

Assurances SALIM

Secteur : Assurances

SOUSCRIRE

15.00 TND

mars 2010

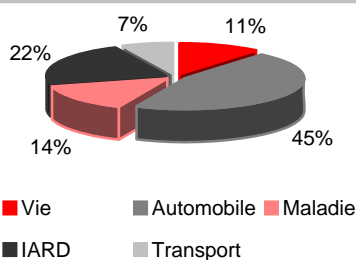
Les chiffres clés (MTND)

Cours d'introduction	15 TND
Montant à lever	9.9
Fonds propres après OPS	14.4
Revenus 2008	27.6
Résultat net 2008	2.93
Période de souscription	du 01/03/2010 au 12/03/2010

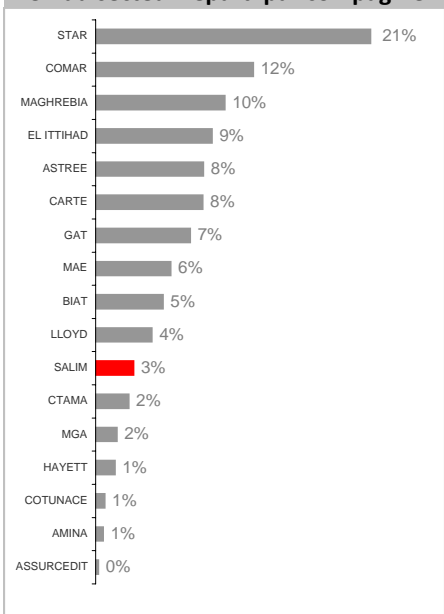
Structure du capital

Avant l'OPS		Après l'OPS	
Groupe BH	58%		43.6%
Autres	42%		31.6%
Public	-		24.8%
Total en MD	10.0		13.3

CA du secteur réparti par branche



CA du secteur réparti par compagnie



En '000 TND	2009	2010	2011	2012	2013
Fonds propres	15.3	26.4	28.9	31.6	34.9
Chiffre d'affaires	31.6	38.0	43.6	50.0	57.5
Règlements sinistres	12.8	15.5	17.8	20.5	23.5
Résultat technique	3.3	4.3	4.7	5.5	6.3
Provisions techniques	53.0	61.0	70.4	81.2	94.0
Placements	60.5	79.2	89.2	100.7	114.0
Produits financiers	3.3	4.3	4.5	5.0	5.7
Résultat net	3.1	4.2	4.5	5.2	5.9

Présentation de la société

La société Assurances Salim, filiale du groupe BH, est spécialisée dans le métier d'assurances et de réassurances. La compagnie a été créée en 1995 sous la forme d'une société d'assurances vie et de capitalisation pour se convertir, en juin 1997, en une compagnie multibranches (vie, maladie, automobile, IARD et transport).

Cette diversification de l'activité a été soutenue par l'augmentation de capital de la société qui est passé de 1MDT lors de sa création à 10MDT en 2003. Actuellement, le capital est détenu à hauteur de 58% par le groupe BH et 42% par divers autres actionnaires.

Le secteur des assurances en Tunisie

Le secteur des assurances en Tunisie est composé de 22 compagnies, dont 13 pluridisciplinaires (Assurances SALIM en fait partie), 5 spécialisées et 4 compagnies off shore.

Malgré le nombre important d'opérateurs (essentiellement des compagnies de petite taille), le secteur se caractérise encore par un faible taux de pénétration (primes rapportées au PIB) ainsi qu'une densité (primes rapportées à la population) peu élevée.

En effet, la contribution du secteur des assurances dans le PIB du pays s'est élevée à 1,91% en 2008, contre une moyenne mondiale de 7,1%. De même, la prime moyenne par habitant n'a atteint que 93 dinars contre une moyenne mondiale de 633,9 US\$ soit 824DT pour la même année.

En revanche, profitant des différentes réformes réglementaires visant sa restructuration, le secteur s'est accordé, sur les cinq dernières années, une croissance annuelle moyenne 10,6%. Le chiffre d'affaires global s'est élevé à 962MDT en 2008.

