

Quel prix pour une compagnie vie ?

Quatre méthodes d'évaluation d'une compagnie d'assurance vie sont passées en revue. Celle fondée sur l'actif net réévalué corrigé de la rentabilité des capitaux alloués et du coût du capital est la moins volatile. La comparaison de ses résultats avec ceux obtenus par d'autres méthodes en confirme la justesse.

Philippe Foulquier
Analyste financier
Enskilda Securities

■ Pour évaluer une société d'assurances, les méthodes classiques comportent chacune leurs limites.

Les méthodes fondées sur le résultat ne prennent pas en compte la valeur patrimoniale, notamment les plus-values latentes qui représentent plusieurs dizaines de milliards d'euros pour certains assureurs européens. Par ailleurs, cette approche comporte de nombreux biais puisqu'il est aisé pour un assureur :

- de différer une partie de son résultat en le logeant dans les provisions techniques. Ainsi, les sociétés allemandes et italiennes dont le taux de fiscalité est élevé ont des PER totalement inexploitable en termes d'évaluation ;
- d'augmenter artificiellement son résultat en réalisant de substantielles plus-values. Or, un assureur a une activité de gestionnaire d'actifs et il est parfois difficile de distinguer la part des plus-values venant volontairement étoffer le résultat, de celle relevant d'une gestion dynamique.

Par ailleurs, compte tenu de l'inversion du cycle de production et de la longueur de l'activité (la souscription d'un contrat peut générer des pertes trente ans plus tard), le résultat d'un exercice ne reflète pas la rentabilité de l'activité de l'année. Il n'est que l'agrégat des profits sur la production des années antérieures et le plus souvent des pertes sur la production de l'exercice considéré. Il ne permet pas de rendre compte des profits ou pertes futures générés par l'exercice courant.

Si les méthodes fondées sur le bilan

permettent de contourner ce problème, en revanche, elles ne considèrent pas le potentiel de développement de la société. Les compagnies d'assurance en expansion sont ainsi pénalisées.

Combiner les approches pour neutraliser les insuffisances

Pour tenter de remédier à ces handicaps, il est préférable de retenir une combinaison de ces deux approches et de distinguer :

- la part de l'activité liée directement à l'exercice de l'assurance sur la base d'une allocation de fonds propres (en référence à une marge de solvabilité normalisée). Cette activité est évaluée selon une actualisation des flux futurs. Elle est la somme de deux facteurs : la valeur du portefeuille vie qui correspond à la valeur actualisée des flux de résultat et de capital alloué que les contrats en porte-

«Le résultat d'un exercice ne reflète pas la rentabilité de l'activité de l'année.»

feuille généreront jusqu'à l'issue des engagements de l'assureur, dans le cas où la société ne produirait plus d'affaires nouvelles ; et la valeur des affaires futures qui seront souscrites au cours des années à venir moins les renouvellements de contrats à tacite reconduction ;

- la part de l'activité qui relève des excédents de fonds propres. Elle est évaluée par l'actif net réévalué (ANR), en considérant que le portefeuille de la société peut être immédiatement liquidé et donc disponible pour l'actionnaire. Dans le cas contraire, une décote d'illiquidité pourra être appliquée.

Ces jalons posés, nous retenons quatre approches de valorisation :

- l'ANR corrigé de la rentabilité des capitaux alloués et du coût du capital ;
- «*l'embedded value*» ou valeur intrinsèque ;
- «*l'appraisal value*» ;
- la comparaison boursière européenne.

L'ANR corrigé de la rentabilité des capitaux alloués et du coût du capital

Selon cette approche, une société d'assurance peut se valoriser comme l'addition de sa richesse patrimoniale (ANR) et la somme des flux actualisés générés par cet ANR (en fonction de sa rentabilité RoANR) après correction du coût du capital (WACC) occasionné pour générer ces flux. Cette approche peut être affinée en distinguant : les fonds propres alloués à l'activité assurance, et ceux excédentaires, valorisés à leur valeur faciale (leur rentabilité est supposée égale au coût du capital).

