

ASSURANCES SALIM

- OFFRE A PRIX FERME -

Secteur	Assurances	Nombre de titres offerts	660 000 titres
Nombre d'actions	2 660 000 titres	Prix proposé	15,000 DT
Flottant	24,8%	Jouissance en dividende	1 ^{ER} Janvier 2009
Capitalisation boursière	39,9MDT	Période de souscription	1 ^{ER} Mars – 12 Mars 2010

POINTS CLEFS

→ NOUS RECOMMANDONS DE SOUSCRIRE A L'OPF

STRUCTURE DU CAPITAL APRES L'OPF :

Actionnaires	% du capital et des droits de vote
BH	22,60%
Epargne Invest Sicaf	10,50%
Sim Sicar	7,00%
Modern Leasing	1,80%
SIFIB BH	1,80%
Autres	31,60%
Public	24,80%
Total	100,00%

- SALIM est une filiale du groupe Banque de l'Habitat, une banque publique solide et spécialisée dans le financement du logement. La BH a généré près de 60% des contrats de la compagnie en 2008.
- Initialement positionnée sur le segment Vie, afin de récupérer l'important flux de contrats d'assurance décès générés par l'activité de la BH dans le crédit logement ; Assurances SALIM s'est diversifiée pour devenir une société multi-branches offrant à la fois des produits Vie & Non Vie.
- Globalement, Assurances SALIM demeure un petit acteur du secteur avec une part de marché tous produits inférieure à 3% ; par contre sur le segment « Vie » la compagnie est parmi les trois premiers avec une part de marché de 12% fin 2008.
- L'introduction en Bourse de la compagnie se fait par augmentation de capital. La levée de 9,9MDT s'inscrit dans la réforme du secteur qui entend renforcer la solvabilité des compagnies. La directive Solvabilité II.
- Cette levée de fonds permettra également à la compagnie de dynamiser sa stratégie commerciale et de restructurer son portefeuille.
- Les prévisions sur les 5 prochaines années tablent sur une croissance de l'ordre de +16%/an en moyenne de la production de SALIM dans un secteur qui devrait lui aussi afficher une croissance significative : +10.3%/an. Des taux d'évolution qui paraissent vraisemblables compte tenu du fort potentiel de développement d'un secteur sous-représenté dans l'économie nationale : taux de pénétration qui ne dépasse pas les 2% du PIB.
- SALIM projette un gain raisonnable de parts de marché sur la période de projection : de 2.85% en 2008 à 3.6% en 2013. Et entend devenir leader sur le segment Vie. Une croissance maîtrisée avec l'impératif de se conformer aux nouvelles exigences réglementaires.
- Du point de vue de la valorisation, SALIM est proposée à un prix attractif ; d'autant plus que le dividende 2009 est attaché et que les nouveaux actionnaires bénéficieront d'un cash-back de 0.700DT (4.7% de la mise initiale) dans les semaines à venir.
- Le faible profil de risque de la société, le fort potentiel de ce secteur d'activité, les ratios boursiers attractifs ; autant d'arguments qui motivent notre recommandation **SOUSCRIRE à l'OPF**.

RENSEIGNEMENTS SUR L'OFFRE A PRIX FERME

Nature de l'opération : Introduction en bourse par augmentation de capital : 660 000 d'actions seront émises sur le marché, soit 24,8% du capital après augmentation.

Prix d'émission : le prix de l'action SALIM a été fixé à 15,000DT.

Période de validité de l'offre : L'OPF des titres est ouverte au public du 01/03/2010 au 12/03/2010 inclus.

Catégories et mode de satisfaction des titres :

Deux catégories d'ordres d'achat seront offertes dans le cadre de l'OPF :

- ✓ Catégorie A : 50% des actions offertes, soit 330 000 actions, seront réservées 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.
- ✓ Catégorie B : 30% des actions offertes, soit 198 000 actions, seront réservées aux OPCVM (SICAV et FCP) tunisiens sollicitant au minimum 200 actions et au maximum 66 000 actions.
- ✓ Catégorie C : 15% des actions offertes, soit 99 000 actions, seront réservées aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 200 actions.
- ✓ Catégorie D : 5% des actions offertes, soit 33 000 actions, seront réservées au personnel du groupe BH et SALIM réparti comme suit :
 - 4% soit 26 400 actions pour le personnel du groupe BH autre que le personnel de la société « Assurances SALIM ».
 - 1% soit 6 600 actions pour le personnel de la société « Assurances SALIM ».

Les demandes de souscription doivent être nominatives et données par écrit aux intermédiaires en Bourse. Ces demandes doivent préciser obligatoirement, le numéro, l'heure et la date de dépôt, la quantité de titres demandée et l'identité complète du souscripteur.

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

- ➔ Pour les catégories A et B : Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation de chaque catégorie, déterminé par le rapport quantité offerte/quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera reparti par la commission de dépouillement.
- ➔ Pour la catégorie C : Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.
- ➔ Pour la catégorie D : Les demandes de souscription du personnel du groupe BH et SALIM seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie.

