both life and non-life business was estimated to be $318 billion in 2023 according to data compiled by S&P. In addition to existing competitors, the entry of alternative capital Table of Contents 25 market products and new company formations provide additional sources of reinsurance and insurance capacity, ...

---

[12] Top Global Reinsurance Companies Rankings

Tavily · web · 2026-08-06

https://dealerre.com/feeds/blog/best-reinsurance-companies

2024 Everest Group 10-K
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2024/q4/2024-Everest-Group-10-K.pdf
According to S&P, Everest ranks among the top ten global property and casualty reinsurance groups. The worldwide net premium written by the Top 40 global reinsurance groups for both life and non-life business was estimated to be $318 billion in 2023 according to data compiled by S&P. In addition to existing competitors, the entry of alternative capital Table of Contents 25 market products and new company formations provide additional sources of reinsurance and insurance capacity, ...

---

[13] Reinsurers Ranking | Fundación MAPFRE

Tavily · web · 2026-08-06

https://www.fundacionmapfre.org/en/publications/all/reinsurers-ranking

2024 Everest Group 10-K
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2024/q4/2024-Everest-Group-10-K.pdf
According to S&P, Everest ranks among the top ten global property and casualty reinsurance groups. The worldwide net premium written by the Top 40 global reinsurance groups for both life and non-life business was estimated to be $318 billion in 2023 according to data compiled by S&P. In addition to existing competitors, the entry of alternative capital Table of Contents 25 market products and new company formations provide additional sources of reinsurance and insurance capacity, ...

---

[14] Top Global Reinsurance Groups - Reinsurance News

Tavily · web · 2026-08-06

https://www.reinsurancene.ws/top-50-reinsurance-groups

2024 Everest Group 10-K
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2024/q4/2024-Everest-Group-10-K.pdf
According to S&P, Everest ranks among the top ten global property and casualty reinsurance groups. The worldwide net premium written by the Top 40 global reinsurance groups for both life and non-life business was estimated to be $318 billion in 2023 according to data compiled by S&P. In addition to existing competitors, the entry of alternative capital Table of Contents 25 market products and new company formations provide additional sources of reinsurance and insurance capacity, ...

---

[15] Extracted web text

Web · web · 2026-08-06

https://www.reinsurancene.ws/top-50-reinsurance-groups/

Top Global Reinsurance Groups - Reinsurance News Home News # By combining our experience in knowledge management and reinsurance insight with technology, we aim to bring you the reinsurance industry news that matters online and in our daily emails. Use these categories to find news that interests you, or to view all of our news in chronological order just select “Read all news”.Read all news It’s free to sign up and get all of our reinsurance news by email every day.Get our Reinsurance News emails # Monte Carlo Rendez-Vous Reinsurance Renewals Re/Insurer results People Moves Major loss news L...

---

[16] EDGAR 10-K Item 7

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Item 7

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000109507326000006/eg-20251231.htm#if96f288be3a34cb6a92b9f58d2e50d39_6-3-1-1-483498

ITEM 7. MANAGEMENT’S DISCUSSION AND ANALYSIS OF FINANCIAL CONDITION AND RESULTS OF OPERATION

Overview.

Everest is a global underwriting leader providing best-in-class property, casualty and specialty reinsurance and insurance solutions. As part of the Standard & Poor’s (“S&P”) 500 Index, we are a leading financial services institution focused on value creation for our shareholders while diversifying our portfolio and geographic presence. Through our direct and indirect subsidiaries operating in the U.S. and internationally, we serve a diverse group of clients worldwide, providing what we...

---

[17] Annual Report 2025 Everest Group, Ltd.

Tavily · web · 2026-08-06

https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2025/ar/2025-Annual-Report.pdf

Annual Report 2025 Everest Group, Ltd.
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2025/ar/2025-Annual-Report.pdf
Our combined ratio decreased by 3.7 points to 98.6% in 2025, compared to 102.3% in 2024. The current year decrease is primarily due to lower unfavorable prior year development on attritional losses and lower current year catastrophe losses. The loss ratio component decreased by 4.6 points to 69.8% in 2025, compared to 74.4% in 2024. The decrease was mainly due to a decrease of $73 million in current year catastrophe losses and lower unfavorable prior year development on ...