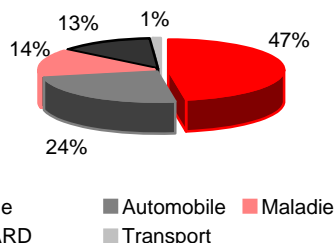
La structure des revenus du secteur révèle une concentration au niveau de la branche automobile (45% du montant total des primes). Cette branche, fortement sinistrée, a été structurellement déficitaire jusqu'à l'année 2006.

L'application de la nouvelle réglementation relative à l'assurance automobile (loi n° 2005-86 du 15 août 2005) qui a harmonisé les barèmes de remboursement, à partir de 2007, a permis à la branche de retrouver son équilibre et d'afficher un bénéfice qui a atteint 57,5MDT en 2008.

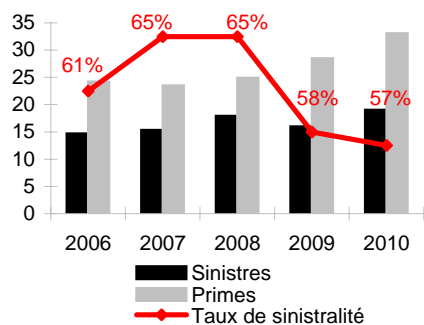
Par ailleurs, la contribution de la filière vie, dans l'activité du secteur s'est légèrement améliorée passant de 8% du chiffre d'affaires en 2003 à 11,5% en 2008 (58% à l'échelle internationale). Malgré une progression notable durant les trois dernières années (18,6% en moyenne), cette branche présente encore un fort potentiel de croissance, notamment en matière d'assurance retraite. En 2007, le taux de pénétration n'a atteint que 0,2%.

Par opposition au secteur, la branche vie représente 47% du chiffre d'affaires de la compagnie Assurances SALIM. L'assurance automobile vient en deuxième position (24% contre 45% pour le secteur) suivie de la branche maladie (14%). Cette structure, assez particulière, émane du fait que 89% des revenus de la branche vie proviennent, essentiellement, des contrats souscrits dans le cadre des emprunts immobiliers octroyés par la BH.

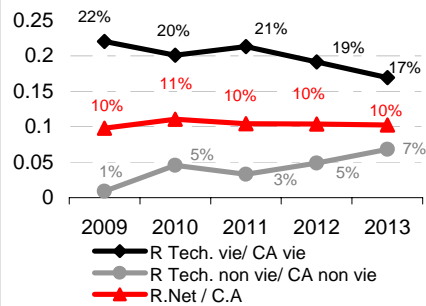
Répartition du CA par branche



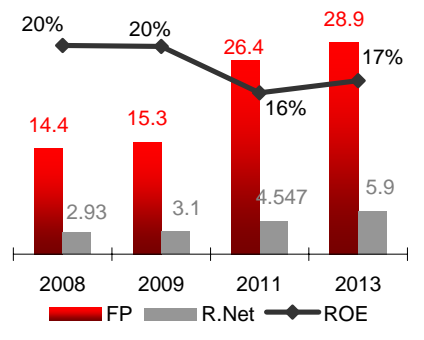
Evolution de la sinistralité



Evolution des marges



Evolution de la Rentabilité



Analyse financière

Durant les cinq dernières années, Assurances SALIM a enregistré un chiffre d'affaires en progression moyenne de 10,7% par an, alignée à celle du secteur et tirée essentiellement par la branche automobile (+22%).

La branche vie, de son côté, a évolué à un rythme inférieur (+8,8%). L'acharnement de la concurrence au niveau de cette branche caractérisée par une sinistralité modérée et dont le passif présente une durée élevée, a ramené la part de marché de la compagnie Assurances SALIM à 11,8% en 2008 contre 18% en 2003.

Au titre de l'exercice 2008, le montant total des primes émises s'est établi à 27,6MD contre 23,8MD en 2007. La contribution de la compagnie au chiffre d'affaires du secteur a ainsi atteint 2,9%, une part qui demeure faible dans un marché où les cinq premières compagnies s'accaparent près de 60% de part de marché.

