

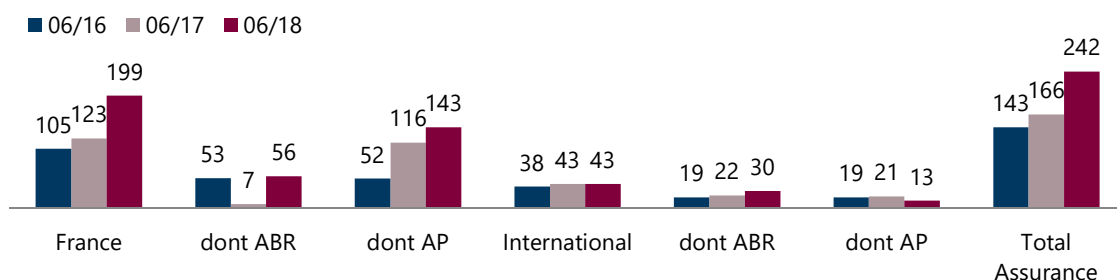
Newsletter Groupama n° 25 – Septembre 2018

- **Comptes semestriels 2018** : Groupama a publié ses résultats semestriels le 31 août 2018. Ceux-ci s'inscrivent dans la lignée des résultats 2017, avec une accélération de la croissance et du résultat opérationnel. La marge de solvabilité a en revanche pâti d'une situation moins favorable sur les marchés financiers et s'est un peu éloignée de la cible de moyen-terme du Groupe.

Performances techniques et opérationnelles : une nouvelle croissance des marges en Assurances de Personnes (AP) pour atteindre un niveau élevé et un redressement en Assurance de Biens et Responsabilités (ABR)

Comme en 2017, le résultat opérationnel économique (ROP) des activités d'assurance poursuit sa forte croissance (+ 46%, au 1^{er} semestre 2018 pour s'établir à de 242 M€), porté notamment par un bond des résultats sur le périmètre français (+62%).

Résultat opérationnel économique (en M€)

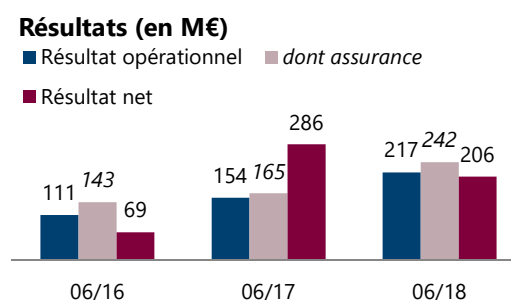


Cette performance résulte :

- D'une nouvelle croissance de la profitabilité en AP France (143 M€ contre 116 M€ au 1^{er} semestre 2017) grâce notamment à l'amélioration des marges en assurance-vie et en assurance-santé (qui étaient déjà à un niveau de grande qualité) ;
- D'un reflux de la sinistralité en Assurances de Biens et Responsabilité en France, avec une baisse des sinistres climatiques (-1,2 pt) et, dans une moindre mesure, des sinistres graves (-0,3 pt), une baisse à relativiser car la sinistralité d'intensité était à un niveau élevé au 1^{er} semestre 2017. En tout état de cause, le ROP ABR France est resté modeste (56 M€).

Le ratio combiné non-vie du Groupe s'améliore nettement (à 98,1 %) et est très proche de l'objectif de 98%. La baisse concerne à la fois le périmètre France à 97,8% (-1,6pt) et le périmètre International à 99,4% (-1,5pt).

Malgré un résultat opérationnel en nette progression, le résultat net ressort en baisse par rapport à celui de la mi-année 2017, qui avait été « dopé » par les plus-values réalisées sur les ventes des titres ICADE (en totalité) et OTP Bank (baisse de la participation de 8% à 5%).



Activité : un rebond du chiffre d'affaires en 2017 (à +3,6 %), après plusieurs années sans croissance

Le redressement de l'activité se poursuit au 1^{er} semestre 2018 avec toutefois des dynamiques contrastées :

- Une progression de +5,7% est enregistrée en AP France, portée par une croissance vigoureuse de l'épargne-retraite de +10,5%, notamment en UC.
- En revanche, l'activité ABR France a connu une croissance décevante de +1,1%, l'effet de la hausse des volumes assurés en auto et habitation étant atténué par le ralentissement des hausses tarifaires.
- A l'international, la dynamique est inverse à savoir une belle performance en ABR (à +6,4%), notamment sur l'Automobile de Tourisme en Italie et en Roumanie, et un chiffre d'affaires stable en AP, pénalisé par un recul de l'activité épargne-retraite en Italie et Hongrie (mais qui intègre une croissance soutenue en assurance-collective).

