

## RECHERCHE ACTION

RECOMMANDATION	SOUSCRIRE
ANALYSE VALEUR	SALIM
SECTEUR	ASSURANCE
PRIX DE SOUSCRIPTION	15 DT

## RECOMMANDATION

Au vue de la valorisation attrayante de la compagnie, du soutien dont elle bénéficie de la part de sa banque mère, des perspectives futures qu'elle recèle notamment le développement de l'activité réseau, nous recommandons de souscrire à l'opération.

## Points Forts

Une rentabilité financière intéressante.

Un partenariat solide avec la BH et possibilité de tisser d'autres liens.

Un secteur des assurances en pleine phase de restructuration

Un know-how important en matière d'assurance vie et de bancassurance.

## Points faibles

Une taille restreinte et une part de marché relativement faible.

Dépendance par rapport au groupe BH.

Portefeuille hautement pondéré vers l'assurance vie.

Directeur du département Recherches et Analyses :

Nabil DOUIECH

Analystes :

Meriam SLIMANI  
Héla ZARROUK SAAFI

## COMPTE DE RESULTAT

Em mDT	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Primes émises non-vie	14 572	17 101	21 655	25 316	29 679	34 770
Primes émises vie	13 007	14 544	16 324	18 317	20 350	22 740
Technique non vie	-844	150	1 022	848	1 526	2 432
Technique vie	2036	3203	3295	3917	3938	3892
Produits de placements	3548	2344	3177	3230	3607	4024
Résultat net	2929	3 075	4 222	4 549	5 157	5 900
ROE	20,15%	16,01%	15,74%	16,33%	16,92%	20,15%

## RATIOS DE SOLVABILITE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Couverture	1,15	1,14	1,29	1,26	1,24	1,21
FP/ Total bilan	23%	34,9%	33,5%	32,3%	31,1%	30,06%
<b>RATIOS DE VALORISATION</b>						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
BPA	1,10	1,16	1,59	1,71	1,94	2,22
PER	13,62	12,98	9,45	8,77	7,74	6,76
PBK	1,50*	1,41*	1,30	1,19	1,09	0,98
Yield	4,67%	4,67%	4,67%	4,67%	4,67%	4,67%

**ACTIONNARIAT (après OPS) :** BH (22,6%) ; Epargne Invest Sicaf (10,50%) ; Sim Sicar (7,00%) ; Modern Leasing (1,80%) ; SIFIB BH (1,80%) ; Divers actionnaires (31,60%) Public (24,80%).

## LE PARI DE L'EMANCIPATION

- Une émancipation progressive, où l'assurance Salim projette de se « libérer » de l'image de filiale en affichant haut une vision plus indépendante dans son plan de développement pour les cinq années à venir.
- Un partenariat solide avec sa banque mère à savoir la BH lui assurant un chiffre d'affaires constant et récurrent.
- Un marché des assurances engagé sur un trend haussier dans les années à venir grâce notamment au développement de la branche vie.
- Le plan d'affaires prévisionnel de l'assurance Salim s'avère ambitieux, basé sur des objectifs de chiffre d'affaires en accroissement annuel moyen de 16,1% entre 2009-2013.
- La valorisation réalisée par Maxula Bourse fait ressortir une valeur 46 013 mDT, contre 43 391 mDT issue des travaux de l'évaluateur, soit une décote de 15,32% du prix d'introduction.

**INVESTMENT HIGHLIGHT**

*L'analyse fait ressortir les éléments suivants :*

- Salim opère dans un secteur fortement concurrentiel, où sa part de marché ne dépasse pas les 2,87% se positionnant à la 11ème place du secteur.
- Le partenariat de longue haleine entre Salim et sa banque mère a réussi à drainer une part significative de son chiffre d'affaires (60%).
- Le revenu de Salim sur la branche vie est largement corrélé aux prêts immobiliers accordés par la BH puisque 95,98% du chiffre d'affaires de la branche est issu des contrats d'assurance décès liés à ces mêmes prêts.
- Une rentabilité des fonds propres intéressante aux alentours de 20% en 2009 avant l'augmentation de capital et de 15,74% en 2010 après augmentation.
- Une année 2008 difficile pour l'activité technique non vie tirée vers le bas par une branche automobile déficitaire qui a subi durant cette année une absorption des insuffisances de provisionnement.
- Salim est désormais assainie et détient des provisions techniques suffisantes pour faire face à ses engagements envers les assurés.
- La solvabilité de l'assureur est rassurante, notamment, par une adéquation entre les engagements techniques et les placements où le ratio de représentation des provisions techniques par les placements est de 115,95% en 2008 et atteindra d'après les prévisions 129,66% en 2010.
- Une configuration des placements réussie témoignant d'une bonne gestion actif-passif.
- Cependant, les fonds propres de Salim restent relativement faibles si l'on se fie à la structure du passif de la compagnie où les fonds propres ne constituent que 23,05% en 2008 du total bilan.
- L'évaluation réalisée par Maxula Bourse laisse apparaître un cours cible 17,290DT par action, contre 16,218DT issue des travaux de l'évaluateur soit une décote de 15,32% du prix d'introduction. A ce niveau de cours, assurance Salim traite à 12,98x et à 9,45x ses bénéfices prévus respectivement en 2009 et 2010 pour des multiples des fonds propres de 1,41x et de 1,30x successivement pour les deux années à venir.
- Notons que les indicateurs publiés de l'assurance Salim dépassent les estimations de l'année 2009 avec un taux de réalisation de 105% pour les primes émises et 158% pour les produits de placements laissant deviner une bonne tendance des résultats.

