

MAC *info*

Analyse Financière

N° 10 1^{er} semestre 2017

EDITORIAL

Enjeux et opportunités pour le développement du secteur des assurances tunisien

ACTUALITE

Bourse de Tunis

Une belle performance pour les indices Tunindex et Tunindex 20 sauf que la liquidité ne suit pas

DOSSIER

Le secteur des assurances en Tunisie

Le potentiel ne manque pas

Notes de Recherche

STAR, à la recherche du maintien de sa position de leader

Assurances SALIM, le nouveau challenger sur l'activité vie

ASTREE, une société fondamentalement solide victime de son illiquidité

Tunis RE, des pas sûrs vers les marchés étrangers





Assurance

SOMMAIRE

EDITORIAL

Enjeux et opportunités pour le développement du secteur des assurances tunisien

ACTUALITE

Bourse de Tunis

Une belle performance pour les indices Tunindex et Tunindex 20 sauf que la liquidité ne suit pas

DOSSIER

Le secteur des assurances en Tunisie

Le potentiel ne manque pas

Notes de Recherche

STAR, à la recherche du maintien de sa position de leader

Assurances SALIM, le nouveau challenger sur l'activité vie

ASTREE, une société fondamentalement solide victime de son illiquidité

Tunis RE, des pas sûrs vers les marchés étrangers



Editorial

Enjeux et opportunités pour le développement du secteur des assurances tunisien

Depuis quelques années, on assiste à une mutation du secteur des assurances dans le monde. Il a connu un accroissement de la concurrence, une transformation des modèles de distribution, une digitalisation accrue de la relation avec les clients, une conformité réglementaire de plus en plus exigée, une multiplication des services associés et une pression à la libéralisation. Face à ces changements, les acteurs du secteur de l'assurance tunisien devront s'adapter à cette nouvelle donne en renouvelant leur business model et en reconsidérant en profondeur leur mode de gouvernance, leur organisation et leur réseau de distribution. Le secteur tunisien reste dominé par l'assurance des véhicules suite à l'augmentation du parc d'automobile et du nombre d'accident de la route. Les autres activités mobilisatrices d'épargne comme celles liées à l'assurance vie et à la retraite par capitalisation complémentaire sont peu développées par rapport à la moyenne mondiale. Cette faiblesse est due à l'importance du sentiment de solidarité entre les membres des familles en général et au fort comportement altruiste des enfants envers leurs parents. Ces comportements remplacent en fait en partie l'assurance vie et les compléments de retraite puisqu'ils permettent des transferts de fonds d'une part entre les membres d'une même famille et d'autre part entre les jeunes actifs et leurs parents à la retraite.

Ces contraintes structurelles ont entraîné un faible taux de pénétration (rapport entre le chiffre d'affaires global hors transactions internationales et le PIB) dans l'économie qui est estimé à 2% contre un taux moyen mondial proche de 6,5% et une faible densité (chiffre d'affaires par tête d'habitant) évaluée à 150,517 dinars en 2015 contre une moyenne mondiale proche de 1500 dinars. Presque la moitié de cette prime d'assurance est consacrée à l'assurance automobile et environ 16% est réservée à l'assurance vie dont une bonne proportion est liée à l'activité des crédits bancaires aux particuliers.

Ces proportions sont inversées dans les pays développés dont le portefeuille est constitué entre 50 et 70% par l'assurance vie. En outre, la majorité des Tunisiens ne sont pas satisfaits de la qualité des prestations, des délais de règlements et de la tarification des assurances et surtout celles automobiles.