Contrat de liquidité

Un contrat de liquidité pour une période de six mois à partir de la date d'introduction, sera établi entre, la SIFIB-BH, intermédiaire en Bourse, et des sociétés du groupe BH actionnaires de la société « Assurances SALIM » : la BH, l'Epargne Invest SICAF et la SIM-SICAR, portant sur **20%** du produit de l'Offre à Prix Ferme, soit un montant de **1 000 000 de dinars et 65 333 actions**.

PRESENTATION DU SECTEUR DES ASSURANCES

L'assurance est non seulement un instrument de sécurité, mais également de crédit et d'épargne. Le secteur des assurances joue un rôle important dans la mobilisation de l'épargne, le financement de l'économie et l'impulsion de l'investissement.

L'assurance en Tunisie :

Un secteur qui demeure insuffisamment représenté dans l'économie nationale et qui a longtemps souffert de défaillances structurelles. Depuis le début des années 2000, les pouvoirs publics ont impulsé une réforme vouée à renforcer le secteur et à encourager son développement en améliorant notamment son cadre réglementaire. La réglementation joue un rôle déterminant dans les métiers de l'assurance : règles prudentielles, fiscalité, droit civil, code des assurances...

Un secteur dont l'activité progresse à peine plus vite que le PIB alors que le retard à rattraper reste encore important avec un taux de pénétration qui avoisine les 2% contre une moyenne mondiale de l'ordre de 7%.

Taux de pénétration

en MD

Intitulé	2006	2007	2008
P.I.B. prix courant	41,121	44,861	50,325
Primes Emises	801,139	877,114	961,921
Taux de pénétration en %	1,95%	1,96%	1,91%

(Source : Rapport FTUSA 2008)

Le taux de pénétration de l'assurance tunisienne dans l'économie (total des primes émises par rapport au produit intérieur brut) progresse lentement : 1,83 % en 2004 ; 1,91 % en 2005 ; 1,95 % en 2006 ; 1,96% en 2007 et affiche même un léger retrait en 2008 : 1,95%.

Un rythme encore insuffisant pour rejoindre les standards mondiaux. Le décollage réel du secteur n'a pas encore eu lieu ; son potentiel de développement reste très significatif.

Le secteur des assurances en Tunisie est encore caractérisé par plusieurs défaillances notamment :

- une branche automobile longtemps restée structurellement déficitaire et qui devient à peine excédentaire à l'échelle du secteur ;
- une insuffisance des provisions techniques ;
- une sous-capitalisation ;
- une faible taille des entreprises d'assurance ;
- une sous-exploitation des produits d'assurance comme l'assurance vie et l'assurance agricole,
- un besoin en ressources humaines...

Conscients de toutes ces faiblesses, les pouvoirs publics ont mis en place un ensemble de mesures et de réformes portant notamment sur l'assainissement de la situation financière des entreprises d'assurance ainsi que sur le renforcement des règles prudentielles afin de réorganiser et de promouvoir le secteur en Tunisie.

La révision du code des assurances a été entreprise en 2002 avec la loi du premier avril 2002 qui portait sur le renforcement du cadre réglementaire et institutionnel. Cette dernière réforme a notamment consacré le principe de l'indépendance de l'autorité de contrôle du secteur, à travers la création du comité général des assurances.

Cette loi a aussi concerné la modernisation des modalités de calcul de la marge de solvabilité avec l'instauration d'une règle propre à l'assurance vie et la consolidation des fonds propres à travers une augmentation du capital minimum exigé des compagnies d'assurance (passant de **3MDT** à **10MDT** pour les SA pratiquant plus d'une catégorie d'assurance) afin notamment de les inciter à recourir aux regroupements.

Deux branches du secteur ont focalisé l'attention du législateur, (1) la branche Automobile longtemps montrée du doigt comme étant la principale source de déficit du secteur et (2) l'Assurance Vie qui peine à se développer.

(1) La branche Automobile :

Les dernières réformes ont concerné en grande partie la branche Automobile. Une branche Automobile souvent prépondérante dans le chiffre d'affaires des compagnies (plus de 40% à l'échelle du secteur) et dont le segment Assurance obligatoire continue de générer d'importantes pertes techniques.

L'action du législateur afin de rectifier cette situation structurellement difficile a porté essentiellement sur :

- Les tarifs, avec l'entrée en application de **la nouvelle circulaire 02/2007 du 10 Mars 2007** qui a apporté un équilibre au niveau de la garantie Responsabilité Civile grâce à l'instauration d'un nouveau système Bonus/Malus mieux adapté.
- L'indemnisation avec la nouvelle réforme concernant le barème d'**indemnisation des sinistres corporels** prévus par la **loi n° 2005-86** en date du 15 Août 2005 a également contribué à l'amélioration des résultats de la branche automobile des compagnies tunisiennes. En effet, cette loi a réglementé et a défini les indemnisations au titre des accidents corporels, à travers un barème unifié applicable aussi bien pour les juges que pour les assureurs.