**PROFIL**

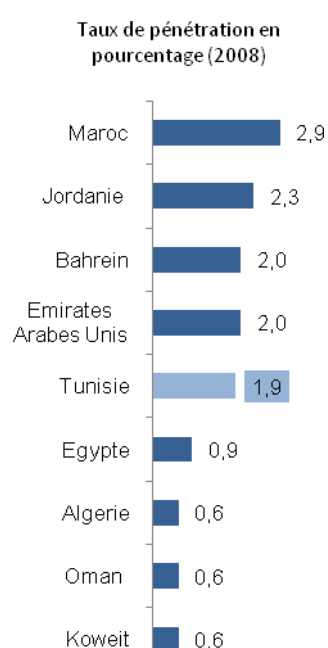
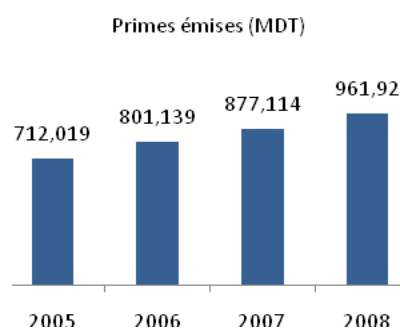
Actionnaire	Avant OPS	Après OPS
BH	30,00%	22,60%
Epargne Invest Sicaf	14,00%	10,50%
Sim Sicar	9,30%	7,00%
Modern Leasing	2,30%	1,80%
SIFIB BH	2,30%	1,80%
Autres	42,00%	31,60%
Public	-	24,80%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Créée en 1995 à l'initiative de la Banque d'Habitat, Salim, société d'assurance monobranche se voyait à sa constitution spécialisée dans l'activité vie. C'est en 1997 que la compagnie gagna des galons de multi-branches en exerçant son activité sur toutes les filières d'assurances.

Cette diversification de l'activité lui a valu une augmentation de capital le portant à 4MDT contre un capital initial de 1MDT. Au 31/12/2008, assurance Salim compte sur un capital de 10 MDT, reparti en 2 000 000 d'actions de cinq dinars chacune. Majoritairement, le capital de Salim est contrôlé à hauteur de 57,99% par la BH et ses filiales, le reste étant reparti entre personnes physiques et morales.

La société fait partie du groupe BH et figure dans le périmètre de consolidation de la banque.

La participation du groupe BH va être portée à 43,7% après la réalisation de l'augmentation de capital réservée au public et qui concernera 24,8% du capital social.

**ETAT DES LIEUX DU SECTEUR DES ASSURANCES EN TUNISIE**

Depuis quelques années, le secteur des assurances en Tunisie se porte de mieux en mieux. En 2008, il dégage un résultat technique excédentaire de 132 MDT contre un résultat de 79,2 MDT en 2007, soit un taux de croissance de 66%. De même, le total des primes émises, qui représente le chiffre d'affaires du secteur, s'est établi à 961,92 MDT en 2008 contre 877,144 MDT en 2007, soit une augmentation de 9,5 %. Les sinistres réglés sont passés de 462,2 MDT en 2007 à 505,7 MDT en 2008, soit une hausse de 9,4%.

Toutefois, le secteur affiche un faible taux de pénétration des prestations d'assurance dans l'économie nationale avec un taux de 1,9% contre une moyenne de 7,5% sur le plan mondial et une moyenne de 2,7% sur les marchés émergents. La privatisation partielle de la société d'assurance STAR, dont 35% du capital a été racheté par l'assureur français GROUPAMA, souligne l'ouverture progressive du marché des assurances tunisien à la concurrence.

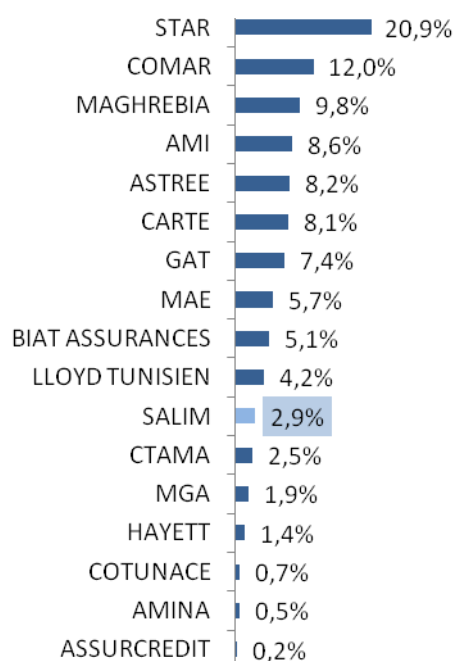
✓ **Structure du marché des assurances en Tunisie**

Le marché tunisien de l'assurance est composé de 22 entreprises d'assurances dont 18 entreprises résidentes (Treize entreprises d'assurances sont agréées en multi-branches d'assurances, deux entreprises spécialisées en assurance-vie, une entreprise spécialisée en assurance Exportation, une entreprise spécialisée en assurance Crédit et une entreprise spécialisée en Réassurance) et 4 sociétés non résidentes. Les

compagnies résidentes se répartissent en 15 sociétés anonymes, deux assurances mutuelles et une caisse mutuelle agricole.

### POSITIONNEMENT CONCURENTIEL

Part de marché par société (en 2008):  
des parts fragmentées



Salim opère dans un secteur fortement concurrentiel, où sa part de marché ne dépasse pas les 2,87% se positionnant à la 11<sup>ème</sup> place du secteur. La taille peut constituer un avantage concurrentiel dans le secteur des assurances. En effet, les avantages de la taille comprennent des économies d'échelle et une plus grande marge de négociation. Or malgré une taille restreinte, la compagnie bénéficie du soutien solide de la part de sa banque partenaire, à savoir la BH avec laquelle des effets de synergies et des échanges de revenus sont réalisés. Le réseau d'agences large de la banque, constitué de 86 agences sert de canal de distribution des produits de Salim. Ce lien étroit entre l'assurance et la banque à laquelle elle est adossée lui a assuré 60% de son chiffre d'affaires et une part de marché vie de l'ordre de 11,79% lui permettant ainsi de mieux contrôler ce créneau de marché. La compagnie reste toutefois peu active au niveau des autres branches telles que l'auto, Incendie et autres risques divers avec des parts de marché respectives de 1,51% et 1,98%.

Par ailleurs, la capacité de créer et d'entretenir des réseaux et des alliances viables est primordiale dans le maintien de la base de clientèle de la compagnie et dans l'accroissement de la part du marché. Salim détient un réseau de 19 agences réalisant 28,48% de son chiffre d'affaires avec des discordances de participation ressenties entre les branches.