En dépit de la faiblesse de ces indicateurs, le secteur dispose d'un fort potentiel de croissance à exploiter à court et moyen termes. Pour assurer cette croissance, il doit relever quatre principaux challenges:

- i) Développer l'assurance vie dans l'objectif de mobiliser l'épargne et améliorer la situation financière des compagnies. La crise actuelle, les déséquilibres des caisses de sécurité sociales, l'évolution démographique, l'incertitude concernant le modèle actuel des retraites par répartition et l'impossibilité de garder le degré élevé de générosité du système actuel des régimes de retraite obligent les actifs à constituer un régime de retraite complémentaire et une assurance vie. Il est important d'inciter ces actifs à assurer une meilleure complémentarité entre le régime de retraite obligatoire par répartition et le régime de retraite complémentaire par capitalisation.
- ii) Améliorer l'image des compagnies en réduisant le retard excessif de l'indemnisation et la lourdeur des procédures administratives.
- iii) Renforcer le réseau de distribution traditionnel par l'introduction des NTIC et notamment le digital et l'exploitation du canal internet haut débit, le Mobile et les réseaux sociaux (Facebook, réseau professionnel LinkedIn etc.). Ce canal permet de simplifier et faciliter la compréhension de l'offre des nouveaux services, de renforcer le lien de confiance avec les clients, d'améliorer la mobilité de

la relation client par l'interactivité, la personnalisation et l'instantanéité, d'attirer de nouveaux clients et de fidéliser les anciens.

iv) Développer la bancassurance pour consolider le partenariat gagnant-gagnant entre les banques et les compagnies d'assurance et partager ainsi les risques. Aujourd'hui dans plusieurs pays développés, les compagnies d'assurances offrent des services bancaires comme la tenue de compte et l'octroi des crédits, ce qui donne une opportunité d'exploiter un réseau beaucoup plus important. De l'autre côté, les banques proposent des produits d'assurance comme ceux de l'IARD (Incendie, Accidents, Risques Divers), de transport, vie, décès et autres. Ce mécanisme permet aux banques de générer un revenu additionnel, diversifier leurs activités et renforcer la satisfaction et la fidélisation de leurs clients. Du côté des clients, ils auront une accessibilité plus grande à la fois aux produits bancaires et aux produits d'assurance à des prix plus intéressants que dans le système traditionnel.

Pr Ghazi Boulila
Professeur Universitaire





Actualité

Bourse de Tunis

Une belle performance pour les indices Tunindex et Tunindex 20 sauf que la liquidité ne suit pas !!!

L'indice Tunindex a affiché jusqu'à la date du 10 Août 2017, une performance à deux chiffres de 12,5% contre un rendement de près de 9% sur l'année pleine 2016. De son côté, l'indice regroupant les plus fortes capitalisations du marché, le Tunindex 20 a nettement rebondi dépassant même l'indice de référence avec plus de 17% par rapport au début de l'année. Sur les trois dernières années, le Tunindex a affiché un rendement annuel moyen de 6,8% dont l'essentiel provenait de l'effort de distribution des bénéfices par les sociétés cotées avec un taux d'environ 50% (Pay_out).

■ Evolution du Tunindex et Tunindex 20

Année	Tunindex	Tunindex 20
2012	-3,0%	-4,6%
2013	-4,3%	-2,2%
2014	16,2%	22,6%
2015	-0,9%	-1,7%
2016	8,9%	9,9%
2017*	12,5%	17,3%

*Les chiffres de 2017 sont arrêtés le 10/08/2017

D'ailleurs, le montant global des dividendes distribués par les sociétés est en croissance continue. Il s'est établi à 483 MDT en 2013 pour passer à 586 MDT en 2014, 656 MDT en 2015 et 686MDT en 2016 soit une augmentation annuelle de l'ordre de 12%. Un effort qui a permis de porter le rendement annuel moyen brut à 2,8% (Montant distribué / Capitalisation boursière) contre 2,7% en 2015. En 2016, sur les 12 banques cotées, 8 banques ont procédé à la distribution de dividendes pour un montant global de 310MDT, soit 45% du montant total des dividendes distribués par les sociétés cotées.