Toutes ces actions ont permis d'accélérer les procédures de règlement des sinistres, d'offrir aux victimes des indemnisations équitables et rapides, et d'améliorer ainsi la qualité des prestations des compagnies d'assurance.

(2) L'Assurance Vie

La problématique de la branche Vie est inverse puisqu'elle souffre d'une sous représentation dans l'activité du secteur. La branche Vie ne représente que 11,5% du CA du secteur. Dans les pays industrialisés l'Assurance Vie est quasiment devenu un bien de consommation courant dans sa vocation de complément de retraite. L'existence en Tunisie d'un système de retraite obligatoire (par répartition) relativement performant a jusqu'à ce jour peu incité au recours à des formules de retraite complémentaire.

Les réformes entreprises en Tunisie ont donc vocation à développer la branche et à encourager la souscription à l'Assurance Vie par la mise en place notamment d'un cadre fiscal incitatif. Des mesures telles que la déduction des primes de l'assiette imposable, devraient contribuer au développement de la branche.

Les acteurs du secteur :

Le secteur des assurances en Tunisie comprend les entreprises d'assurances et les sociétés mutuelles. Il s'agit d'un secteur relativement fragmenté avec 22 compagnies pratiquant les opérations d'assurances et de réassurance.

11 compagnies du secteur privé :

- AMINA, spécialisée en assurance vie filiale du GAT
- ASTREE,
- ASSURANCES-BIAT,
- ASSUR-CREDIT,
- CARTE (Groupe Doghri),
- COMAR (Groupe AMEN),
- HAYETT spécialisée en assurance vie filiale de la COMAR
- GAT,
- MAGHREBIA,
- LLOYD TUNISIEN (Groupe Bayahi) et
- SALIM (Groupe BH)

Le secteur public est composé de la STAR et de la COTUNACE.

Le secteur mutuel comprend quatre entreprises : AMI, la CTAMA, la MAE et la MGA.

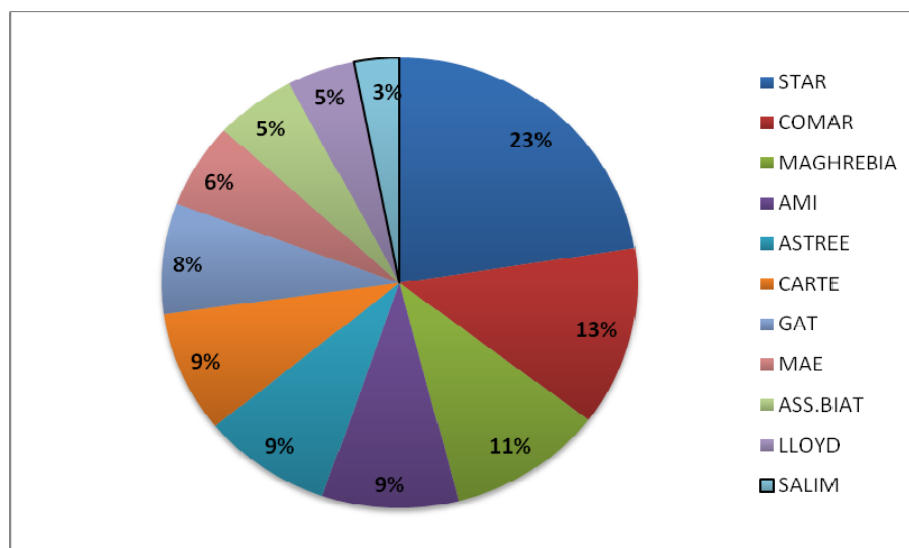
Le secteur compte également parmi ses sociétés la société tunisienne de réassurance Tunis Ré ainsi que 4 autres compagnies Off-Shore.

Les produits d'assurances sont distribués par plus de 500 intermédiaires, agents généraux, courtiers ou producteurs salariés.

Le secteur privé dans son ensemble détient plus de la moitié du marché mais le leader du secteur est la compagnie publique (pour l'heure) STAR.

Si l'on s'intéresse aux compagnies d'assurances « généralistes » de la Place, les forces en présences fin 2008 étaient les suivantes :

PARTS DE MARCHE 2008 : compagnies généralistes



Les compagnies d'assurances étrangères sont présentes sur le marché au travers des participations minoritaires au sein de certaines compagnies. Les Mutuelles du Mans détiennent plus de 48% de La Carte ; le Groupe des Assurances du Crédit Mutuel qui détient 30% de l'ASTREE ou encore AXA actionnaire minoritaire de la COMAR pour ne citer qu'eux.

L'intérêt des assureurs étrangers pour la Tunisie s'est particulièrement manifesté lors de la privatisation partielle de la STAR qui a ouvert son capital à hauteur de 35% à un assureur français : GROUPAMA.

