Introduction sur le marché principal

Mars 2010
Souscrire à l'OPF

Secteur : Assurances	**ROE** $_{2009/2010}$**:** 20,1% / 16,0 %
Nombre de titre offerts : 660 000 titres	**Ratio Combiné**$_{2009/2010}$**:** 82,8% / 82,0%
Prix : 15,000D	**PE**$_{2009/2010}$: 13,0 / 9,4
Jouissance des titres : 1er janvier 2009	**P/B**$_{2009/2010}$: 2,2 / 1,3
Capitalisation boursière : 39,9MD	**Div Yield**$_{2009/2010}$: 4,7 %

Caractéristiques de l'offre :

L'introduction de la société « Assurances SALIM » sur le marché principal de la cote de la Bourse sera réalisée moyennant une Offre à Prix Ferme et portera sur 24,8% du capital après augmentation. Le prix d'introduction a été fixé à 15D par action et les nouvelles actions émises porteront jouissance à partir du 1er janvier 2009.

Les actions offertes seront réparties en 4 catégories :

- 50% de l'offre sera réservée aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM, soit 330 000 actions et un montant de 4 950mD ;
- 30% de l'offre sera réservée aux OPCVM (SICAV et FCP) tunisiens, soit 198 000 actions et un montant de 2 970mD ;
- 15% de l'offre sera réservée aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, soit 99 000 actions et un montant de 1 485mD ;
- 5% de l'offre sera réservée au personnel du groupe BH et de la société « Assurance SALIM », soit 33 000 titres et de montant 495mD, réparti comme suit :
    - 4% pour le personnel du groupe BH autre que le personnel de « Assurance SALIM », soit 26 400 actions et un montant de 396mD ;
    - 1% pour le personnel de « Assurance SALIM », soit 6 600 actions et un montant de 99mD.

La répartition des titres se fera au prorata, soit Quantité offerte / Quantité demandée, pour les deux premières catégories et égalitairement par palier pour les deux dernières.

But de l'augmentation de capital :

L'introduction en Bourse de « Assurance SALIM » a pour principal objectif de :

- Consolider ses fonds propres en vue de soutenir la croissance de la société grâce à l'extension de son réseau d'agences et le développement de nouveaux produits notamment la bancassurance ;
- Améliorer les ratios de solvabilité de la société et accroître la capacité de rétention en réassurance ;
- Financer en partie, l'achèvement de la construction de son siège social au Centre Urbain Nord ;
- Renforcer la notoriété de la société pour faire face à la concurrence ;
- Diversifier l'actionnariat.

Secteur de l'assurance en Tunisie :

Le secteur des assurances en Tunisie connaît depuis quelques années une profonde mutation, de par la restructuration du secteur et la diversification de l'offre. C'est en pleine connaissance des enjeux de ce secteur, que la Tunisie a élaboré un plan de réformes comportant plusieurs axes et mesures qui ont été mis en place progressivement. Au titre des réalisations, on signale en particulier :

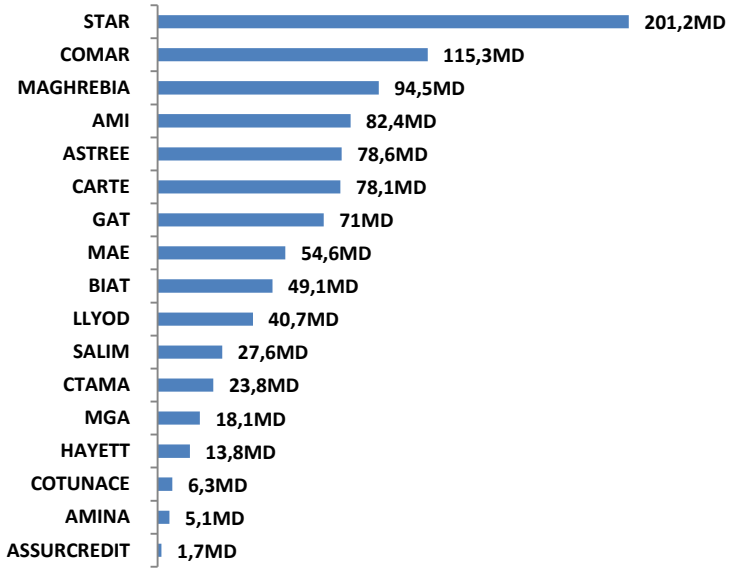
- l'Assainissement des compagnies d'assurance et la consolidation de leurs fonds propres ;
- l'Institution d'un plan comptable spécifique à l'activité ;
- la création d'un fonds des assurés ;
- Réforme de l'assurance maladie ;
- Institution d'un régime spécifique d'indemnisation des dommages corporels au profit des victimes des accidents de la circulation ;
- Création d'une autorité de contrôle et de régulation indépendante.