Part de marché par branche

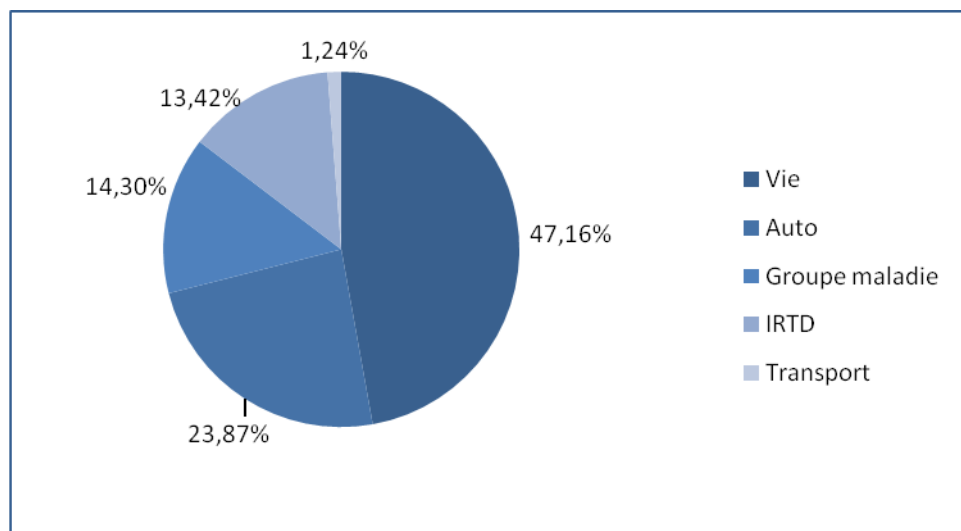
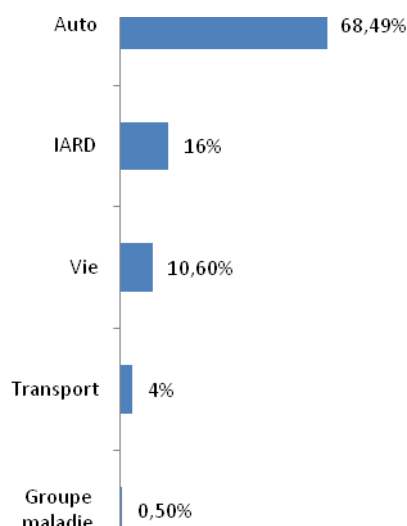
Branches	Pourcentage
Vie	11,79%
Auto	1,51%
Groupe maladie	2,95%
IARD	1,98%
Transport	0,48%
Total	2,87%

#### ✓ Assurance vie

Le chiffre d'affaires de Salim présente une large prépondérance de l'activité vie qui représente 47,16% du portefeuille, dont uniquement 10,6% provenant du réseau. Le revenu de Salim sur cette branche est largement corrélé aux prêts immobiliers accordés par la BH puisque 95,98% du chiffre d'affaires de la branche est issu des contrats d'assurance décès liés à ces mêmes prêts. Pour l'assurance vie, le chiffre d'affaires peut être considéré comme constant et le risque de voir un déclin des ventes au niveau de cette branche où encore une croissance rapide mal maîtrisée sont donc à écarter.

## Structure du chiffre d'affaires de l'assurance Salim

## Part du réseau dans le chiffre d'affaires



## ✓ Assurance dommages (Activité non-vie)

La branche automobile détient la deuxième part du chiffre d'affaires de la compagnie soit près de 23,8% contre 47% pour la structure du marché. Ce chiffre provient essentiellement de l'activité réseau de la compagnie qui génère 68% du revenu.

L'assurance Groupe maladie, constitue 14,3% des revenus de Salim, issue à 99,5% de la BH. Ces revenus sont sûrement réalisés dans le cadre de la couverture sociale fournie par Salim au profit de la banque et ses filiales.

Le chiffre d'affaire Incendie et Autres Risques Techniques a atteint en 2008, 3,7MDT soit une part de 13,42% contre 23,8% pour le secteur. La BH assure 54,6% de la production de cette branche, grâce notamment au contrat de « RC décennale » qui couvre la responsabilité professionnelle de la construction. La banque a accordé en 2008 des crédits immobiliers « promoteurs » de l'ordre 232,7MDT.

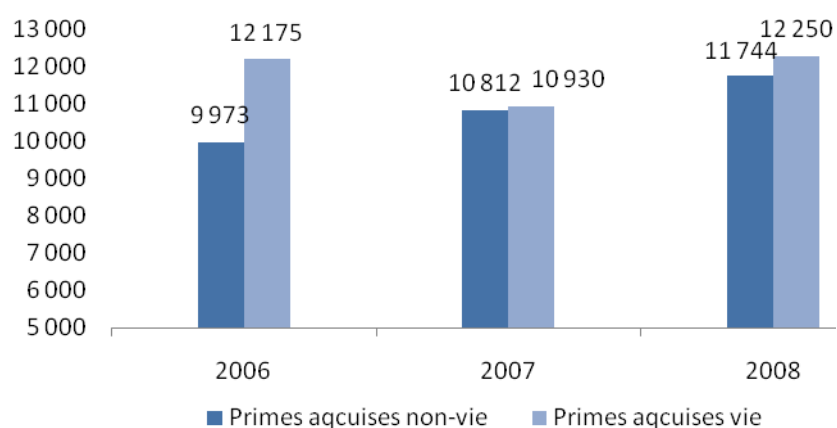
## Part du groupe BH par branche

En MDT	CA	Part du groupe BH	% Part du groupe
Vie	13,010	11,120	85,47%
IARD	3,700	1,25	54,42%
Engineering	1,450	0,020	1,38%
Auto	6,580	0,110	1,67%
Transport	0,340	0,000	0,04%
Maladie	3,940	3,840	97,46%

## EVOLUTION DE L'ACTIVITE TECHNIQUE

En s'attardant plus sur la répartition de ces primes, on déduit que c'est la branche vie qui a réalisé la meilleure performance en 2008. Sur ce segment, Salim continue de capitaliser sur son adossement au groupe BH pour confirmer son leadership dans la bancassurance où elle réalise des performances intéressantes. Les primes acquises, primes afférentes à l'exercice courant, relatives à la branche non-vie se sont améliorées à un taux de croissance moyen sur la période 2006-2008 de 3% passant de 12 175 mDT en 2006 à 12 250 mDT en 2008. Cette évolution est particulièrement affectée par une progression timide des branches IARD et assurance groupe et principalement par le repli de la production de l'activité automobile. La compagnie a volontairement cherché à réduire les contrats de la branche auto.