---

[18] Everest Group, Ltd. - Everest Reports Fourth Quarter and Full-Year 2024 Results

Tavily · web · 2026-08-06

https://investors.everestglobal.com/news/news-details/2025/Everest-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2024-Results/default.aspx

Annual Report 2025 Everest Group, Ltd.
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2025/ar/2025-Annual-Report.pdf
Our combined ratio decreased by 3.7 points to 98.6% in 2025, compared to 102.3% in 2024. The current year decrease is primarily due to lower unfavorable prior year development on attritional losses and lower current year catastrophe losses. The loss ratio component decreased by 4.6 points to 69.8% in 2025, compared to 74.4% in 2024. The decrease was mainly due to a decrease of $73 million in current year catastrophe losses and lower unfavorable prior year development on ...

---

[19] Everest's reinsurance arm posts positive Q3'25 result but ...

Tavily · web · 2026-08-06

https://www.reinsurancene.ws/everests-reinsurance-arm-posts-positive-q325-result-but-reserve-strengthening-dents-group-performance

Annual Report 2025 Everest Group, Ltd.
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2025/ar/2025-Annual-Report.pdf
Our combined ratio decreased by 3.7 points to 98.6% in 2025, compared to 102.3% in 2024. The current year decrease is primarily due to lower unfavorable prior year development on attritional losses and lower current year catastrophe losses. The loss ratio component decreased by 4.6 points to 69.8% in 2025, compared to 74.4% in 2024. The decrease was mainly due to a decrease of $73 million in current year catastrophe losses and lower unfavorable prior year development on ...

---

[20] Everest Group reshapes segments, earns $1.6B profit | EG 8-K Filing

Tavily · web · 2026-08-06

https://www.stocktitan.net/sec-filings/EG/8-k-everest-group-ltd-reports-material-event-541fdf2d3bb2.html

Annual Report 2025 Everest Group, Ltd.
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2025/ar/2025-Annual-Report.pdf
Our combined ratio decreased by 3.7 points to 98.6% in 2025, compared to 102.3% in 2024. The current year decrease is primarily due to lower unfavorable prior year development on attritional losses and lower current year catastrophe losses. The loss ratio component decreased by 4.6 points to 69.8% in 2025, compared to 74.4% in 2024. The decrease was mainly due to a decrease of $73 million in current year catastrophe losses and lower unfavorable prior year development on ...

---

[21] Everest Group's profits halved as combined ratio rises in Q3 | Insurance Business

Tavily · web · 2026-08-06

https://www.insurancebusinessmag.com/ca/news/breaking-news/everest-groups-profits-halved-as-combined-ratio-rises-in-q3-554519.aspx

Annual Report 2025 Everest Group, Ltd.
https://s203.q4cdn.com/937887252/files/doc_financials/2025/ar/2025-Annual-Report.pdf
Our combined ratio decreased by 3.7 points to 98.6% in 2025, compared to 102.3% in 2024. The current year decrease is primarily due to lower unfavorable prior year development on attritional losses and lower current year catastrophe losses. The loss ratio component decreased by 4.6 points to 69.8% in 2025, compared to 74.4% in 2024. The decrease was mainly due to a decrease of $73 million in current year catastrophe losses and lower unfavorable prior year development on ...

---

[22] FMP fmp_income_statement

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/income-statement/EG?period=annual&limit=5

---

[23] FMP fmp_balance_sheet

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/balance-sheet-statement/EG?period=annual&limit=5

---

[24] FMP fmp_cash_flow_statement

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/cash-flow-statement/EG?period=annual&limit=5

---

[25] FMP fmp_ratios

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/ratios/EG?period=annual&limit=5

---

[26] Everest Reports Third Quarter 2025 Results

Tavily · web · 2026-08-06

https://investors.everestglobal.com/news/news-details/2025/Everest-Reports-Third-Quarter-2025-Results/default.aspx

Everest Group Property & Casualty (P&C) Insurance IT Services ...
https://www.accenture.com/content/dam/accenture/final/accenture-com/document-4/Everest-Group-Property-and-Casualty-P-C-Insurance-IT-Services-PEAK-Matrix-Assessment-2025.pdf
The full report includes the profiles of the following 31 leading P&C insurance IT service providers featured on the Property and Casualty (P&C) Insurance IT Services PEAK Matrix® Assessment 2025: ☐ Leaders: Accenture, Capgemini, Cognizant, Deloitte, EY, HCLTech, Infosys, LTIMindtree, TCS, and ValueMomentum ☐ Major Contenders: Atos, Coforge, Digitide, DXC Te...