■ Evolution du volume d'échanges

MDT	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Marché actions	1943,0	1457,3	1650,6	1995,3	1650,8	807,9
Volume moyen par jour *	6,3	5,4	5,3	5,7	4,9	3,8
Marché obligations	134,6	76,6	126,3	144,2	89,8	127,4
Volume moyen par jour	0,5	0,3	0,5	0,6	0,4	0,8
Total cote	2077,7	1533,8	1776,9	2139,5	1740,7	935,3
Volume moyen par jour	8,3	6,2	7,2	8,6	6,9	6,1

*Les chiffres de 2017 sont arrêtés le 10/08/2017

En dépit des efforts d'amélioration du taux de distribution des dividendes, la liquidité des titres* (mesurée par le rapport des capitaux traités sur la capitalisation boursière) s'est inscrite dans une tendance baissière. Elle est passée de 18% en 2010, à 15% en 2012, puis 9% en 2016 et 8% en 2017. En conséquence, le volume d'échanges journalier moyen a suivi aussi la même tendance pour se réduire à 3,8 MDT en 2017 contre 4,9 MDT en 2016, 5,7 MDT en 2015 et 6,3MDT en 2012.

En parallèle, le taux de rendement des BTA (Bons de trésor assimilables) sur 5 ans à l'émission a nettement augmenté en passant de 6,56% en 2015, à 7,26% en 2016 et 7,31% en 2017, soit une progression de près de 11,5%. Sur la même période, le taux de rendement des BTA10 ans à l'émission a augmenté de 15,54%. Ce rythme d'évolution s'est répercuté négativement sur les opérations de levées de fonds et particulièrement sur les emprunts obligataires.

■ Taux de rendement des BTA

	2015	2016	2017
Taux de rendement des BTA sur 5 ans	6,56%	7,26%	7,31%
Taux de rendement des BTA sur 10 ans	6,69%	7,45%	7,73%

Paradoxalement, le taux à l'émission des compagnies de leasing qui était de l'ordre de 7,6% en 2015 est revenu à 7,55% en 2017. En revanche, le taux à l'émission des banques a légèrement progressé pour passer de 7,35% en 2015 à 7,4% en 2017. En conséquence, le spread (la différence entre le taux d'émission du secteur de leasing et l'Etat) qui était en 2015 de 104 points de base (Pb) a baissé à 40Pb en 2016 et à 24Pb en 2017. De même, le spread (Banques /Etat) qui était de 79Pb en 2015 est passé successivement à 14Pb en 2016 et à 9Pb en 2017. Cette situation a causé une difficulté énorme aux intermédiaires en bourse pour clôturer les montants levés dans des délais convenables. Certaines émissions ont été même déclarées sans suite.

Les opérations de levée d'emprunts obligataires ont été lésées par baisse de la liquidité et de la hausse accélérée des taux des BTA

■ Les titres les plus échangés

BIAT a réalisé un volume d'échanges de 115,9MDT dopé par la réalisation de six transactions de bloc portant sur 1 129 511 actions à un cours de 84 DT soit un montant global de 94,9 MDT correspondant à 6,6% du capital. C'était le groupe Horchani qui était derrière ces transactions de bloc franchissant ainsi à la hausse le seuil des 5% dans le capital de la banque.

Se traitant à des niveaux historiques, le titre BIAT s'élève à 109,990 DT portant sa performance par rapport au début de l'année à 27,01%. La banque a distribué, en date du 12 juin 2017, un dividende de 4DT par action au titre de l'exercice 2016 correspondant à un dividend Yield de 4,50% soit le troisième meilleur rendement du secteur. Le cours a été, entre autres, propulsé par les bonnes performances réalisées par la banque suite à une croissance soutenue de son bottom line en 2016 avec une hausse du RNPG de 31% à 192,7MDT.

■ Les meilleurs volumes d'échanges

Titre	Capitaux traités en MDT	En % du total
BIAT	115,9	14,3%
SFBT	81,3	10,1%
Eurocycles	52,2	6,5%
SAH	49,3	6,1%
Telnet Holding	36	4,4%

Le titre **SFBT** a généré des capitaux de 81,3 MDT soit 10,1% du volume global. Le volume que connaît le titre provient principalement du désengagement progressif de la BNA de cette position historique, un désengagement entamé depuis 2016. D'ailleurs, BNA a franchi à la baisse en date du 23 Juin 2017 le seuil des 5% dans le capital de la société. Le titre affiche actuellement une hausse notable de 18,8%.