Evolution des primes acquises



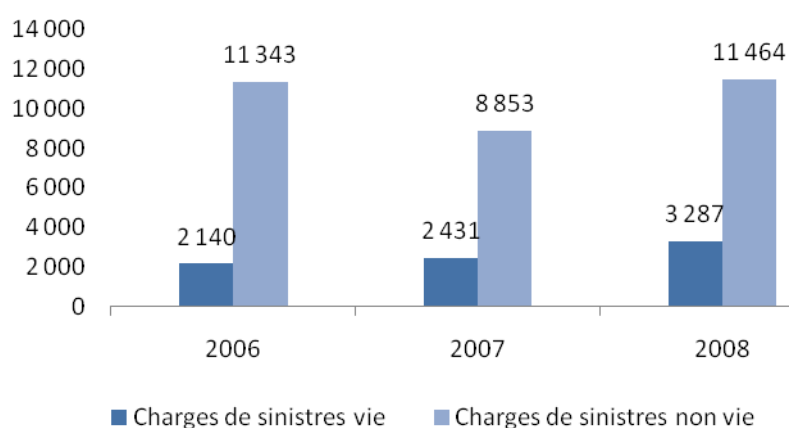
L'activité de Salim sur le segment vie pendant la période 2006-2008, a suivi un rythme de croissance moyen de 8,5% passant de 9 973 mDT en 2006 à 11 744mDT en 2008. Cette amélioration de la branche a été constante sur la période, suivant la croissance des crédits logements BH (+2,4%). Ce partenariat de longue haleine a réussi à drainer une part significative du chiffre d'affaires de la branche non vie.

#### ✓ Les charges de sinistres

Les charges de sinistres vie issues des sinistres réglés et de la variation de la provision pour sinistres à payer se sont établies à 3,287MDT en 2008, en augmentation de 35% relativement à l'exercice 2007.

Pour la branches non vie, la charge de sinistres a évolué de 29,49% passant de 8,853MDT à 11,464MDT en 2008. La branche auto et la branche groupe maladie présentent en 2008, comme de coutume, les règlements les plus importants qui atteignent les 80% de la prime.

Evolution des charges de sinistres



## Taux de sinistralité par branches

	2006	2007	2008
S/P vie	21,46%	22,48%	27,99%
S/P non vie	93,17%	81,00%	93,58%
S/P Total	60,88%	51,90%	61,48%

Par ailleurs, si l'on s'intéresse à l'adéquation entre les primes émises et les charges de sinistres, le ratio S/P (Ratio sinistres à primes) de la compagnie est passé de 51,90% en 2007 à 61,48% en 2008 soit presque le même niveau de 2006. Salim a gardé un niveau de sinistralité inférieur à celui du secteur (67%) malgré un effort de provisionnement important recommandé par le Comité Générale des Assurances. La branche vie, avec des sinistres valant moins de 30 % des primes qu'elle draine, contribue énormément à rétablir la rentabilité technique de la société.

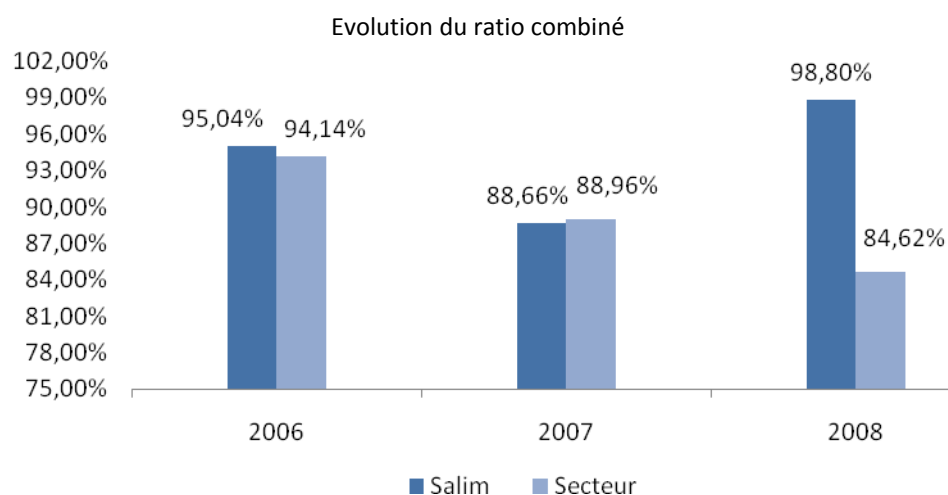
Le ratio de la branche non vie est tiré vers le haut par des branches communément connues à fort taux de sinistralité comme l'automobile où encore la branche assurance groupe. La branche IARD est une branche peu sinistrée, où les indemnités payées ne constituent que 14% des primes.

✓ **Frais de gestion et le ratio combiné**

Salim comme toute compagnie d'assurance veille à une meilleure maîtrise de ses charges de gestion. Ces frais ont cru de 12% entre 2007 et 2008 moins proportionnellement que le chiffre d'affaires et constituent 32% du revenu de la compagnie. Ces charges sont essentiellement composées de frais d'acquisition servis comme des commissions à la BH, aux agents généraux et courtiers d'assurances totalisant 5276 mDT en 2008 contre 5372 mDT en 2007. Les frais d'acquisitions pour la branche vie constituent 87% du total expliqués par les commissions servies à la BH. La commission au profit de la banque relative au contrat collectif décès est fixée à 40% des primes nettes, conformément à la convention de la bancassurance.