---

[27] Everest Announces Agreement to Sell Retail Commercial Insurance Renewal Rights to AIG | Everest

Tavily · web · 2026-08-06

https://www.everestglobal.com/us-en/news-media/press-releases/2025/everest-announces-agreement-to-sell-retail-commercial-insurance-renewal-rights-to-aig

---

[28] Everest refocuses with AIG renewal rights sale and $1.2 billion reserve protection deal | Insurance Business

Tavily · web · 2026-08-06

https://www.insurancebusinessmag.com/us/news/breaking-news/everest-refocuses-with-aig-renewal-rights-sale-and-1-2-billion-reserve-protection-deal-554467.aspx

---

[29] Python calc

Calcul · calculation · 2026-08-06

calculation://calc_python

Calcul : net_income=1591000000
ocf=3402000000
reserve_dev=657000000
ocf_to_net=ocf/net_income
reserve_dev_to_net=reserve_dev/net_income
ocf_to_net, reserve_dev_to_net

---

[30] EDGAR 10-K Item 9A

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Item 9A

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000109507326000006/eg-20251231.htm#i4f361a54d47844889d56f3b13bc51360_289

ITEM 9A. CONTROLS AND PROCEDURES

Disclosure Controls and Procedures.

As required by Rule 13a-15(b) of the Exchange Act, our management, including our Chief Executive Officer and Chief Financial Officer, has evaluated the effectiveness of our disclosure controls and procedures (as defined in Rule 13a-15(e) under the Exchange Act). Based on that evaluation, the Chief Executive Officer and Chief Financial Officer have concluded that our disclosure controls and procedures were effective as of the end of the period covered by this annual report.

Management’s Report on Internal Control Over F...

---

[31] EDGAR DEF 14A Compensation Discussion and Analysis Compensation Discussion and Analysis

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Compensation Discussion and Analysis Compensation Discussion and Analysis

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000162828026024596/eg-20260406.htm#i-58

ore information and available

reconciliations of non-GAAP measures.

2026 Proxy Statement 55

The Company's Compensation Philosophy and Objectives

Executive Performance Annual Incentive Plan

In addition to other criteria, the Executive Incentive Plan provides that the total amount of awards granted to all

participants in any one year may not exceed 10% of the Company's average annual income before taxes for the

preceding five years.

Pursuant to the terms of the Executive Incentive Plan, within 90 days after the beginning of the fiscal year, the

Compensation Committee selects those e…

---

[32] FMP fmp_cash_flow_statement

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/cash-flow-statement/EG?period=annual&limit=10

---

[33] FMP fmp_balance_sheet

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/balance-sheet-statement/EG?period=annual&limit=10

---

[34] EDGAR DEF 14A Corporate Governance Corporate Governance

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Corporate Governance Corporate Governance

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000162828026024596/eg-20260406.htm#ia8800c12228d49baaedb1bd51e89d5af_40

corporate governance. This leadership framework allows

different points of view to be given appropriate weight at Board meetings and aims to ensure that no single viewpoint is

given disproportionate deference.

The Board believes that, going forward, it is in the best interests of the Company for Mr. Graf to serve as independent

Chairman of the Board, given his leadership experience during ten years of service on the Board, his experience as a

senior executive and board member at several financial services companies and his knowledge of the (re)insurance

industry and financial markets. I…

---

[35] EDGAR DEF 14A Corporate Governance Corporate Governance

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Corporate Governance Corporate Governance

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000162828026024596/eg-20260406.htm#ia8800c12228d49baaedb1bd51e89d5af_58

o management strategies seek to minimize the impact of severe events on our capital. Among other things,

this is accomplished by maintaining a business portfolio diversified by product line and geography and by employing a

tactical approach to managing risk, including but not limited to de-risking our property exposures to reduce volatility

during times of inadequate pricing and utilizing third party capital to leverage opportunity.