Des réformes qui commencent à produire leurs effets :

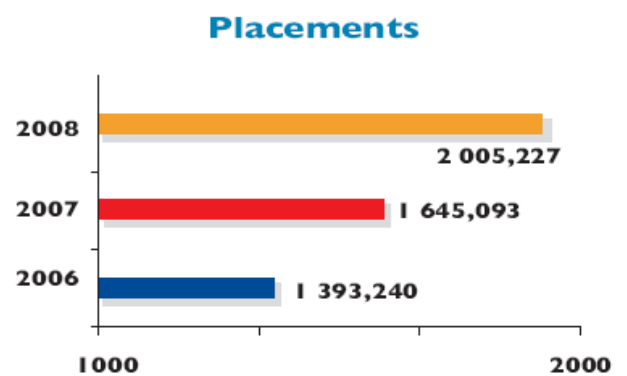
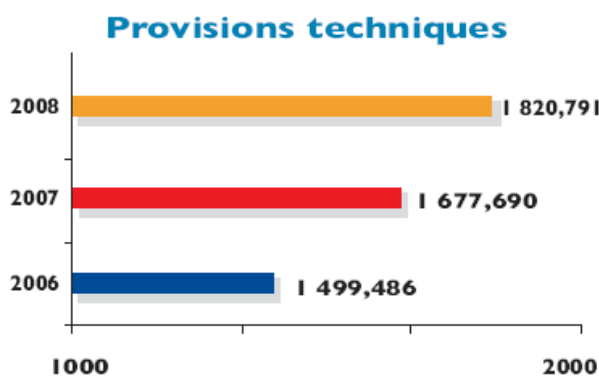
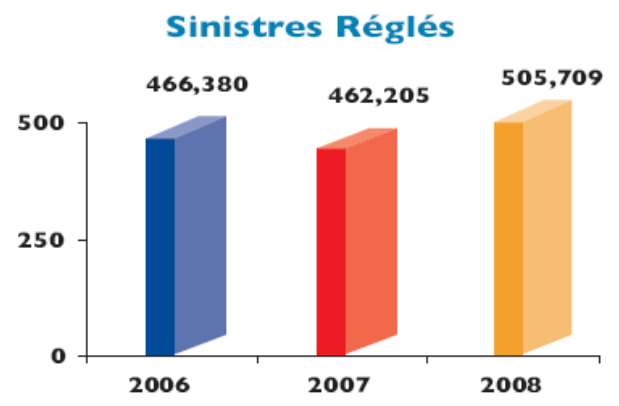
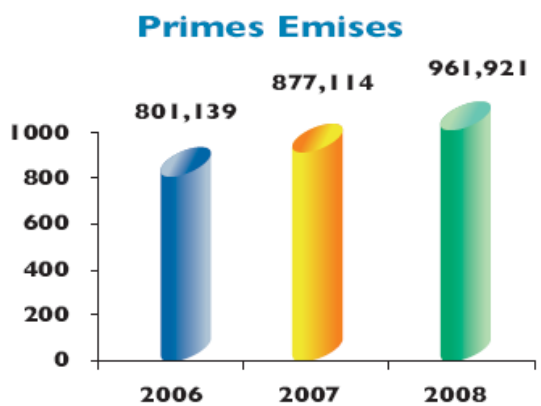
Toutes ces réformes et ces mesures se sont traduites par une nette amélioration de la performance financière des compagnies d'assurance, l'évolution des résultats entre 2003 et 2008 en témoigne :

(En MDT)

Résultat technique	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Branche Automobile	-91	-75	-43	-62	8	57
Toutes les branches Non Vie	-44	-25	12	17	80	132

PRINCIPAUX INDICATEURS CLES DU SECTEUR

(En MDT)



(Source : Rapport FTUSA 2008)

POSITIONNEMENT DE SALIM DANS SON SECTEUR :

Créée en 1995, Assurances SALIM qui est majoritairement détenue par la Banque de l'Habitat (57,99%) était spécialisée en assurance Vie. Après deux années d'existence, en 1997, la compagnie a obtenu l'agrément pour devenir une compagnie d'assurances multi-branches

Assurances SALIM se classe 11e dans son secteur avec une faible part de marché de l'ordre de 3% dont 28% est générée par son réseau qui comprend 19 agents à fin 2008. La compagnie compte augmenter la part du réseau dans le chiffre d'affaires pour atteindre 40% à l'horizon 2013.

Le développement de ses forces de vente propres fait d'ailleurs partie des objectifs de l'introduction en Bourse de SALIM et de cette levée de fonds avec l'ouverture programmée d'une quinzaine d'agences sur les 5 prochaines années.