Les frais d'administration de la société dégagent un montant global (vie et non vie) de 4 377,88 mDT où la proposition allouée à l'activité vie ne constitue que 25% de la charge administrative total.

Le ratio combiné est l'un des moyens les plus fréquemment utilisé pour comparer les performances des assureurs. Il s'agit du rapport entre les charges de sinistres et les frais d'exploitation par rapport aux primes acquises. Si ce ratio est inférieur à 100%, l'assureur est techniquement en gain avant le profit réalisé sur les placements.



Le ratio combiné de Salim est maintenu en dessous de la barre des 100% durant la période 2006-2008 et dans la lignée du ratio sectoriel. Seule exception, l'année 2008 le ratio combiné de la compagnie a excédé celui du secteur atteignant les 98,8% contre uniquement 84,62% pour le secteur. Cette situation est expliquée par un ratio combiné de la branche non vie nettement supérieur à 100%, taux aggravé par les charges de la branche auto.

#### Ratio combiné par branches

	2006	2007	2008
vie	67,62%	71,36%	75,79%
non vie	117,51%	105,78%	120,86%

#### ✓ Rentabilité technique

MONTANTS EN DINARS	2006	2007	2008	Evol 07/08
Résultat technique global	1861,827	2555,532	1191,908	-53,36%
Résultat technique non vie	-736,977	632,796	-844,301	-233,42%
Résultat technique vie	2598,804	1922,736	2036,209	5,90%

Le résultat technique non vie affiche un déficit de 844mDT en 2008 contre un solde positif de 632mDT une année auparavant. Pour le management, cette contre performance est la résultante de l'absorption de la marge opérationnelle par la provision réglementaire qui est à caractère non récurrent. Grâce à une nette contribution de la branche vie la compagnie est parvenue à dégager un résultat technique global positif de 1191,9MDT.



## Rentabilité des branches

	Automobile	Maladie	Transport	Incendie	ARD	Vie	Total
Primes acquises	6,115	3,944	0,343	1,365	2,334	13,007	27,108
Charges de prestation	8,303	3,454	0,021	0,166	0,743	6,322	19,009
Solde de souscription <sup>(1)</sup>	-2,188	0,49	0,322	1,199	1,591	6,685	8,099
Charges d'acquisition et de gestion	1,964	0,575	0,172	0,288	0,891	5,723	9,613
Solde financier	1,377	0,097	-0,012	-0,026	0,777	1,405	3,618
Solde réassurance	-0,153	-	-0,128	-0,285	-0,015	-0,331	-0,912
Résultat technique net	-2,928	0,012	0,011	0,6	1,462	2,036	1,193

<sup>(1)</sup> Primes- charges de sinistres

Le tableau ci-dessus, retrace la formation du résultat technique par branche. La branche automobile réalise un solde de souscription négatif 2,188MDT à hauteur de 135% du chiffre d'affaires. Il est évident que la réforme de «barémisation» des indemnisations des dommages corporels commence à produire son impact sur le secteur où le résultat technique est passé de 5,5MDT à 57MDT. Une reprise des gains techniques de la branche pour Salim dans les années avenir est attendue.

On peut attribuer les mérites du résultat technique dégagé par la compagnie durant l'année 2008, aux branches « autres risques divers » et vie. En effet, le solde financier de la branche vie où encore les produits de placements alloués à l'activité technique ont contribué à hauteur de 69% dans la formation du résultat technique de la branche.

La branche groupe maladie qui représente une part importantes des primes de Salim détient la plus faible marge opérationnelle où le résultat technique ne constitue que 0,3% des primes, et ce en conséquence de charges de gestion lourdes et d'une sinistralité très élevée.

## EVOLUTION DE L'ACTIVITE PLACEMENT

Les placements constituent une variable centrale dans la détermination de la rentabilité des compagnies d'assurances. Une gestion prudente et une allocation optimale des placements sont à même de rétablir les revenus et de compenser une forte sinistralité. Les encours de placements se sont inscrits à la hausse en 2008 pour s'établir à 53,211 MDT (+19,46 %). Le développement de leurs revenus a considérablement contribué dans la réalisation de résultats nets positifs.

Afin de veiller aux intérêts des assurés, la loi impose des règles bien définies en matière de choix des placements à effectuer en termes de risque et de diversification, sous la forme d'un catalogue de placements.

	2006	2007	2008	variat 07/08
Placements	44089,983	44541,847	53211,419	19,46%
Revenu	2180,004	2750,271	4992,648	81,53%
Rendement	4,94%	6,17%	9,38%	51,96%

Les revenus financiers ont grimpé de 81,53% en 2008, en raison de l'amélioration des placements à la fois en termes de quantité et de qualité. Notons que le taux de rendement global de l'ensemble des placements s'est établi, en 2008, à 9,38% contre 6,17% une année auparavant. Cette hausse est attribuable à une plus value sur cession d'action réalisée en 2008 pour un montant de 2,8 MDT. Hors ce gain, le taux de rendement du portefeuille de placement serait de 4,12%.