Le montant des capitaux alloués est déterminé selon une des spécificités de l'assurance : la marge de solvabilité qui garantit la protection des assurés. Le ca-

① Evaluation de la CNP : méthode de l'ANR corrigé

En MEUR	1999	2000
Provisions techniques hors unités de compte retraitées*	98 304	110 113
Fonds propres alloués	3 932	4 405
Provisions techniques des UC	8 197	11 066
Fonds propres alloués	82	111
Chiffre d'affaires dommages corporels	1 177	1 236
Fonds propres alloués	188	198
Fonds propres totaux alloués	4 202	4 713
Résultat net retraité de l'amortissement du goodwill	-	400
Rentabilité des capitaux alloués moyens	-	9,0 %
Coût du capital	-	8,1 %
Valorisation de l'activité assurance	-	4 939
Excédents de capital	-	-791
Plus-values latentes nettes	-	1 150
Goodwill non amorti	-	-80
Valorisation du groupe	-	5 218

* Nous retraitions les provisions techniques car elles incluent le stock de la réserve de capitalisation.
Source : Estimations Enskilda Securities.

capital alloué doit répondre aux besoins de fonds de roulement, aux contraintes concurrentielles (*rating*, distributeurs, assurés, etc.), et aux exigences de la marge de solvabilité.

Les capitaux excédentaires correspondent à la différence entre l'ANR (somme des fonds propres publiés, des plus-values latentes nettes revenant aux actionnaires et des éventuels retraitements comptables tels que les sous ou sur-provisionnement, le *goodwill*...) et les fonds propres alloués à l'activité d'assurance. Afin de favoriser les comparaisons européennes, nous déduisons le *goodwill* non amorti de l'ANR en référence à certaines sociétés, notamment hollandaises, qui amortissent en une seule fois le *goodwill* généré par une acquisition.

Le cas de la CNP

A titre d'illustration, nous évaluons la CNP, n° 1 de l'assurance vie en France (*encadré 1*). Compte tenu de la maturité de son passif (environ 7,5 ans) et du montant d'emprunts subordonnés remboursables (450 millions EUR assimilés à des quasi-fonds propres), nous retenons une marge de solvabilité normalisée de 4 % pour les contrats traditionnels, 1 % pour les contrats en unités de compte et 16 % pour les contrats en dommages corporels. Nous estimons le coût du capital à 8,1 % (sur la base d'un taux sans risque de 5,4 %, une prime de risque du marché de 3 % et un bêta de 0,9). Selon cette première

approche, nous valorisons CNP Assurances à 5,2 MdEUR soit 38 EUR par action.

Evaluation selon l'embedded value (EV)

L'EV est la somme des capitaux excédentaires et de la valeur des portefeuilles vie (*in force*). Pour déterminer cette dernière, il est nécessaire d'actualiser les flux de résultat et de capital minimum que le portefeuille générera jusqu'à la fin des engagements de l'assureur. Ainsi, nous considérons qu'année après année, le résultat est distribué en totalité et que les fonds propres sont ajustés au montant du capital minimum. Les flux de résultat et de capital constituent l'échéancier des flux entre la société et l'actionnaire, dont la valeur actuelle détermine la valeur des portefeuilles vie. Ainsi CNP Assurances (*encadré 2*) a publié son *in force* (7,3 EUR par action contre 5 EUR en 1998) et son EV (39,5 EUR par action contre 33 EUR en 1998).

En outre, l'analyse de la variation de l'EV permet d'apprécier le potentiel de

création de valeur pour les années à venir. La croissance de 20 % de l'EV en 1999, résulte de la combinaison de facteurs conjoncturels et structurels, qui ont impacté tant l'ANR que l'*in force* :

- 3,6 EUR par action résultent des changements d'hypothèses économiques de la simulation ;
- 2,5 EUR du glissement d'un an de l'échéancier ;
- 1,3 EUR de la gestion, notamment 0,84 EUR des affaires nouvelles et 0,21 EUR de l'amélioration du résultat 1999 sur *run off* ;
- -0,88 EUR du dividende 1999.