2026 Proxy Statement 47

Compensation Discussion and Analysis

2025 Financial Results

Everest's 2025 financial performance reflected the strategic steps ta…

---

[36] FMP fmp_key_metrics

FMP · api · 2026-08-06

https://financialmodelingprep.com/api/v3/key-metrics/EG?period=annual&limit=5

---

[37] Yahoo Finance ownership for EG

Yahoo · api · 2026-08-06

https://finance.yahoo.com/quote/EG/holders

---

[38] EDGAR DEF 14A Compensation Discussion and Analysis Compensation Discussion and Analysis

EDGAR · edgar · 2026-08-06 · Compensation Discussion and Analysis Compensation Discussion and Analysis

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1095073/000162828026024596/eg-20260406.htm#i-59

enewal casualty remediation in North America, obtained a $1.2 billion adverse

development cover and sold the renewal rights for certain lines of the commercial property and casualty insurance

business in the U.S., U.K., E.U. and Asia Pacific to AIG. Despite reserve strengthening, pre-tax catastrophe losses of $757

million and costs related to strategic actions, the Company generated a Net Operating Income ROE of 12.4% and Total

Shareholder Return of 13.1%. Everest also grew its net investment income by $170 million and returned $1.1 billion in

capital to shareholders in the form of shar…

---

[39] Run DCF once per scenario and compare the outputs

Bull Run Valuation · calculation · 2026-08-06

`valuation://valuation_scenario_compare`

Calcul : Run DCF once per scenario and compare the outputs — {"scenarios": [{"discount_rate": 0.15, "discount_rate_justification": "Investor target hurdle 15% annual return; Everest's moderate moat and meaningful reserve/strategic anomalies justify using the 15% base hurdle without downward adjustment — the company is strong but cyclical, so 15% compensates for underwriting volatility and execution risk (moat_output and anomalies_output summaries).", "historical_years": [{"calendar_year": "2023", "fcf_margin": 0.312, "revenue": 14587000000, "shares_outstanding": 43400000}, {"calendar_year": "2024", "fcf_margin": 0.287, "revenue": 17281000000, "shares_outstanding": 43400000}, {"calendar_year": "2025", "fcf_margin": 0.175, "revenue": 17496000000, "shares_outstanding": 43400000}], "name": "Prudent", "net_debt": -1318000000, "net_debt_justification": "Latest FMP balance sheet (2025-12-31) reports netDebt = -$1.318bn (net cash) (fmp_balance_sheet call_mA1cHEBAuDSR9RUCt5slgssJ).", "projected_years": [{"calendar_year": "2026", "fcf_margin": 0.14, "fcf_margin_justification": "FCF margin constrained by ongoing reserve remediation costs and lower investment income; operating cash flow recovers slowly as reserve actions subside.", "revenue": 17846000000, "revenue_justification": "Growth limited as markets soften and Everest focuses on de-risking: ADC and renewal-rights divestiture reduce written premiums and new business appetite, producing modest ~2% top-line growth vs 2025.", "shares_outstanding": 43600000, "shares_outstanding_justification": "No buybacks; small dilution from stock-based compensation and retention plans increases share count marginally."}, {"calendar_year": "2027", "fcf_margin": 0.145, "fcf_margin_justification": "Margins inch up modestly as ADC benefits are realized and catastrophe losses normalize, but prior-year reserve overhang keeps margins below historical peaks.", "revenue": 18203000000, "revenue_justification": "Sustained conservative underwriting posture and weak rate environment keep growth near 2% as legacy runoff persists and reinsurance market normalizes.", "shares_outstanding": 43700000, "shares_outstanding_justification": "Continued lack of buybacks and modest share-based comp issuance causes share count to rise slightly."}, {"calendar_year": "2028", "fcf_margin": 0.145, "fcf_margin_justification": "FCF margin stabilizes as reserve strengthening subsides but investment yields remain moderate, limiting margin recovery.", "revenue": 18567000000, "revenue_justification": "Low-single-digit premium growth continues as Everest prioritizes margin over volume and exits lower-margin retail insurance renewals.", "shares_outstanding": 43800000, "shares_outstanding_justification": "Share count increases slightly from compensation and limited repurchase activity."