La hausse des revenus a été absorbée par une sinistralité plus importante (taux de sinistralité de 65,5% contre 52,7% pour le secteur). Ce niveau élevé de sinistralité résultant du développement de la branche automobile qui demeure déficitaire pour Assurances SALIM contre un retour aux bénéfices pour le secteur.

Le déficit s'est élevé à 2,9MDT en 2008 affectant ainsi le résultat technique de la compagnie qui a enregistré une baisse de 53% pour cette même année.

Par ailleurs, Assurances SALIM a vu ses produits financiers évoluer de 81,5% à 5MDT, ce qui a permis de combler en partie le retard au niveau de l'activité technique.

Ainsi, le résultat net s'est accru de 14% pour se situer à 2,9MDT et la rentabilité des fonds propres s'est établie à 20,3% contre 26,7% pour ASTREE et 21,6% pour la STAR.

Perspectives d'avenir

Dans le but d'améliorer son positionnement sur le secteur et de consolider sa rentabilité future, Assurances SALIM s'est fixée une stratégie de développement qui repose principalement sur :

- le renforcement de son réseau de distribution et la minimisation de sa dépendance vis-à-vis du groupe BH
- la dynamisation de sa politique commerciale
- une structure équilibrée de ses revenus

Les prévisions de la compagnie pour la période 2009-2013, tablent sur une croissance annuelle moyenne de 16% contre une croissance historique de 10,7%.

Cette forte progression sera générée en partie, par la réorganisation du portefeuille d'activités au profit des branches les plus rentables actuellement sous-exploitées.

A cet effet, la compagnie vise la concentration sur les risques simples et décentralisés (incendie, multirisque habitation, accident corporel).

C'est ainsi qu'en 2013 la part de la branche vie dans le chiffre d'affaires devrait baisser à 40% au profit d'un meilleur positionnement sur les branches automobile (33%) et IARD (10%).

La croissance prévue, traduit également l'apport potentiel du renforcement du réseau mais dans une moindre mesure, puisqu'à la fin du Business Plan, la contribution du nouveau réseau au chiffre d'affaires, telle que prévue par la société, ne devrait atteindre que 40%.

Cette évolution du chiffre d'affaires semble, tout de même, optimiste d'autant plus que SALIM opère sur un marché fortement concurrentiel notamment en matière d'assurances automobile où l'intensification de la concurrence entraîne une pression continue sur les marges.

Assurances SALIM

Secteur : Assurances

SOUSCRIRE

15.00 TND

mars 2010

Cependant, les réalisations de la compagnie au titre de l'exercice 2009 s'avèrent être conformes aux objectifs fixés, voire même supérieures, et ce grâce à l'ouverture de cinq nouveaux points de vente.

Ainsi, le chiffre d'affaires et les produits financiers se sont élevés à 33,3MDT et 3,7MDT soit des taux de réalisation respectifs de 105,4% et 112%. Le taux de rendement des placements s'est établi alors à 6,2% contre 5,5% initialement prévu.

Pour la période 2009-2013 la compagnie s'est fixée des objectifs de simplification des procédures, de réduction des délais de traitement des sinistres et de généralisation des transactions à l'amiable pour les sinistres corporels.

Sur la base de ces hypothèses et de la tendance –des règlements des sinistres– observée sur les années passées, la charge prévisionnelle des sinistres serait en moyenne de 57% des primes acquises. Les Provisions techniques, quant à elles, devraient évoluer à un taux moyen de 15,4% ce qui représenterait en moyenne 163% du chiffre d'affaires de l'exercice.

Le résultat technique de la compagnie devrait alors passer à 6,3 MDT en 2013 contre 1,1 MDT en 2008.

Assurances Salim table également sur un taux moyen de rendement des placements de 5,2% qui devrait lui permettre de doubler son résultat net pour le ramener à 5,9MDT.