Au regard de ces éléments et de nos anticipations économiques (stabilité des hypothèses au cours de l'année 2000 pour la détermination de l'*in force*), de notre estimation d'ANR (35,8 EUR par action) et d'*in force* (8,3 EUR), nous évaluons l'EV à 44,1 EUR par titre.

La comparaison avec les acteurs européens est malaisée...

Le multiple cours de bourse/EV conforte cette valorisation du titre (38 EUR par action). La comparaison avec les acteurs européens qui publient cette EV n'est pas aisée, puisqu'il s'agit principalement de sociétés britanniques ; or les caractéristiques du marché sont différentes :

- les portefeuilles issus de la collecte des fonds de pensions, du Royaume-Uni, ont une maturité supérieure à celle des portefeuilles français ;
- la marge financière des produits français est l'une des plus faibles d'Europe, alors que celle du Royaume-Uni est l'une des plus élevées ;
- les perspectives de croissance du chiffre d'affaires sont à deux chiffres alors qu'elles ne sont que de 6 % pour le marché français ;
- le flottant de la CNP reste faible (22,5 %) et les actionnaires parapublics ont un poids non négligeable (72 %) ;

② Hypothèses économiques de la CNP pour déterminer son EV

	1998	1999
Rentabilité des actions	6 %	7,5 %
Rendement des obligations	4 %	5,5 %
Taux d'actualisation	7,5 %	8,5 %
Couverture de la marge de solvabilité par des TSR	25 %	25 %
Croissance des coûts unitaires de gestion	1,5 %	1,5 %
Taux d'imposition sur les sociétés	40 %	37,8 %

Source : CNP Assurances.

③ La méthode multiplicative

Le coefficient multiplicateur est égal à l'inverse de la différence entre le taux d'actualisation t et le taux de croissance attendu de la production des affaires futures a . La sensibilité du coefficient multiplicateur est très élevée, comme nous le montrons ci-dessous :

Sensibilité du coefficient multiplicateur

Taux de croissance a	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %
Taux d'actualisation t					
$t = 7,5 \%$	13,3 %	15,4 %	18,2 %	22,2 %	28,6 %
$t = 8,0 \%$	12,5 %	14,3 %	16,7 %	20,0 %	25,0 %
$t = 8,5 \%$	11,8 %	13,3 %	15,4 %	18,2 %	22,2 %
$t = 9,0 \%$	11,1 %	12,5 %	14,3 %	16,7 %	20,0 %
$t = 10,0 \%$	10,0 %	11,1 %	12,5 %	14,3 %	16,7 %

Source : Enskilda Securities.

plus usuelle est celle dite «multiplicative» qui consiste à appliquer un coefficient multiplicateur à la valeur du portefeuille vie de la dernière année de production (*encadré 3*). Sur la base d'un chiffre d'affaires de 10,6 millions EUR en 1999, la CNP communique sur une valeur actualisée d'une année de production de 0,84 EUR par action. Nous n'exploiterons pas cette méthode compte tenu de la sensibilité de la valorisation aux hypothèses.

La comparaison boursière européenne

Il est possible d'établir une relation

entre la prime du cours de bourse par rapport à l'ANR en fonction de la rentabilité de l'ANR. Si l'on applique cette relation à notre échantillon européen, nous obtenons une droite de régression d'équation (*encadré 4*) :