}, {"calendar_year": "2029", "fcf_margin": 0.14, "fcf_margin_justification": "Margins dip slightly as payout on legacy claims and ADC financing costs still weigh on cash flow.", "revenue": 18898000000, "revenue_justification": "Matured reinsurance pricing and modest tightening produce ~1.8% revenue growth; selective underwriting expansion in specialty lines offsets runoff.", "shares_outstanding": 43900000, "shares_outstanding_justification": "Stable to slightly higher share count driven by compensation vesting and no material buyback program."}, {"calendar_year": "2030", "fcf_margin": 0.138, "fcf_margin_justification": "FCF margin slowly recovers but remains below historical norms due to conservative reserving and reinvestment in underwriting infrastructure.", "revenue": 19187000000, "revenue_justification": "Growth remains subdued (~1.5%) as Everest maintains conservative risk appetite and allocates capital to reserves and liquidity.", "shares_outstanding": 44000000, "shares_outstanding_justification": "Minor dilution continues as stock-based compensation outpaces repurchases."}, {"calendar_year": "2031", "fcf_margin": 0.136, "fcf_margin_justification": "FCF margin pressed by conservative capital buffers and steady operating expenses during portfolio transition.", "revenue": 19476000000, "revenue_justification": "Gradual normalization of casualty lines and modest rate improvement drive mid-single-digit net growth (~1.5%) as legacy runoff winds down.", "shares_outstanding": 44100000, "shares_outstanding_justification": "No buybacks; share count increases slightly with continuing compensation issuance."}, {"calendar_year": "2032", "fcf_margin": 0.138, "fcf_margin_justification": "Margins begin to stabilize as investment income and underwriting margins modestly improve, offsetting remaining reserve pressure.", "revenue": 19768000000, "revenue_justification": "Steady but unspectacular growth as Everest focuses on retention and prudent underwriting, leading to ~1.5% growth.", "shares_outstanding": 44200000, "shares_outstanding_justification": "Share count creeps up from compensation and limited repurchase capacity."}, {"calendar_year": "2033", "fcf_margin": 0.14, "fcf_margin_justification": "FCF margin recovers toward a mid-teens steady state as claim volatility normalizes and investment yields modestly improve.", "revenue": 20067000000, "revenue_justification": "Balanced market conditions produce steady demand for reinsurance capacity and modest premium growth (~1.5%).", "shares_outstanding": 44300000, "shares_outstanding_justification": "No repurchases; slight dilution from equity-based awards."}, {"calendar_year": "2034", "fcf_margin": 0.145, "fcf_margin_justification": "Improved underwriting discipline and modest investment yield recovery lift FCF margins toward historic mid-teens levels.", "revenue": 20367000000, "revenue_justification": "Long-term structural growth limited by market saturation and competitive pressure; low-single-digit growth persists.", "shares_outstanding": 44400000, "shares_outstanding_justification": "Share count rises marginally due to ongoing compensation issuance and absence of buybacks."}, {"calendar_year": "2035", "fcf_margin": 0.15, "fcf_margin_justification": "FCF margin at a conservative long-term level reflecting normalized underwriting cycles and steady investment returns.", "revenue": 20672000000, "revenue_justification": "Terminal-era mature growth of ~1.5% reflecting a conservative steady-state for a large reinsurer focused on capital preservation.", "shares_outstanding": 44500000, "shares_outstanding_justification": "Shares outstanding end higher due to cumulative dilution from compensation and no buybacks."}], "terminal_growth_rate": 0.025, "terminal_growth_rate_justification": "2.5% reflects long-run nominal GDP/inflation expectations and the limited long-term organic growth potential of a large reinsurer; supports a conservative perpetuity assumption (macro outlook and sector maturity)."}, {"discount_rate": 0.15, "discount_rate_justification": "Investor target hurdle 15% annual return; Everest's moderate moat and reserve/strategy risks justify maintaining the 15% hurdle for a realistic case (moat_output and anomalies_output).", "historical_years": [{"calendar_year": "2023", "fcf_margin": 0.312, "revenue": 14587000000, "shares_outstanding": 43400000}, {"calendar_year": "2024", "fcf_margin": 0.287, "revenue": 17281000000, "shares_outstanding": 43400000}, {"calendar_year": "2025", "fcf_margin": 0.175, "revenue": 17496000000, "shares_outstanding": 43400000}], "name": "Réaliste", "net_debt": -1318000000, "net_debt_justification": "Net cash of $1.318bn as of 2025-12-31 per FMP balance sheet (call_mA1cHEBAuDSR9RUCt5slgssJ).",