		2009	2010
P/E	SALIM	13,0	9,5
	STAR	10,3	9,0
	ASTREE	18,2	15,3
P/B	SALIM	2,6	1,5
	STAR	2,0	1,8
	ASTREE	4,1	3,6
Div.Yield	SALIM	4,7%	4,7%
	STAR	3,4%	4,3%
	ASTREE	2,9%	2,9%

Div/a (DT)	SALIM	0,700	0,700
------------	-------	-------	-------

Eléments d'évaluation

Evaluation de l'entreprise

L'évaluation de la compagnie Assurances SALIM s'est faite selon trois méthodes : la méthode du Goodwill, la méthode DCF (Discounted Cash-Flows) et la méthode de Rendement. L'ensemble des méthodes d'évaluation a abouti à une fourchette de valeurs allant de 38,3MD à 52,5MD, la valeur moyenne qui en ressort est de 43,1MD. Après une décote de 7,5%, la valeur retenue est de 39,9MD soit un prix de 15DT par action.

Indicateurs de valorisation

La société s'est valorisée 13x ses bénéfices de 2009 et 9,5x ceux de 2010. Une telle valorisation se justifie par la croissance à deux chiffres des revenus sur les cinq années futures et classe la compagnie parmi les valeurs de croissance.

Le titre offre également un rendement dividende (4,7%) nettement supérieur à celui du marché (2,35%).

Objectif de l'augmentation du capital

La levée de fonds de 9,9 MDT, lors de l'introduction en bourse, servira d'une part, à financer l'extension du réseau de distribution ainsi que l'achèvement du nouveau siège social.

D'autre part, elle servira à renforcer les fonds propres ce qui devrait consolider le potentiel de croissance de la compagnie.

Modalités de l'offre

Introduction par augmentation de capital via une Offre Publique de Souscription :

- **Caractéristiques** : émission de 660 000 actions nouvelles représentant 24,8% du capital après augmentation, à 15 DT l'action (dont 10 DT de prime d'émission)
- **Mode** : Offre Publique de Souscription réservée au public
- **Jouissance** : 1^{er} Janvier 2009
- **Souscription** : du 1^{er} au 12 Mars 2010
- **Contrat de liquidité** : 1MD et 65 333 actions pour une durée de 6 mois à partir de la date d'introduction en bourse.

Analyse SWOT	
Forces	
* Expérience en matière d'assurance vie	
* Synergies avec la BH	
* Réseau de distribution en évolution	
Faiblesses	
* Une petite taille par rapport aux concurrents	
* Dépendance vis-à-vis de la BH	
* Part de marché faible	
Opportunités	
* Développement de la bancassurance et des produits d'assurance islamiques	
Menaces	
* Concurrence rude qui risque de s'accroître d'avantage	
* Changement éventuel de la réglementation	

Assurances SALIM

Secteur : Assurances

SOUSCRIRE

15.00 TND

mars 2010

Catégories

Catégorie A: 50% de l'offre (330 000 actions) réservée aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM sollicitant au minimum 200 actions et au maximum 13 300 actions.

Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport quantité offerte/quantité demandée et retenue.

Catégorie B: 30% de l'offre (198 000 actions) réservée aux OPCVM (SICAV et FCP) tunisiens sollicitant au minimum 200 actions et au maximum 66 000 actions.

Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport quantité offerte/quantité demandée et retenue.

Catégorie C: 15% de l'offre (99 000 actions) réservée aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 200 actions.

Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie.

Catégorie D: 5% de l'offre (33 000 actions) réservée au personnel du groupe BH, dont 1% au profit du personnel de la société Assurances SALIM.

Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie.

Synthèse et recommandation

De part sa petite taille, Assurances SALIM détient moins de 3% de part de marché tous métiers confondus.

L'extension du réseau de distribution et la réorganisation du portefeuille d'activité devraient lui permettre, à moyen terme, d'accroître son niveau d'activité et d'améliorer son positionnement sur le secteur.

L'amélioration des ratios prudentiels suite à l'absorption des insuffisances de provisions techniques et le renforcement des fonds propres devraient également contribuer à la consolidation des résultats futurs de la compagnie.

Introduit sur le marché principal à 15 DT/action, le titre présente une valorisation attrayante (P/E09 de 13x et div yield de 4,7%).

Au regard des performances réalisées de la compagnie, de sa situation financière et de ses perspectives prometteuses, nous recommandons de souscrire à l'augmentation de capital.

SOUSCRIRE