#### ✓ Une gestion d'actifs passifs équilibrée

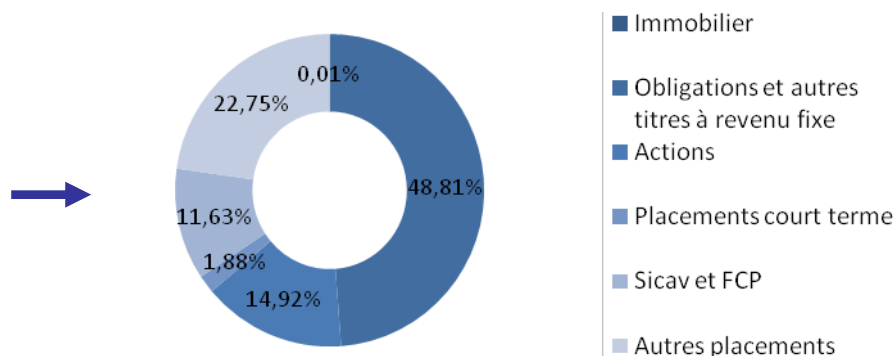
La gestion d'actifs de l'assureur fait que c'est les engagements des assurés inscrits aux passifs qui dictent cette politique de gestion des actifs. En regardant de plus près le portefeuille de placement de l'assurance Salim, le constat est favorable. 48% du portefeuille est placé dans les emprunts obligataires et bons de trésors, où les durations sont longues et les rémunérations plus avantageuses. Ces classes d'actifs correspondent à des engagements de la compagnie envers ses assurés de long terme ce qui est le cas de l'assurance vie qui constitue près de 48% des activités de Salim. L'exposition au marché des actions entre aussi dans la gestion de long terme des actifs pour lisser les fluctuations qui peuvent survenir à court terme. La part des actions cotées et non cotées a atteint les 11,63%, taux raisonnable puisque l'investissement en actions permet de contribuer à une diversification correcte des actifs et évite ainsi une surexposition au risque de taux.

Structure des placements des assureurs français à la fin 2008

Obligations	31 %
Bons de trésors	34 %
Actifs monétaires	8 %
Actions	18 %
Immobilier	3 %
Autres	6 %

Source FFSA, Banque de France.

Les titres détenus par les OPCVM ont été réaffectés.



En assurance dommages, l'assureur se doit d'avoir la capacité de satisfaire à tout moment le paiement des sinistres, qui doit être pris en considération. L'horizon de l'activité dommages est plus court et nécessite des placements disponibles, et de faible durée. Il est intéressant de souligner que la compagnie détient une part dans les placements liquides de l'ordre de 13%.

La comparaison avec la structure des placements des assureurs français dont 88% sont des sociétés d'assurances vie ou mixtes fait ressortir des similitudes étonnantes notamment en matière d'orientation vers les obligations d'entreprises et les bons de trésor qui sont aussi clairement affichés et acclamés dans les cercles assuranciers européens.

### RESULTAT NET ET RENTABILITE

En dépit de la chute de 51,96% du résultat technique, Salim assurance a poursuivi sa croissance et affiche un résultat net en évolution de 14,23% passant de 2,56MDT à 2,92MDT. Cette expansion s'explique, en partie, par le caractère exceptionnel des plus values réalisées suite à la cession d'action. Cette performance lui a permis de réaliser une rentabilité financière intéressante de 17,59% en évolution sur la période 2006-2008

	2006	2007	2008	Evol 07/08
Résultat net	2102,104	2565	2929,873	14,23%
ROE	15,06%	16,95%	17,59%	3,74%

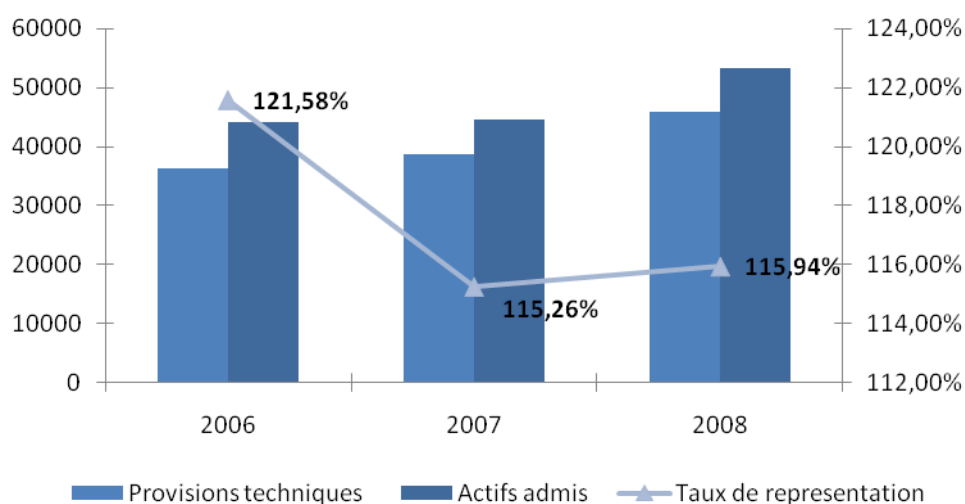
### SOLIDITE FINANCIERE

Tenant compte de la structure particulière du bilan d'une compagnie d'assurance, les facteurs de liquidité de l'actif et du passif sont très importants dans l'analyse de la capacité de règlement de sinistres d'un assureur. La solidité dépend du niveau de provisionnement, des actifs admis en représentation des engagements techniques et celui des fonds propres.

Représentant plus de 73,64% de l'actif total de la Salim, les placements constituent l'emploi principal de la compagnie. Pour veiller sur l'intérêt de la communauté des assurés, les assureurs suivent des règles bien définies à respecter dans le choix des placements en termes de risque et de diversification.

La compagnie doit par conséquent veiller à avoir un niveau équitable de placements en représentation des engagements techniques. Le ratio d'adéquation des placements par rapport aux engagements techniques a été pendant la période 2006-2008 supérieur à 100% atteignant les 115% en 2008.

Adéquation provisions techniques et placements



Les placements et les provisions techniques ont affiché pratiquement la même croissance aux alentours des 18% ce qui atteste d'un bon équilibre et d'une gestion actifs passifs adéquate.

Néanmoins, les provisions pour sinistres à payer (PSAP) vie et non vie ont augmenté respectivement de 25% et 20% pour atteindre un total de 22,975MDT en 2008 contre 18,836MDT une année auparavant. Cette évolution est dans une grande mesure la résultante, d'un effort supplémentaire de la société afin d'absorber des insuffisances de provisionnement constaté sur certaines branches. On estime qu'à la fin de l'exercice 2008, assurance Salim est suffisamment provisionnée où les engagements techniques sont maintenus à des niveaux intéressants par rapport aux primes.