"projected_years": [{"calendar_year": "2026", "fcf_margin": 0.18, "fcf_margin_justification": "FCF margin rebounds as ADC reduces tail volatility and investment income begins to normalize after prior-year repositioning.", "revenue": 18546000000, "revenue_justification": "Recovery from 2024-25 reserve actions and a hard market backdrop produce ~6% top-line growth as Everest selectively writes treaty and specialty business.", "shares_outstanding": 42900000, "shares_outstanding_justification": "Modest opportunistic buybacks funded by strong FCF reduce share count slightly in 2026."}, {"calendar_year": "2027", "fcf_margin": 0.19, "fcf_margin_justification": "Improved pricing and operating leverage raise FCF margins as underwriting discipline continues to improve.", "revenue": 19473000000, "revenue_justification": "Sustained favorable reinsurance pricing and profitable specialty growth drive ~5% growth as market hardening sustains margins.", "shares_outstanding": 42400000, "shares_outstanding_justification": "Continued buybacks at opportunistic market levels funded by excess cash flow further reduce share count."}, {"calendar_year": "2028", "fcf_margin": 0.2, "fcf_margin_justification": "Margins expand as higher-margin business mix enlarges and fixed costs are absorbed by revenue growth.", "revenue": 20447000000, "revenue_justification": "Business mix shifts toward higher-margin specialty and reinsurance lines; growth at ~5% driven by retention and selective new platforms.", "shares_outstanding": 41900000, "shares_outstanding_justification": "Ongoing buybacks continue to reduce share count as management returns excess capital."}, {"calendar_year": "2029", "fcf_margin": 0.205, "fcf_margin_justification": "Operating leverage and steady investment returns lift FCF margin incrementally.", "revenue": 21355000000, "revenue_justification": "Top-line growth slows to ~4.5% as base enlarges; strong renewal rates and cross-sell within wholesale/specialty lines support growth.", "shares_outstanding": 41400000, "shares_outstanding_justification": "Repurchase activity persists but moderates as valuation rises."}, {"calendar_year": "2030", "fcf_margin": 0.215, "fcf_margin_justification": "FCF margin expands as favorable underwriting cycles and investment returns persist, approaching mid-20% levels.", "revenue": 22209000000, "revenue_justification": "Stable market with moderate premium rate increases and business mix optimization yields ~4% growth.", "shares_outstanding": 40900000, "shares_outstanding_justification": "Buybacks continue at a moderate pace funded by robust free cash flows."}, {"calendar_year": "2031", "fcf_margin": 0.218, "fcf_margin_justification": "Sustained margin expansion from better mix and improved investment yields; margins plateau near long-run highs.", "revenue": 22985000000, "revenue_justification": "Growth benefits from geographic expansion and product mix (specialty insurance, excess-of-loss reinsurance) delivering ~3.5% increase.", "shares_outstanding": 40400000, "shares_outstanding_justification": "Share count declines as management maintains buyback program while preserving capital buffers."}, {"calendar_year": "2032", "fcf_margin": 0.215, "fcf_margin_justification": "Margins hold near peak as underwriting discipline and investment returns stabilize.", "revenue": 23760000000, "revenue_justification": "Mature growth from cross-selling and new program platforms plus moderate rate-on-line increases produce ~3.25% growth.", "shares_outstanding": 40000000, "shares_outstanding_justification": "Share count declines more slowly as buyback cadence becomes steady-state."}, {"calendar_year": "2033", "fcf_margin": 0.21, "fcf_margin_justification": "Margins slightly normalize as the business reaches a mature scale with predictable underwriting profits and steady investment yields.", "revenue": 24472000000, "revenue_justification": "Steady-state growth (~3.0%) as Everest fully transitions to a higher-quality reinsurance/wholesale mix and benefits from scale.", "shares_outstanding": 39600000, "shares_outstanding_justification": "Share count decreases modestly due to sustained buybacks and limited dilution."