De son côté, **SAH** a confirmé son statut de valeur de fonds de portefeuille. Les capitaux traités sur le titre se sont élevés en 2017 à 49,3MDT (6,1% du volume global).

SAH a performé également en termes de rendement avec une progression de 23,8% depuis le début de l'année. Les bons fondamentaux du groupe et son plan ambitieux de développement ont bien alimenté cette embellie, même si la société mère a renoncé à la distribution des dividendes au titre de 2016 afin de renforcer davantage ses fonds propres.

Eurocycles demeure un des titres phares du marché boursier avec un volume d'affaires de 52,2MDT. Ceci étant, le titre a été baissier perdant 17,2% depuis le début de l'année malgré des perspectives prometteuses pour le groupe avec des projets de développement fort intéressants. D'ailleurs cette baisse ne semble pas liée aux fondamentaux mais plutôt à une pression de vente de la part d'un investisseur étranger qui s'est désengagé massivement de cette position.

■ Les 5 plus fortes hausses

Titre	Variation	Capitaux traités en MDT
Telnet	70,80%	36,0
ASTREE	36,60%	0,01
ASSAD	35,70%	23,1
BH	32,40%	15,3
ONE TECH	31,20%	15,5

Telnet repart de l'avant et se distingue de nouveau et BH toujours plébiscité

Telnet: Des réalisations au-delà des prévisions appuyées par des partenariats d'envergure mondiale!!!

Le titre Telnet s'est envolé de 70,8% porté par un intérêt d'achat. Plusieurs faits marquants ont permis de donner un coup de fouet au cours.

Le groupe a réalisé l'année dernière un bénéfice de 3,1MDT dépassant même des prévisions du management contre une perte de 18,5 MDT en 2015. Mais plusieurs autres faits ont concouru à cette embellie du cours à savoir la signature avec le groupe Airbus Safran Launchers, d'un mémorandum Of understanding, portant sur un important projet de développement d'une filière spatiale, via la conception et la réalisation d'une capacité d'assemblage, d'intégration et de test de nano satellites.

Il y a eu aussi le partenariat avec le leader mondial français en informatique scientifique et technique, le groupe Altran pour le développement des activités Défense-Sécurité et Automobile, à travers une société en joint venture Altran Telnet Corporation. Depuis, ce leader mondial a acquis 7% du capital de Telnet, ce qui a donné un fort signal au marché.

Le point le plus important de cette JV, c'est que le groupe TELNET va empocher une plus value de près de 12 MDT qui seront selon le management distribués sous forme de dividendes exceptionnels aux actionnaires.

Enfin, l'affaire Syphax Airlines semble avoir trouvé un dénouement selon les propos de Mr Frikha. Si des solutions sont trouvées, les retombées sur Telnet ne seront que positives.

BH poursuit son ascension après un parcours florissant en 2016. Le titre BH affiche actuellement un rendement de 32,4%. Hormis l'amélioration des fondamentaux et l'assainissement de la banque, l'intérêt des investisseurs semble être alimentée par des anticipations sur l'éventuelle privatisation de la banque.

Les plus fortes baisses sont accompagnées par de très faibles volumes, le titre SOTEMAIL et STIP les plus en berne.

Les baisses ont été nombreuses (39) mais elles ont concerné surtout des valeurs peu liquides à l'instar de Air Liquide, Alkimia, ICF, Cellcom, STEQ et des valeurs dont les fondamentaux restent encore fragiles (SOTEMAIL, STIP, SOPAT, etc...).

■ Les 5 plus fortes baisses

Titre	Variation	Capitaux traités en MDT
SOTEMAIL	-50,9%	0,08
STEQ	-45,5%	0,01
Cellcom	-44,1%	0,89
STIP	-43,3%	0,03
ALKIMIA	-40,4%	0,04

Profondeur des échanges du marché depuis le début de 2017: Les transactions sont toujours dominées par la gestion libre On est loin d'un marché institutionnel

Les transactions sur la cote ont atteint jusqu'au 10 Août 2017 un montant de 807,9 MDT contre 1059,2MDT à la même période en 2016 soit une baisse de 23,7%. Le marché central accapare la grande part (+62,9%) des échanges avec un volume de 588,3MDT. Le marché des blocs a contribué à hauteur de 23,5% dans le total des transactions.