Sur la période 2003-2008, la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires du secteur a été de 10%, pour atteindre 962MD en 2008 contre 877MD en 2007 et 802MD en 2006. Malgré cette croissance le secteur demeure faiblement représenté au niveau de l'économie nationale, avec un taux de pénétration moyen de 1,94% sur les trois dernières années (contre une moyenne de 7% à l'échelle mondiale).

Le marché tunisien de l'assurance est composé de 22 compagnies dont :

- 13 compagnies dans des branches multiples,
- 5 compagnies spécialisées : deux sont spécialisées en assurance-vie, une en assurance crédit à l'exportation, une en assurance crédit domestique et une en réassurance.
- 4 compagnies off-shore.

En 2008, la société « Assurances SALIM » a réalisé un chiffre d'affaires de 27,6MD, affichant ainsi une part de marché de 2,87% et se classant 11ème compagnie d'assurance en Tunisie.



Présentation de l'Assurance SALIM:

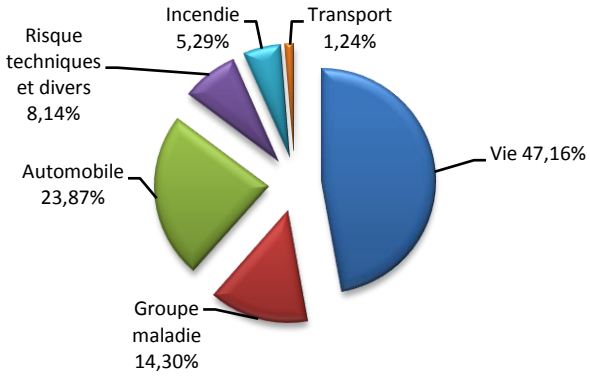
La société « Assurances SALIM » a été créée à l'initiative de la « Banque de l'Habitat » en septembre 1995, sous la forme d'une société anonyme spécialisée en assurance vie avec un capital social initial de 1MD répartis en 10 000 actions d'une valeur nominale de 100 dinars.

Structure du capital	Avant OPF	Après OPF
Banque de l'Habitat	30,0%	22,6%
Epargne Invest SICAF	14,0%	10,5%
Autres Actionnaires	56,0%	42,1%
Public	-	24,8%
Total	**100%**	**100%**

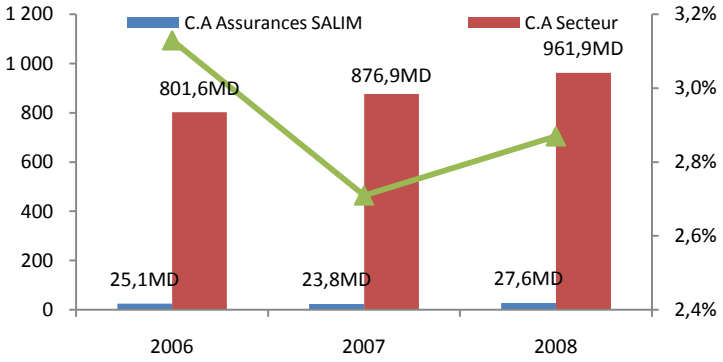
Depuis 1997 et suite à l'obtention de l'agrément pour exercer dans toutes les branches d'assurances, la société a procédé à plusieurs augmentations de capital. Actuellement, le capital de la compagnie s'élève à 10MD réparti en 2 000 000 actions d'une valeur nominale de 5 dinars chacune.