}, {"calendar_year": "2034", "fcf_margin": 0.205, "fcf_margin_justification": "FCF margin slightly compresses toward long-term steady-state as rate cycles normalize and capital returns continue.", "revenue": 25138000000, "revenue_justification": "Growth around ~2.75% as market competition increases but Everest's scale allows it to hold share in core lines.", "shares_outstanding": 39300000, "shares_outstanding_justification": "Minor further reductions in shares outstanding driven by continuing buybacks."}, {"calendar_year": "2035", "fcf_margin": 0.2, "fcf_margin_justification": "FCF margin stabilizes at a healthy long-term rate (20%) reflecting mature underwriting mix and steady investment returns.", "revenue": 25761000000, "revenue_justification": "Terminal-era growth (~2.5%) reflecting a large reinsurer with moderate organic expansion tied to GDP and inflation.", "shares_outstanding": 39000000, "shares_outstanding_justification": "Share count near long-term level after sustained buybacks; value per share computed using 2025 TTM share count."}], "terminal_growth_rate": 0.025, "terminal_growth_rate_justification": "2.5% terminal growth assumption aligned to long-run nominal GDP and inflation expectations for a mature reinsurer."}, {"discount_rate": 0.15, "discount_rate_justification": "Investor target hurdle 15% annual return; even in optimistic outcomes we keep 15% to reflect reinsurance cyclicality and reserve risk (anomalies_output warns of meaningful reserve volatility).", "historical_years": [{"calendar_year": "2023", "fcf_margin": 0.312, "revenue": 14587000000, "shares_outstanding": 43400000}, {"calendar_year": "2024", "fcf_margin": 0.287, "revenue": 17281000000, "shares_outstanding": 43400000}, {"calendar_year": "2025", "fcf_margin": 0.175, "revenue": 17496000000, "shares_outstanding": 43400000}], "name": "Optimiste", "net_debt": -1318000000, "net_debt_justification": "Net cash per FMP balance sheet at 2025-12-31 (call_mA1cHEBAuDSR9RUCt5slgssJ).", "projected_years": [{"calendar_year": "2026", "fcf_margin": 0.19, "fcf_margin_justification": "Higher-margin business mix and strong investment yields push FCF margins up as reserve actions prove effective and volatility subsides.", "revenue": 18896000000, "revenue_justification": "Rapid recovery in pricing and share gains in specialty lines drive ~8% growth as market hardens and Everest scales profitable platforms.", "shares_outstanding": 42000000, "shares_outstanding_justification": "Aggressive buybacks resume funded by surplus cash and high FCF, reducing share count materially."}, {"calendar_year": "2027", "fcf_margin": 0.205, "fcf_margin_justification": "Margin expansion accelerates with favorable mix and operating leverage from scale.", "revenue": 20408000000, "revenue_justification": "Momentum in specialty underwriting and expanded program business sustain ~8% growth as Everest leverages distribution advantages.", "shares_outstanding": 40500000, "shares_outstanding_justification": "Continued opportunistic repurchases materially shrink share count as management returns excess capital."}, {"calendar_year": "2028", "fcf_margin": 0.22, "fcf_margin_justification": "FCF margins climb as higher-margin lines scale and less capital is tied to runoff exposures.", "revenue": 21837000000, "revenue_justification": "Strong growth (7%) from new product launches, selective M&A integration, and cross-sell lifts premium base and pricing power.", "shares_outstanding": 39000000, "shares_outstanding_justification": "Repurchases continue; share count drops further reflecting aggressive capital return policy."}, {"calendar_year": "2029", "fcf_margin": 0.23, "fcf_margin_justification": "Margins benefit from operating leverage and a higher proportion of specialty/reinsurance income.", "revenue": 23147000000,