	2006	2007	2008	Evol 08/07
Prov pour sinistres à payer vie	3 646,34	4 531,52	5 699.11	25.77%
Prov pour sinistres à payer non vie	13 723,49	14 305,03	17 276.75	20.77%
PSAP total	17 369,83	18 836,55	22 975.86	21.97%

#### ✓ Une solvabilité dans les normes en attente d'un renforcement

Pour assurer sa solvabilité, une société d'assurance est tenue de détenir un minimum de capital pour faire face à d'éventuels gros sinistres. Un minimum de 10MDT est imposé aux sociétés d'assurances, lequel est respecté par l'assurance Salim.

Les sociétés d'assurances sont désormais sommées de relever leur capital. C'est le cas aussi de l'ensemble des institutions financières qui sont en voie de compléter ce processus de mise à niveau du capital minimum.

La marge de solvabilité constituée de la société couvre 1,63 fois le minimum réglementaire pour une moyenne sectorielle de 2,19 fois. Il faut néanmoins préciser que cette moyenne a été tirée vers le haut par la STAR qui affiche un taux de 402%. La marge est calculée sans prise en compte du stock des plus values latentes tel que révélé par la réévaluation des actifs de la société s'élève à 4,850 MDT sur les placements.

Cependant, les fonds propres de Salim restent relativement faibles si l'on se fie à la structure du passif de la compagnie ou les fonds propres ne constituent que 23,05% en 2008 du total bilan. Comparé aux primes nettes, le ratio ressort à 69,46% en 2008 contre 73,26% une année auparavant. L'augmentation de capital est, entre autres, censée renforcer la solvabilité de la société, et rééquilibrer la structure financière de la compagnie

#### Marge de solvabilité

mDT	2006	2007	2008
Total bilan	57 711	60 427	72 257
Capitaux Propres	13 961	15 130	16 659
Rapport FP/Total bilan	24,19%	25,04%	23,05%
Rapport FP/Primes nettes	64,96%	73,26%	69,46%

### STRATEGIE DE DEVELOPPEMENT : UNE EMANCIPATION DECLAREE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Primes émises non-vie	14 572	17 101	21 655	25 316	29 679	34 770
Primes émises vie	13 007	14 544	16 324	18 317	20 350	22 740
Technique non vie	-844	150	1 022	848	1 526	2 432
Technique vie	2036	3203	3295	3917	3938	3892
Produits de placements	3548	2344	3177	3230	3607	4024
Résultat net	2929	3 075	4 222	4 549	5 157	5 900
ROE	20,15%	16,01%	15,74%	16,33%	16,92%	20,15%

L'augmentation de capital réalisée par la compagnie sera le premier pas vers l'émancipation de l'assurance Salim qui sortira, en quelque sorte, de l'ombre du groupe BH. Investie d'un plan de développement ambitieux, cette levée de fonds conforte la compagnie dans sa stratégie de redéploiement entamée déjà depuis 2008 avec comme axe majeur le développement de l'activité réseau. Ces nouveaux objectifs s'articulent autour de la réalisation d'un nouveau siège pour la compagnie, la reconfiguration du réseau avec le renforcement du nombre des agences qui passeront de 19 à 40 points à l'issue du plan de développement. Cette nouvelle vision lui vaudra, d'après les prévisions, une part de marché de 3,6% à l'issue de l'année 2013 et une part du réseau dans le chiffre d'affaires global proche de 40% à fin 2013.

La branche auto devient en l'occurrence le cheval de bataille de la compagnie qui s'est lancée, depuis un certain temps, dans un effort commercial après la nouvelle réforme touchant cette branche. En 2010, le réseau détiendra environ 84% du chiffre d'affaires global de la branche. Aussi, la compagnie a inclus dans son plan de développement, qui s'étale jusqu'en 2013, la refonte de son chiffre d'affaire et une redistribution intra branche. La structure du chiffre d'affaires prévisionnel serait en moyenne de 42% pour la branche Vie, suivie de la branche Automobile avec 30%, puis la Maladie avec 11%, l'IARD avec 9%, l'Engineering avec 6% et le Transport avec 1%. La compagnie essaiera d'adopter la stratégie commerciale du client intégrale en proposant des packages d'assurances.

La bancassurance, restera dans le giron de Salim, considéré comme un fleuron de la compagnie ou le développement de nouveaux produits est attendu. Mais il faut admettre l'importance du label BH pour cette activité.

L'amélioration du système d'information et le renforcement de sa sécurité fait aussi partie des priorités de la compagnie ou la mise en place de son nouveau système d'information est programmée au cours du premier trimestre 2010.

Avec un niveau de fonds propres renforcé atteignant les 26 MDT à partir de l'année 2010, la compagnie suivra la vague de restructuration qui touche le secteur des assurances et se retrouvera dans une position confortable au vue de ses fondamentaux notamment en marge de solvabilité et de solidité bilancielle.

Le plus important encore parmi les défis de la compagnie réside dans l'effort consenti pour la formation aussi bien des techniciens d'assurance, que du personnel du Font Office, pour laquelle la compagnie a décidé d'allouer la plus grande marque d'attention. Ce personnel est d'ores et déjà fin prêt pour le déploiement commercial.

## PRIX D'INTRODUCTION

L'évaluateur a mis en place trois méthodes d'évaluation pour la valorisation de la société assurance SALIM à savoir la méthode du Discounted Cash Flow (**DCF**), la méthode du Goodwill et enfin une méthode de rendement.

Les éléments d'appréciation du prix de l'offre du titre Salim sont synthétisés dans le tableau ci dessous. Il reprend les résultats obtenus pour chacune des méthodes et références de valorisation retenues à titre principal.

Synthèse des méthodes	Valeur de la société en mDT	Valeur de l'action en DT
Discounted Cash Flow	52 536	19,750
Méthode patrimoniale	38 558	14,495
Valeur de rendement	38 321	14,406
<b>Valeur moyenne (pondérée)</b>	<b>43 138</b>	<b>16,218</b>

Les différentes méthodes d'évaluation ont abouti à une fourchette de valeurs qui varie d'un plus bas de 38,3 MDT à un plus haut 52,536 MDT, donnant une valeur moyenne de 43,138. Une décote de 7,5% a été approuvée et la valeur d'introduction a été ramenée à 39,9MDT soit un prix par action de 15 DT.