Activité de « Assurances SALIM » :

La structure du chiffre d'affaires par branche en 2008, dénote que l'assurance vie représente une part importante de son activité. En effet, contrairement aux autres sociétés d'assurances du secteur, la part la plus importante du chiffre d'affaires est réalisée avec la société mère la « BH » au niveau de l'activité « vie ».



En 2008, le chiffre d'affaires de la société a connu une évolution de 15,9% par rapport à 2007 générée essentiellement par les deux branches Automobile et Risques Techniques et Divers qui ont évolué respectivement de 21,9% et 49,79%.
Notons qu'en 2007, le management de la société a opté pour une politique de souscription plus rigoureuse et plus maîtrisée pour la branche « Auto ».



* Hors Tunis Ré et les compagnies d'assurance off shore.

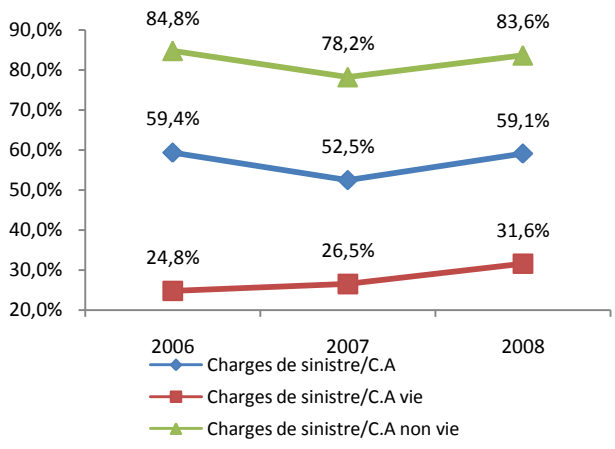
Le renforcement du réseau d'agences de la société « Assurances SALIM » et l'extension des métiers de la société notamment au niveau de la branche Automobile a contribué à l'amélioration du C.A de la société.
En 2008, l'apport du réseau dans la production de la société s'est établi à 28,48% à 7,9MD contre 24% en 2007.

Libellés	2006	2007	2008	Variation 2008/2007
C.A en MD	25,1	23,8	27,6	15,9%
C.A réseaux en MD	7,3	5,7	7,9	37,6%
Part de réseau	29%	24%	28,5%	18,7%
Nombre d'agents	17	17	19	11,8%
Nombre de courtiers	9	14	15	7,1%

Rentabilité de « Assurances SALIM » :

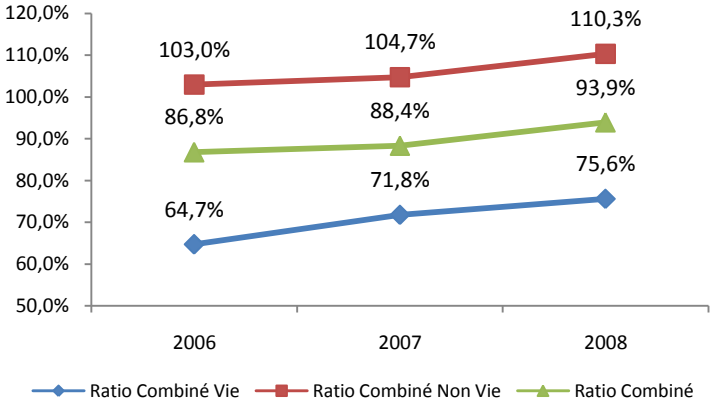
Sinistralité

Le ratio de sinistralité non vie tire à la hausse le ratio global qui passe de 52,5% en 2007 à 59,1% en 2008, mais il demeure néanmoins inférieur au secteur (67% en 2008).