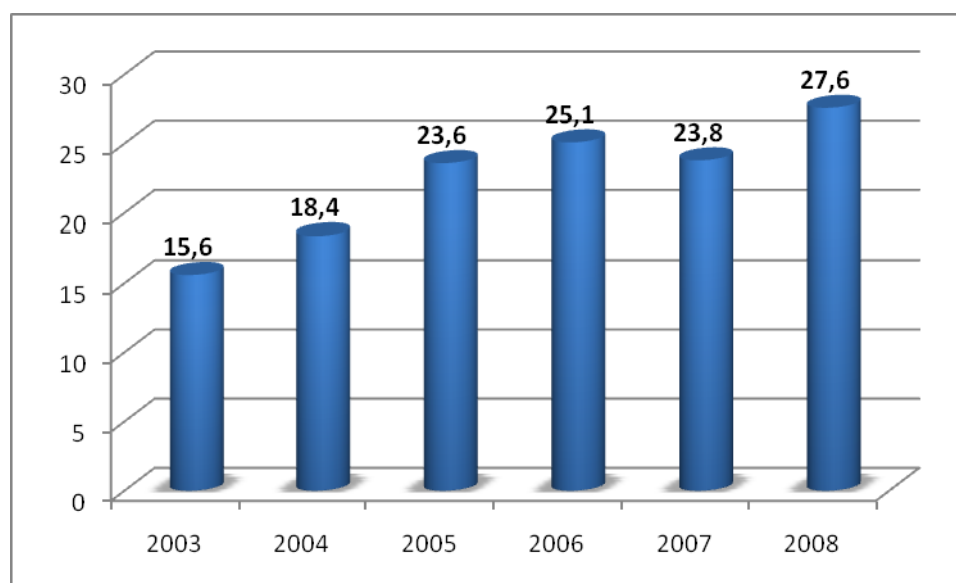
L'amélioration du ratio de solvabilité fait également partie des motivations du renforcement des fonds propres de la compagnie. De même que l'amélioration de la capacité de rétention en réassurance.

SITUATION FINANCIERE D'ASSURANCES SALIM

Le chiffre d'affaires d'Assurances SALIM a enregistré une croissance moyenne sur les cinq dernières années de l'ordre de 12%.

A noter qu'en 2008, 59% du chiffre d'affaires global a été réalisé avec le Groupe BH.

Evolution du chiffre d'affaires (En MDT)

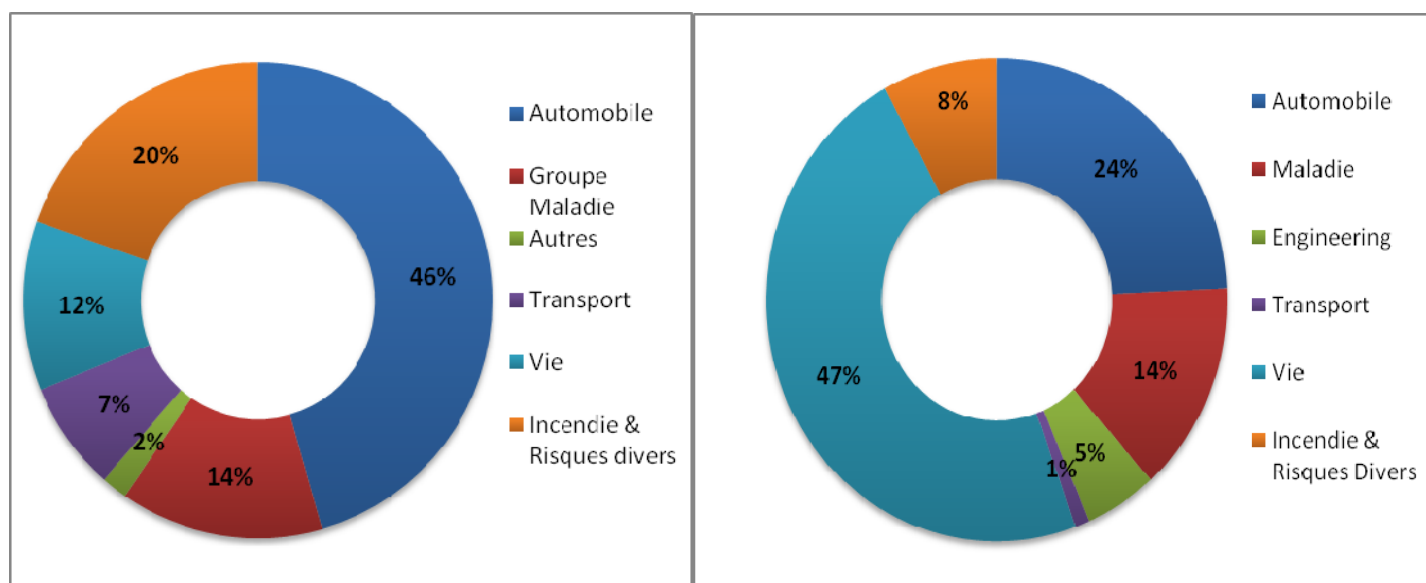


La structure du chiffre d'affaires de la compagnie Assurances SALIM ne converge pas avec celle du secteur. En effet, les revenus du secteur proviennent en majorité de la branche automobile (46%) alors que ceux de l'Assurances SALIM sont issus principalement de la branche Vie (47%). La compagnie détient 12% de part de marché en Assurance Vie soit la troisième position du secteur.