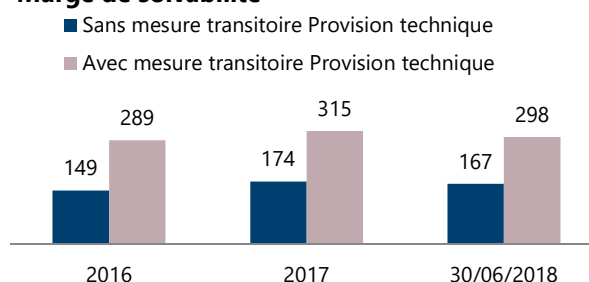
Chiffre d'affaires semestriel (M€)

	06/17 PF	06/18	Var.
France	7 760	8 009	+3,2%
<i>dont ABR</i>	4 260	4 308	+1,1%
<i>dont AP</i>	3 500	3 701	+5,7%
International	1 330	1 390	+4,6%
<i>dont ABR</i>	925	984	+6,4%
<i>dont AP</i>	405	406	+0,4%
Total Assurance	9 090	9 399	+3,4%
Finance	71	88	+24%
Total Groupe	9 161	9 487	+3,6%

Solvabilité : un ratio de 167 % (hors mesures transitoires sur les provisions techniques), en retrait de 7 pts pénalisé par un environnement de marché moins favorable

La marge de solvabilité s'affiche en baisse de 7 pts par rapport à fin 2017, pénalisée par un environnement de marché moins favorable (hausse des taux d'intérêt italiens, volatilité accrue...) et malgré une belle contribution du résultat opérationnel et la poursuite des émissions de certificats mutualistes (68 M€ au 1^{er} semestre 2018 pour porter l'encours total à 504 M€).

Marge de solvabilité



Le ratio de solvabilité de Groupama a une sensibilité plus forte que celui des autres acteurs de l'assurance à l'environnement financier et notamment aux évolutions des taux d'intérêt, ceci en lien avec l'exposition importante du Groupe à la dette souveraine italienne. Cette « sur-volatilité » suscite des interrogations sur l'impact potentiel sur la marge de solvabilité que provoquerait un environnement financier plus « agité » et notamment une conjonction d'événements adverses (remontée des taux, baisse des marchés actions...)

Conclusion :

Comme l'année 2017, le 1^{er} semestre 2018 a été de qualité pour Groupama sur le plan de la rentabilité, et plus particulièrement en Assurances de Personne. En Assurances de Biens et Responsabilité, le reflux de la sinistralité en France a permis de redresser le résultat opérationnel ; toutefois la contribution de ces activités reste relativement faible. De plus, nous comprenons que la sinistralité d'intensité a été importante en juillet et août en France, ce qui aurait compensé et au-delà l'amélioration enregistrée à la mi-année.

La croissance du chiffre d'affaires s'accélère, même si elle a été modeste en ABR France. Enfin, les fondamentaux de la solvabilité de Groupama ont continué de s'améliorer en 2018, avec l'apport du résultat et des nouveaux certificats mutualistes émis par les Caisses régionales. Toutefois, la sensibilité de la marge à l'environnement financier reste à surveiller notamment dans un contexte économique, politique et financier incertain.

□ Projet de loi PACTE et impacts sur les activités d'épargne-retraite

L'info : Le projet de loi actuellement discuté à l'Assemblée Nationale, et dont l'un des objectifs est d'accélérer le développement de l'activité retraite supplémentaire, pourrait avoir des conséquences importantes, avec le transfert potentiel d'une partie significative des encours de l'assurance-vie vers la retraite et la sortie facilitée en capital (ce qui n'est pas le cas actuellement avec la sortie obligatoire pour l'essentiel du capital en rentes).

Notre analyse : Nous pouvons apprécier les premiers éléments du projet sous plusieurs angles :

- Une opportunité pour GG Vie et ses réseaux alors même que la retraite est un projet prioritaire de développement depuis l'année dernière ;
- Une menace car la sortie en capital fera de plus en plus « ressembler » la retraite à de l'épargne salariale, marché sur lequel les « asset managers » (Amundi, Natixis...) sont leader ;
- Une menace encore plus forte, liée au fait que certains députés ont la volonté de renforcer la concurrence en assurance-vie en intégrant la portabilité des contrats sans perte de l'antériorité fiscale ce qui créerait un véritable séisme sur le marché (et notamment pour GG Vie qui offre un taux de PB faible sur ses fonds en €). Toutefois ce projet a, selon nous, peu de chance de voir le jour en raison des impacts potentiels très importants sur le financement de l'économie.