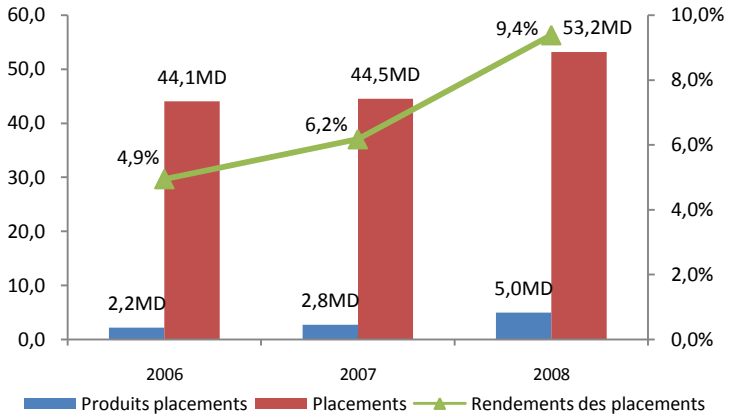
Ratio Combiné

Le ratio combiné de la société « Assurances SALIM », qui est la meilleure mesure d'efficacité de la gestion des compagnies d'assurances, s'est détérioré de 5,6 points à 93,9% en 2008. Ceci est dû d'une part à la hausse des sinistres de l'activité non vie qui affiche un ratio combiné supérieur à 100% sur les trois dernières années (cette activité demeure toujours déficitaire), et d'autre part à la hausse des charges de sinistre vie où le ratio combiné vie est de 75,6%.
Toutefois, le ratio combiné de « Assurances SALIM » est meilleur que celui du secteur (95,1% en 2008) vue la prépondérance de l'activité vie dans la structure du chiffre d'affaires.



Rendement des placements

Le rendement des placements de la société « Assurance SALIM » suit une tendance haussière depuis 2006 pour atteindre 9,4% en 2008.
La progression enregistrée en 2008 est imputable à la plus value sur cession des actions « BH » de l'ordre de 2,6MD.



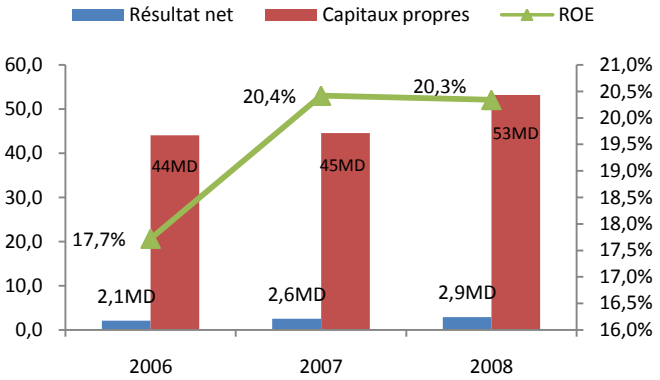
Solvabilité

Les placements de la compagnie « Assurances SALIM » couvrent convenablement ses engagements (provisions techniques).
Malgré la baisse du taux de couverture au cours des deux dernières années à 115,9% en 2008, le taux de couverture reste en ligne avec celui du secteur 111,4%.
Notons que les provisions techniques ont augmenté de 7,2MD entre 2007 et 2008, suite aux recommandations du Comité Général des Assurances pour renforcer les provisions techniques relatives à l'activité « Non vie ».

Libellés (en MD)	2006	2007	2008
Placements	44,1	44,5	53,2
Provisions techniques	36,3	38,6	45,9
Taux de couverture	**121,6%**	**115,3%**	**115,9%**

Rentabilité des capitaux propres

La société « Assurances SALIM » témoigne d'un rendement sur capitaux propres satisfaisant à 20,3% en 2008, légèrement en baisse par rapport à 2007, mais qui reste en dessous de la moyenne du secteur 32,6%.