Structure comparée du CA à fin 2008

SECTEUR

SALIM



Cette structure atypique du CA s'explique par le fait que SALIM appartient au groupe BH, et par conséquent les contrats d'assurances « Capital décès » relatifs aux prêts immobiliers accordés par la BH sont souscrits presque en totalité auprès de SALIM. De ce fait 85,5% des revenus de cette branche (qui représente près de la moitié du CA de SALIM) sont alimentés par la contribution du groupe BH. Le « capital décès » domine donc la branche Vie au dépens des « contrats d'épargne » et de la « retraite complémentaire ».

➔ *Assurances SALIM compte réduire cette dépendance à travers l'élargissement de son réseau d'ici 2013.*

Au niveau de la branche Non Vie, les principales composantes de cette branche ont connu un développement important sur les cinq dernières années (le CA est passé de 7MDT en 2003 à 14MDT en 2008) et plus particulièrement la branche Automobile dont les revenus se sont appréciés de +16% à fin 2008. Cette branche contribue à hauteur de 24% du chiffre d'affaires global.

Après avoir voulu maîtriser l'évolution de cette branche qui était structurellement déficitaire, le changement de cadre réglementaire plus approprié et plus efficace permet à SALIM de miser désormais sur un développement de cette branche qui est devenue une branche bénéficiaire à l'échelle de tout le secteur.

L'assurance Groupe Maladie représente pour sa part 14,3% du chiffre d'affaires global en 2008, soit un volume de 3,9MDT. 97,3% de ces revenus sont alimentés par le Groupe BH.

Le résultat technique global a été en retrait comparativement à celui de 2007 (-53% à 1,193MDT) et ce suite à la forte sinistralité qu'a subie la branche non vie et plus particulièrement la branche Automobile en 2008.

C'est le résultat financier de 3,6MDT qui a boosté le résultat net à 2,93MDT. Le taux de rendement est passé à 9,7% en 2008 contre 6,2% un an plutôt.

LES RATIOS PRUDENTIELS SONT EN CONFORMITE AVEC LES NORMES EN VIGUEUR

✓ *Un niveau de sinistralité qui se compare favorablement au secteur :*

La charge globale de sinistres, pour les deux branches Vie et non Vie, s'est établie à fin 2008 à 16 296KDT soit une augmentation de 31% contre une progression du chiffre d'affaires de +19%.

	2006	2007	2008
Charges de Sinistres Vie	2,72	3,14	4,11
Charges de Sinistres Non Vie	11,82	9,34	12,18
Total charges de sinistres	14,54	12,48	16,29
Primes acquises Vie	9,4	9,96	10,78
Primes acquises Non Vie	14,47	11,01	14,1
Total primes acquises	23,87	20,97	24,88
Sinistres / Primes VIE	28,90%	31,50%	38,10%
Sinistres / Primes Non Vie	81,70%	84,80%	86,40%
Sinistres / Primes	60,90%	59,50%	65,50%
S/P du Secteur	78,00%	71,00%	67,00%

L'évolution du ratio S/P (charges sinistres à primes) sur les trois derniers exercices, démontre une certaine stabilité puisque ce ratio n'a pas dépassé 66% pour les années 2006, 2007 et 2008. SALIM respecte l'adéquation entre les primes émises et les charges de sinistres, ce qui impacte positivement la rentabilité de l'activité.

Logiquement, les branches Automobile et Maladie constituent les branches à forte sinistralité. D'ailleurs, le niveau exceptionnel de sinistralité enregistré en 2008 pour la branche automobile a été à l'origine de la hausse de ce ratio à 65,5%. (Un ratio qui demeure inférieur à l'unité et qui se compare toujours favorablement au secteur).

✓ *Une bonne maîtrise des charges d'exploitation:*

Assurances SALIM a réussi à optimiser l'exploitation de ses charges, l'évolution de son CE sur les dernières années en témoigne :

	2006	2007	2008
Coefficient d'exploitation SALIM	16,00%	17,40%	17,00%
CE Secteur	20,50%	22,30%	21,90%

✓ *Les engagements techniques sont bien représentés à l'actif par des placements :*

	2006	2007	2008
Taux de couverture des provisions SALIM	121,30%	115,20%	115,90%
Taux de couverture du secteur	93,70%	99,80%	111,40%

Comparativement au taux de couverture des provisions techniques rapportées aux placements du secteur qui a atteint un taux de 111,4% en 2008, SALIM se distingue par sa politique de couverture ainsi que par son niveau très acceptable de provisionnement.

✓ *Assise financière solide :*

Les compagnies d'assurances doivent constamment disposer, en plus du stock de provisions techniques, d'un montant minimal de fonds propres appelé marge de solvabilité, qui est déterminé en fonction du niveau de leurs engagements. Elles doivent toujours veiller à assurer leur solvabilité pour pouvoir faire face aux évènements imprévus.