A ce niveau de cours, assurance Salim traite à 12,98x et à 9,45x ses bénéfices prévus respectivement en 2009 et en 2010 pour des multiples des fonds propres de 1,41x et de 1,30x successivement pour les deux années à venir.

## VALORISATION : UNE DECOTE INTERESSANTE

Pour les besoins de la valorisation, nous nous sommes basés sur deux méthodes ; les comparables boursiers et la métho des sommes des parties qui aboutissent à un cours cible moyen de 17,290DT par action compte tenu des hypothèses suivantes :

### ✓ Les comparables boursiers

A titre indicatif, pour l'évaluation nous avons opté pour l'utilisation de la méthode des comparables qui valorise la compagnie en l'exprimant par le biais des ratios suivants :

- Un multiple opérationnel (Primes)
- Le « Price Earning Ratio » (ratio entre la capitalisation boursière et le bénéfice comptable).
- Multiples des capitaux propres où le PBR des sociétés d'assurances.

Salim est approché par ses homologues du marché tunisien à savoir la STAR et l'ASTREE. L'évaluation s'est faite sur la base des chiffres prévisionnels 2009- 2010 de la compagnie. Un escompte de 30% est jugé nécessaire et a été appliqué à l'assurance Salim au vue de sa taille relativement restreinte par rapport au secteur.

Ratios	Valeur moyenne Pondérée	Valeur moyenne par Action (DT)
Multiple du Chiffre d'affaires	54 284 956	20,410
PER	30 325 711	11,400
PBR	42 562 537	16,000
<b>Moyenne des valeurs</b>	<b>43 391 068</b>	<b>15,930</b>

La valeur de l'action Salim dégagée par cette méthode s'élève à 15,930DT pratiquement le même prix issu de l'évaluation pour un nominal de 10DT, soit une valeur globale de l'entreprise de 43,391MDT correspondant à une surcote de 5,8%.

#### ✓ Somme des parties

Une somme des parties est aussi utilisée pour les fins de l'évaluation lorsque la société est divisée par pôle d'activité à savoir le pôle technique et le pôle investissement. Cette segmentation permettra de mieux rendre compte de la nature inhérente à la société d'assurance.

Deux coûts des fonds propres sont calculés pour chaque activité :

	Activité de placement	Activité d'assurances
Coût des fonds propres	16,51%	10%

L'évaluation aboutit à une valeur de :

Sum of the parts	Valeur de la compagnie	valeur par action
Valeur assurantielle	42 004	15,791
Valeur des investissements	6 632	2,493
<b>Sommes des parties</b>	<b>48 636</b>	<b>18,284</b>

D'après cette méthode, la valeur de la compagnie s'élève à 46 636 mDT soit une valeur par action de 18,284DT.



## ✓ Synthèse

Méthode	Valeur de la compagnie	valeur par action
Comparables boursiers	43 391	15,930
Somme des parties	48 636	18,284
Valeur Salim	46 013	17,290

Une valorisation à 46 013 mDT laissant apparaître une décote de 15,32% de la valeur d'introduction.

**SOUSCRIRE**

Notre recommandation à la souscription est motivée par un secteur des assurances porteur et en pleine mutation. Le secteur affichant un taux de pénétration relativement faible, devrait renforcer sa contribution dans l'économie tunisienne et se placer sur le même pied d'estal que des pays tel que le Maroc ou le Bahreïn. Le secteur pourrait se tourner vers la bancassurance où la possibilité de sceller des partenariats inter-sectoriels peut s'offrir. A l'instar des autres secteurs de par le monde, le secteur des assurances en Tunisie saurait connaître une vague de concentration dans le sens de la libéralisation des marchés.

Grâce à sa nouvelle orientation stratégique vers les branches à forte marge, assurance Salim devrait tirer amplement profit de l'engagement général, autant des intervenants privés que des administrations publiques, quant aux développements du secteur de l'assurance. En outre, et du fait notamment de la montée en puissance des activités réseaux, la société compte réactiver son chiffre d'affaires sur la branche automobile, redevenue rentable pour le secteur. Elle devrait également renforcer ses réalisations financières grâce à l'augmentation de capital qui permettra à la compagnie de prendre plus d'engagements et d'élan, toujours avec un ROE intéressant.

Enfin, et eu égard au prix d'introduction de 15 DT en décote de 15,32% par rapport au prix issu de notre valorisation de 17,290 DT (le respect du Business Plan est une condition sine qua non) nous recommandons de souscrire à l'offre publique de souscription

**CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE**

L'introduction en Bourse se fera à travers une augmentation de capital de 3,3MDT par l'émission de 660.000 nouvelles actions au prix unitaire de 15DT (5DT de nominal et 10DT de prime d'émission).

Les nouvelles actions souscrites porteront jouissance en dividende le 1er janvier 2009.

*Le contenu et les informations fournis dans le cadre de cette publication ne sont d'aucune garantie, implicite ou explicite. La responsabilité de Maxula Bourse ne peut être retenue directement ou indirectement suite à l'utilisation des informations par les lecteurs. Les analyses diffusées par Maxula Bourse ne constituent qu'une aide à la décision.*

Catégories	Définition	Nombre d'actions	% du capital après OPS	En % de l'OPS
<b>Catégorie A</b>	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres qu'OPCVM sollicitant au minimum 200 actions et au maximum 13 300 actions	330 000	12,41%	50%
<b>Catégorie B</b>	OPCVM (SICAV et FCP) tunisiens sollicitant au minimum 200 actions et au maximum 66 000 actions	198 000	7,44%	30%
<b>Catégorie C</b>	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 200 actions	99 000	3,72%	15%
<b>Catégorie D</b>	Personnel du Groupe BH et Assurances SALIM	33 000	1,24%	5%

Maxula bourse

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez-  
1053-Ls Berges du Lac  
Tel : (+216 71) 960 530/ 960 292  
Fax : (+216 71) 960 565

E-mail :  
nabil.nouihech@maxulabourse.com.tn  
meriam.slimani@maxulabourse.com.tn  
hela.zarrouk@maxulabourse.com.tn