"revenue_justification": "Growth moderates to ~6% as scale increases but Everest sustains market share gains and favorable rate environment.", "shares_outstanding": 37800000, "shares_outstanding_justification": "Share repurchases maintained while preserving capital adequacy, further lowering shares outstanding."}, {"calendar_year": "2030", "fcf_margin": 0.24, "fcf_margin_justification": "FCF margin increases as underwriting returns and investment yields stay elevated in a favorable cycle.", "revenue": 24304000000, "revenue_justification": "Strong franchise effects with ~5% growth as Everest converts higher pricing into retained earnings and new programs.", "shares_outstanding": 36800000, "shares_outstanding_justification": "Buybacks continue; share count declines materially as excess capital is returned to shareholders."}, {"calendar_year": "2031", "fcf_margin": 0.245, "fcf_margin_justification": "Margins near peak as underwriting performance and investment income both contribute to cash generation.", "revenue": 25372000000, "revenue_justification": "Growth of ~4.5% from deeper penetration in North American specialty and global treaty markets and scale effects.", "shares_outstanding": 36000000, "shares_outstanding_justification": "Continued share repurchases funded by above-trend free cash flow."}, {"calendar_year": "2032", "fcf_margin": 0.248, "fcf_margin_justification": "FCF margins approach mid-20% as a larger share of revenue becomes high-margin specialty business.", "revenue": 26387000000, "revenue_justification": "Growth sustained (~4%) as Everest consolidates program platforms and leverages data/analytics for pricing advantage.", "shares_outstanding": 35500000, "shares_outstanding_justification": "Ongoing repurchases but at a moderated pace as size grows."}, {"calendar_year": "2033", "fcf_margin": 0.25, "fcf_margin_justification": "Margins stabilize at elevated levels due to a favorable mix and disciplined underwriting.", "revenue": 27400000000, "revenue_justification": "Growth (~3.75%) as Everest's scale and distribution generate steady demand for capacity in core lines.", "shares_outstanding": 35000000, "shares_outstanding_justification": "Shares continue to decline modestly through sustained buyback program."}, {"calendar_year": "2034", "fcf_margin": 0.255, "fcf_margin_justification": "Margins peak as efficiencies and investment returns compound across the larger book.", "revenue": 28359000000, "revenue_justification": "Growth (~3.5%) as mature programs and client stickiness produce steady organic expansion.", "shares_outstanding": 34500000, "shares_outstanding_justification": "Repurchase program continues, shrinking share base further."}, {"calendar_year": "2035", "fcf_margin": 0.25, "fcf_margin_justification": "Margins normalize slightly from peak but remain well above conservative norms reflecting strong underwriting discipline and investment income.", "revenue": 29300000000, "revenue_justification": "Growth (~3.25%) approaching steady-state but above GDP due to product mix and scale advantages.", "shares_outstanding": 34000000, "shares_outstanding_justification": "Shares outstanding end materially lower after sustained repurchases; per-share value computed using 2025 TTM shares."}], "terminal_growth_rate": 0.025, "terminal_growth_rate_justification": "2.5% terminal growth to remain conservative and align with long-term GDP/inflation; even optimistic operational gains should converge to economy growth in perpetuity."}]}

---

[40] FMP fmp_income_statement

FMP · api · 2026-08-06

`https://financialmodelingprep.com/api/v3/income-statement/RE?period=annual&limit=3`

---

[41] FMP fmp_balance_sheet

FMP · api · 2026-08-06

`https://financialmodelingprep.com/api/v3/balance-sheet-statement/RE?period=annual&limit=3`

---

[42] FMP fmp_cash_flow_statement

FMP · api · 2026-08-06

`https://financialmodelingprep.com/api/v3/cash-flow-statement/RE?period=annual&limit=3`

---

[43] Grille interne de scoring Buffett

Bull Run Internal Scoring · internal · 2026-08-06

`internal://buffett-score-grid`

Avertissement : Ce rapport est généré automatiquement à des fins d'information uniquement. Il ne constitue pas un conseil financier personnalisé ni une recommandation d'achat ou de vente de titres. L'investisseur doit effectuer ses propres vérifications avant toute décision d'investissement.