La marge de solvabilité d'Assurances SALIM s'est établie à 15,9MDT à fin 2008 pour une marge réglementaire de 9,8MDT.

➔ MATRICE SWOT DE LA COMPAGNIE :

FORCES	FAIBLESSES
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Adossement à un Groupe financier solide qui génère un chiffre d'affaires captif ➤ Structure financière saine et bon profil de risque ➤ Taux d'encadrement élevé 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Part de marché limitée ➤ Forte dépendance au Groupe BH
OPPORTUNITÉS	MENACES
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Fort potentiel du secteur dans son ensemble ➤ Bien positionné pour le développement de produits de Bancassurance ➤ Commercialisation des produits d'assurances islamiques 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Concurrence rude sur le segment Vie et Non Vie ➤ Plus grand poids des acteurs étrangers sur le marché tunisien

LES PROJECTIONS :

- Les principales hypothèses du Business Plan de Salim sont le renforcement du réseau d'agents avec un effort conséquent dès 2010 ; la réduction de la dépendance à la BH qui fera baisser le pourcentage du CA issue du groupe de 59% en 2008 à 40% à l'horizon 2013. Au niveau des différentes branches, la prépondérance de l'assurance vie devrait s'atténuer (40% du CA en 2013 vs 47% en 2008) avec la montée en puissance des branches plus généralistes : automobile, IARD.
- Sur les 5 prochaines années, le chiffre d'affaires de la compagnie devrait croître de plus de 15% par an (vs 10.3%/an pour le marché) ce qui devrait faire progresser la part de marché de Salim de 2.85% fin 2008 à 3.6% en 2013. Des taux de croissance à 2 chiffres pour ce secteur qui demeure sous représenté dans l'économie nationale paraissent vraisemblables.
- Notons que Salim ambitionne également de devenir le leader du marché sur le segment Vie. Fin 2008 la compagnie affichait une part de marché de l'ordre de 12% se situant à la 3^{ème} place du secteur les deux premiers étant Maghrebria (16%) et Hayett (12.5%).

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	TCAM 2008-2013
Production	25,050	23,789	27,580	31,646	37,980	43,633	50,030	57,511	+15.8%
		-5.0%	+15.9%	+14.7%	+20.0%	+14.9%	+14.7%	+15.0%	
dont production Vie	10,608	11,840	13,008	14,545	16,325	18,317	20,350	22,741	+11.8%
		+11.6%	+9.9%	+11.8%	+12.2%	+12.2%	+11.1%	+11.7%	
Parts de marché globales	3.13%	2.71%	2.87%	2.97%	3.23%	3.36%	3.49%	3.64%	
Parts de marché vie	13.53%	12.43%	11.79%						
+ Primes acquises non vie	12,175	10,930	12,250	13,181	17,354	20,187	23,787	28,022	+18.0%
+ Produits des placements alloués	1,132	1,320	2,356	1,600	1,864	1,932	2,196	2,482	+1.1%
- Charges de sinistres	11,343	8,854	11,465	10,815	13,662	15,767	18,229	20,845	+12.7%
+ Variation des autres provisions techniques	395	47	-502	237	296	5	33	14	
- Frais d'exploitation	3,096	2,811	3,483	4,053	4,831	5,508	6,261	7,242	+15.8%
Résultat technique Non Vie	-737	633	-844	150	1,022	848	1,526	2,433	
+ Primes acquises non vie	9,973	10,813	11,744	13,155	14,741	16,540	18,376	20,535	+11.8%
+ Produits des placements alloués	524	742	1,444	983	1,176	1,230	1,430	1,675	+3.0%
- Charges de sinistres	2,140	2,431	3,288	3,390	3,441	3,961	4,570	5,265	+9.9%
+ Variation des autres provisions techniques	-1,128	-1,884	-2,211	-2,106	-2,834	-3,056	-3,867	-5,019	+17.8%
- Frais d'exploitation	4,673	5,284	5,614	5,397	6,354	6,828	7,419	8,019	+7.4%
- Charges de placements	-44	32	39	43	-7	9	12	15	
Résultat technique Vie	2,599	1,924	2,036	3,203	3,295	3,916	3,939	3,893	+13.8%
Résultat technique Total	1,862	2,556	1,192	3,353	4,317	4,765	5,465	6,325	+39.6%
+ Produits des placements nets des charges	1,862	1,884	3,455	2,344	3,177	3,230	3,607	4,024	+3.1%
- Produits des placements alloués	1,132	1,320	2,356	1,600	1,864	1,932	2,196	2,482	+1.1%
Résultat provenant des activités ordinaires	2,592	3,120	2,291	4,097	5,630	6,063	6,876	7,868	+28.0%
- IS	490	554	38	1,024	1,407	1,516	1,719	1,967	+120.2%
Résultat net	2,102	2,566	2,253	3,073	4,222	4,547	5,157	5,900	+21.2%
Effet des modifications comptables (net d'IS)			-677						
Résultat net après modif comptables	2,102	2,566	2,930	3,073	4,222	4,547	5,157	5,900	+15.0%
		+22.0%	+14.2%	+4.9%	+37.4%	+7.7%	+13.4%	+14.4%	
Fonds propres	13,962	15,130	16,659	18,333	30,593	33,439	36,733	40,772	+19.6%
Placements	44,090	44,542	53,211	60,503	79,153	89,206	100,733	113,993	+16.5%
Provisions techniques	36,264	38,645	45,894	52,960	61,045	70,358	81,178	93,996	+15.4%
RATIOS									
Provisions techniques / CA	144.8%	162.5%	166.4%	167.4%	160.7%	161.3%	162.3%	163.4%	
Frais d'exploitation / CA	32.8%	35.6%	34.9%	35.5%	34.4%	33.3%	32.7%	29.5%	
Charges de sinistre / CA	59.4%	52.5%	59.1%	50.4%	49.9%	49.8%	49.8%	49.7%	
Placements / Provisions techniques	121.6%	115.3%	115.9%	114.2%	129.7%	126.8%	124.1%	121.3%	
Produits des placements / Placements	4.2%	4.2%	6.5%	3.9%	4.0%	3.6%	3.6%	3.5%	
ROE (Résultat net / FP avant répartition)	15.1%	17.0%	17.6%	16.8%	13.8%	13.6%	14.0%	14.5%	
Market Cap:	39,900								
Dividendes PA	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700	
Nombre d'actions	2,000	2,000	2,000	2,000	2,660	2,660	2,660	2,660	
Dividende global	1,400	1,400	1,400	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	+5.9%
Pay out	66.6%	54.6%	47.8%	60.6%	44.1%	40.9%	36.1%	31.6%	
P/B	3.18	2.91	2.61	2.42	1.39	1.26	1.14	1.03	
P/E	19.0	15.6	13.6	13.0	9.4	8.8	7.7	6.8	