$$\text{Cours de bourse/ANR} = (9,64 * \text{RoANR}) + 0,89$$

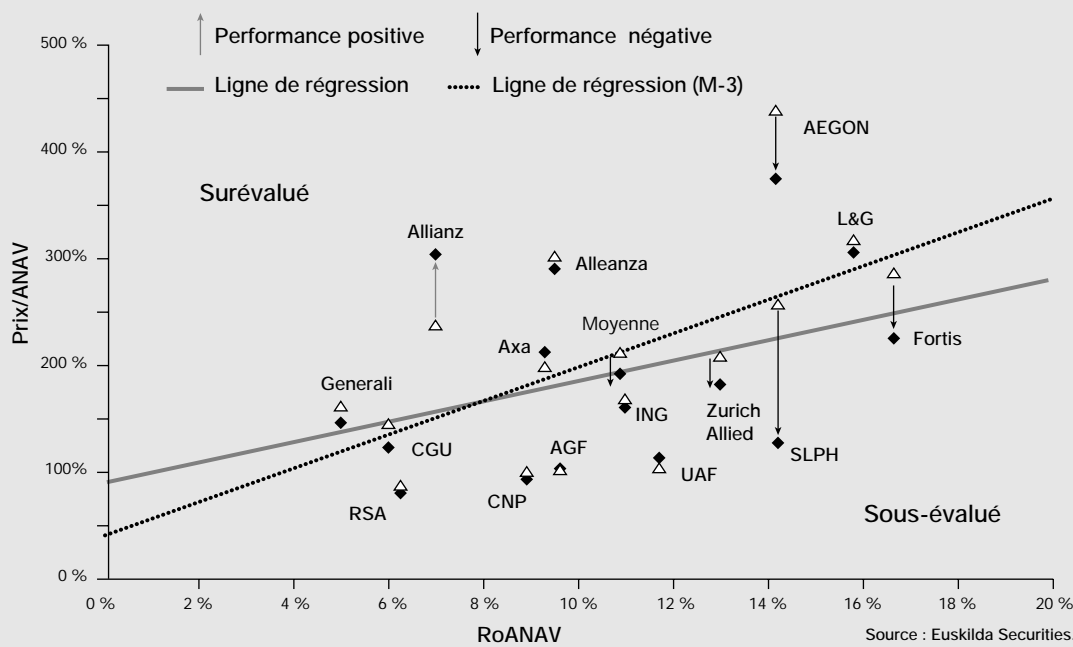
Même si la droite de régression linéaire n'est statiquement pas pertinente (le coefficient de corrélation ne permet pas de valider la valorisation de la CNP par projection linéaire qui conduirait à une valeur de 61 EUR), le positionnement des points donne une image à un instant donné de la rentabilité des groupes et

la prime qu'affiche le cours de bourse par rapport à cette rentabilité. Il indique ainsi que la CNP bénéficie d'une faible prime malgré une rentabilité voisine de celle d'Axa et son positionnement sur le créneau le mieux valorisé de l'assurance : la vie.

Une meilleure communication

Au cours de la dernière décennie, les méthodes d'évaluation se sont sensiblement développées grâce à la meilleure communication des sociétés d'assurance et à la multiplication des travaux de recherche académiques. Gageons que cette tendance se poursuivra et permettra de réaliser de nouveaux progrès quant à l'appréhension des sociétés d'assurance vie. ●

④ Comparaison des acteurs européens



• enfin, la CNP ne possède pas ses réseaux de distribution et dispose d'une moindre marge de manœuvre pour optimiser sa gestion.

Ainsi, une décote peut être appliquée en se basant sur le coût d'acquisition d'un client, évalué par les assureurs selon la qualité du réseau, entre 150 et 600 EUR. Au regard de ses 5 millions de clients, le réseau pourrait être ainsi évalué entre 0,75 et 3 milliards d'euros, soit en moyenne 13,7 EUR par action.

Il est également possible de se référer aux récentes transactions qui ont eu lieu dans le courtage. En moyenne, elles se sont réalisées sur la base de 1,8 fois le chiffre d'affaires. Les commissions versées en 2000 par la CNP à ses partenaires seront selon nos estimations de

931 millions EUR, ce qui valorise le réseau à 12,3 EUR par action.

Sur la base d'une valorisation moyenne des assureurs britanniques à 1,4 x l'EV 2000, la CNP se valorise à 61,7 EUR par action. Une décote de l'ordre de 38 % par rapport à ses pairs, soit une décote de près de 15 % par rapport à son EV nous paraît ainsi justifiée au regard des éléments énoncés précédemment, et confirme le niveau de valorisation de 38 EUR par action.

Evaluation selon l'appraisal value

Cette approche consiste au-delà de l'EV, à considérer les affaires nouvelles (contrats qui seront souscrits au cours des prochaines années). La méthode la