Stratégie de développement de « Assurances SALIM » :

Pour les cinq prochaines années, la stratégie de développement de la société « Assurances SALIM » sera axée sur les objectifs suivants:

- Une part de marché supérieure à 3,6% à fin 2013 ;
- Un taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur à 15% ;
- Une structure du chiffre d'affaires équilibrée avec notamment une part prépondérante de la branche vie (40%), un meilleur positionnement de la branche IARDS (20%), une part de la branche automobile de 30% et enfin une part du chiffre d'affaires hors Groupe BH de l'ordre de 60% ;

Etats de résultats Prévisionnels

(En mD)	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Résultat technique - Non vie -	-844,47	150,02	1 021,65	848,3	1 526,43	2 432,55
Evolution		*117,8%*	*581,0%*	*-17,0%*	*79,9%*	*59,4%*
Résultat technique - Vie -	2 036,17	3 203,05	3 294,87	3 916,46	3 938,66	3 892,42
Evolution		*57,31%*	*2,87%*	*18,87%*	*0,57%*	*-1,17%*
Solde financier	1 099,50	744,34	1 313,31	1 298,39	1 410,50	1 542,32
Evolution		*-32,3%*	*76,4%*	*-1,1%*	*8,6%*	*9,3%*
Résultat avant impôt	2 291,20	4 097,40	5 629,82	6 063,16	6 875,59	7 867,29
Impôts sur les résultats*	-38	-1 024,35	-1 407,45	-1 515,79	-1 718,90	-1 966,82
Résultat net	2 253,20	3 073,05	4 222,36	4 547,37	5 156,69	5 900,47
Effet des modifications comptables	676,47					
Résultat net après modifications comptables	2 929 667	3 073 051	4 222 362	4 547 367	5 156 692	5 900 468
Evolution		*4,9%*	*37,4%*	*7,7%*	*13,4%*	*14,4%*

* *calculé sur la base de 25%*

Ratios prévisionnels

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Solvabilité					
Placements/ Provisions Techniques	114,2%	129,7%	126,8%	124,1%	121,3%
Sinistralité					
Charges de sinistre/C.A	50,4%	49,9%	49,8%	49,8%	49,7%
Charges de sinistre/C.A vie	29,0%	26,7%	27,2%	28,0%	28,7%
Charges de sinistre/C.A non vie	68,5%	67,3%	66,1%	64,8%	63,5%
Rentabilité					
ROE	20,1%	16,0%	15,7%	16,3%	16,9%
Ratio Combiné Vie	66,9%	66,5%	65,3%	65,3%	64,7%
Ratio Combiné Non Vie	96,4%	93,7%	92,1%	90,2%	88,8%
Ratio Combiné	82,8%	82,0%	80,9%	80,1%	79,2%

Valorisation

L'évaluation de la société « Assurances SALIM » a été réalisée par la Banque d'Affaires de Tunisie «BAT » sur la base d'un business plan de la période allant de 2009 à 2013.
L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode d'actualisation des Cash Flow Futurs ;
- La méthode de la valeur de rendement ;
- La méthode de l'actif net réévalué.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 4,683% ;
- Une prime de risque de marché de 6,27% ;
- Un béta de 1,32.

} WACC = 12,95%

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 2%.

Méthode	Capitalisation Théorique	Prix de l'action
Valeur patrimoniale	38 558 339	14,496
DCF	52 536 680	19,751
Valeur de Rendement	38 321 943	14,407
Moyenne pondérée	**43 138 987**	**16,218**

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une valeur moyenne de 16,218D par action.

Le prix proposé est de 15D, soit une décote de 7,51%.

Recommandation boursière :

La société « Assurances SALIM » présente des indicateurs financiers solides, un bon niveau de rentabilité et des perspectives de développement attrayantes.
L'augmentation de capital projetée permettra à la société d'augmenter son taux de rétention et améliorer ainsi ses marges. De plus, elle permettra à la société de développer les autres branches d'activités -Non vie- afin d'équilibrer la structure de son chiffre d'affaires et à terme réaliser 60% des primes hors groupe BH.

Avec un prix d'émission de 15D, le titre « Assurances SALIM » affiche des niveaux de valorisation attractifs par rapport à l'ensemble du marché. En effet, le titre se valorise à 13 fois ses bénéfices prévisionnels de 2009 et 9,4 fois ceux de 2010 ainsi qu'un rendement en dividende de 4,7%.
Compte tenu des bonnes performances de la société, de la bonne assise financière et d'une rentabilité financière satisfaisante, **nous recommandons la souscription à l'OPF de la société « Assurances SALIM »**