Enfin, le projet de loi est très vaste et part un peu « dans tous les sens ». Ainsi, une taxation plus large des cotisations d'assurance-emprunteur est également en réflexion, ce qui serait une mauvaise nouvelle alors même que ce marché, largement dominé par la bancassurance, s'ouvre de plus en plus à la concurrence et notamment aux assureurs.

❑ Réforme 100 % Santé (ou Reste à Charge 0) : beaucoup d'interrogations subsistent sur le coût et sur le financement

L'info : Une nouvelle réforme de l'assurance-santé, appelée 100% Santé, (ex-Reste à Charge 0) est en cours ; son l'objectif est de parvenir à une offre sans reste à charge pour l'assuré en optique et prothèses auditives et dentaires.

Notre analyse : Cette réforme va prendre effet partiellement dès 2019 pour s'appliquer totalement en 2021, ce qui est particulièrement rapide alors même que ce marché vient juste de « sortir » des réformes de l'ANI-Santé et des contrats responsables. Elle va nécessiter de mettre de nouveau « à niveau » l'ensemble des contrats individuels et collectifs. Sur le plan technique, beaucoup d'interrogations subsistent sur le coût de la réforme et la répartition du financement entre les professionnels, la Sécurité Sociale, les complémentaires-santé et les assurés. Le gouvernement communique sur le fait que cette réforme se fera à coût constant pour les assurés. Le réseau de soins Carte Blanche Partenaires a réalisé une 1^{ère} évaluation du « surcoût » pour les complémentaires-santé ; il serait proche du milliard d'€, avec 70 M€ pour l'optique, 266 M€ pour le dentaire et 647 M€ pour l'audioprothèse (le coût de ces deux derniers postes étant lourd en raison du taux d'équipement actuel qui est faible malgré les besoins).

❑ Démission annoncée du directeur général d'Orange Bank

L'info : La démission du DG d'Orange Bank, André Coisne, semble être acquise moins d'un an après le lancement de l'offre de la banque mobile. La démission semble intervenir dans un contexte de réorganisation mise en place par le nouveau directeur des services financiers d'Orange arrivé en mai dernier, Paul de Leusse. Cette réorganisation concernerait officiellement le renforcement de la banque à l'international et la mise en conformité avec la réglementation bancaire et ne serait pas liée aux difficultés commerciales.

Notre analyse : Le départ d'A. Coisne sonne comme un échec pour Orange alors même que ce DG avait précédemment réussi les lancements d'ING Direct et de B for Bank (groupe Crédit Agricole). Nous comprenons a priori que le nouveau directeur des services financiers d'Orange (qui vient du Crédit Agricole) va reprendre « en direct » la direction de la banque. Les motifs de la réorganisation semblent étonnants :

- Orange Bank avait déjà prévu de se lancer en Espagne puis en Belgique assez rapidement (ce qui est nécessaire afin « d'amortir » les coûts de l'infrastructure technique de la banque).
- Quant à la conformité avec la réglementation bancaire, l'ACPR avait autorisé le lancement de l'offre il y a un an ; donc elle devait déjà être adéquate ce qui rend l'explication d'autant plus incompréhensible.

Par conséquent, et contrairement à ce qui est annoncé, nous pouvons penser que la réorganisation est en premier lieu la conséquence du difficile « décollage » du nombre de clients conquis par la banque par rapport au plan d'affaires validé par Orange.

□ Emission d'un nouvel emprunt subordonné de 500 M€ le 17 septembre 2018

L'info : Groupama a émis un nouvel emprunt subordonné de 500 M€ le 17 septembre 2018 de maturité 10 ans (échéance septembre 2028) portant un taux d'intérêt de 3,375%.

Notre analyse : Avec cette nouvelle émission, le groupe a devancé nettement le remboursement de son emprunt TSR (Titre Subordonné Remboursable) émis en 2009 à un taux de 7,875% et dont le remboursement devait se faire en septembre 2019. Par conséquent, pendant un an, le groupe devrait voir sa solvabilité renforcée de l'ordre de 10 - 15 pts (ce qui est une bonne chose dans un contexte macroéconomique incertain) mais avec un niveau de charges d'intérêt également plus élevé. Le groupe a certainement préféré anticiper le refinancement dans un environnement de taux bas et avant plusieurs événements macroéconomiques qui pourraient faire remonter les taux à savoir la décision de la BCE d'arrêter son programme de rachats d'obligations sur les marchés financiers et le Brexit. A partir de 2020, le groupe va réaliser une belle économie (20,6 M€ par an) sur son financement avec un taux divisé par deux grâce à l'environnement de taux bas et la remontée de sa note financière par Fitch ces dernières années.