- Des hypothèses qui aboutissent à une évolution du résultat net de +15%/an en moyenne sur la période ; soit un Résultat 2013 de près de 6MDT vs 2,9MDT en 2008.
- La rentabilité des fonds propres de Salim subira mécaniquement une dilution compte tenu de l'augmentation significative des fonds propres en 2010. D'un autre côté la compagnie bénéficiera d'une meilleure assise financière et d'une meilleure solvabilité.

L'EVALUATION DE SALIM :

- Trois méthodes d'évaluation ont été utilisées pour déterminer la valeur de Salim. La méthode des Discounted Cash Flow (DCF), Le CMPC (cout moyen pondéré du capital) utilisé est de 12,95% et la croissance à l'infini de 2%. ; la méthode de la valeur de rendement et une méthode patrimoniale à savoir la méthode de la rente du Goodwill qui tient compte de la réévaluation de l'actif net à sa valeur de marché.

000 DT	Valorisation	NA (000)	2,660	Décote/Surcote du prix de l'IPO par rapport à la valorisation	
DCF	52,537		19.751	-24%	Décote
Rendement	38,322		14.407	4%	Surcote
ANR+Goodwill	38,558		14.495	3%	Surcote
Moyenne	43,139		16.218	-7.5%	Décote
Prix proposé	39,900		15DT/action		

- Le prix proposé pour l'opération SALIM offre une décote de 7.5% par rapport à la valeur de la société. La décote est encore plus significative comparativement à la méthode la plus répandue en matière d'évaluation à savoir les DCF : -24%.

Les multiples de valorisation de la SALIM:

- Au prix proposé de 15DT/action, Salim se traitera en effet moins cher que ses pairs cotés en termes de multiples 2010. Cette décote est d'autant plus significative si l'on compare SALIM à la valorisation du marché tunisien ou encore aux sociétés d'assurances cotées sur le marché marocain.

	P/E		P/B	DIV YIELD
	2009E	2010E	2009	2009
SALIM	13.0	9.4	1.5	4.7%
SALIM ex-div 2009	12.4	9.0	1.4	
STAR	11.0	10.6	1.8	3.0%
ASTREE	17.0	14.9	4.5	2.9%
MARCHE	15.8	13.8	2.20	2.8%
SALIM ex-div 2009 / MARCHE	78%	65%	66%	167%
SECTEUR ASSURANCE MAROC	19.5	18.5	3.8	3.5%
MARCHE MAROC	16.4	17.0	3.1	3.8%
SECTEUR / MARCHE	119%	109%	123%	92%

- **Le dividende 2009 est attaché.** Alors que l'exercice 2009 est achevé les nouveaux actionnaires auront malgré tout droit au dividende 2009 de 0.700DT/action qui sera distribué d'ici quelques semaines. De fait, les nouveaux actionnaires se verront rembourser rapidement une partie de leur mise et les ratios de valorisations calculés compte tenu de ce cash-back sont encore plus attractifs.
- **Nous recommandons de SOUSCRIRE à l'OPF.**