Quoi qu'en amélioration, le marché secondaire demeure peu actif avec un volume d'échanges des titres de créances de 127,4 MDT.

Sur l'ensemble de la cote, les principales positions d'achat et de vente restent dominées par les investisseurs locaux alors que la part des étrangers est assez faible. D'ailleurs, la position nette des investisseurs étrangers est plutôt vendeuse. Les ventes des étrangers étaient de 75,4 MDT sur le marché central (un taux de 13%) et 124,8 MDT sur le marché des blocs (un taux de 57%). Les achats ont atteint 52,4 MDT sur le marché central (soit 9% du volume total) et 48,6MDT sur le marché des blocs (un taux de 22%).

Cette position vendeuse reste étroitement liée au glissement continu du Dinar tunisien.

■ Le volume d'échanges par compartiment

	Titres de capital	Marché des blocs	Titres de créances
En MDT	588,3	219,6	127,4
En %	62,90%	23,50%	13,60%

*Les chiffres de 2017 sont arrêtés le 10/08/2017

■ Part nette des étrangers en %

	Titres de capital	Marché de bloc	2017
Total des ventes par les étrangers en %	13,0%	57,0%	7,31%
Total des achats par les étrangers en %	9,0%	22,0%	7,73%
Part nette des étrangers en %	11,0%	39,0%	

*Les chiffres de 2017 sont arrêtés le 10/08/2017

■ La contribution conjoncturelle exceptionnelle des sociétés cotées

En MDT	Résultat net 2015	Résultat net 2016	CCE
Bancaire	700,86	936,78	75,87
Amen bank	62,73	91,96	6,64
ATB	61,29	47,79	3,60
Attijari bank	95,58	104,69	13,66
BIAT	146,79	192,70	18,65
BT	84,24	98,59	10,42
BTE (individuel)	1,66	0,94	0,15
UBCI	35,29	31,62	3,26
UIB	62,02	71,61	7,98
BH	82,54	102,55	7,15
BNA	30,56	148,97	3,85
STB (individuel)	33,04	40,58	-
Wifack International Bank	5,12	4,78	0,51
Leasing	40,89	50,19	5,34
CIL	8,64	8,87	0,92
ML	1,45	2,43	0,27
TLS (individuel)	9,50	12,63	1,12
HL	4,72	7,51	0,76
Attijari Leasing	5,33	5,17	0,66
ATL	6,52	8,01	1,02
BL	4,73	5,58	0,59
Assurances	106,61	50,32	4,76
STAR	73,45	15,51	1,16
TRE	14,44	15,90	1,56
SALIM	6,06	5,12	0,59
ASTREE	12,66	13,79	1,44
Sociétés d'investissement	17,28	18,35	0,07
Tuninvest	-0,74	0,19	0,01
SPDIT-SICAF	16,35	16,04	0,06
Plact-Tunisie SICAF	1,67	2,13	0,01

En MDT	Résultat net 2015	Résultat net 2016	CCE
Chimie	0,54	-3,2	0,6
Air Liquide	5,86	6,55	0,6
Alkimia	-5,93	-10,15	-
ICF	0,61	0,40	-
Composants Automobiles	9,68	14,76	1,10
Eurocycles	13,29	14,32	0,90
ASSAD	-2,27	2,78	0,20
GIF	-1,34	-2,34	-
STIP		nd	nd
Industrie	30,98	13,45	2,55
MPBS	2,99	1,60	0,13
SOTUVER	6,04	6,21	0,47
SOTIPAPIER	7,14	6,6	0,67
SOTEMAIL	0,01	-7,29	-
TPR (individuel)	11,16	12,25	1,11
SOMOCER	0,71	-7,52	0,11
AMS		nd	nd
New body line	1,62	1,42	0,11
STEQ	0,61	-0,86	-
Office Plast	0,70	1,04	0,06
SAM	1,13	2,19	0,22
Holding	95,72	117,63	14,23
PGH	80,02	90,73	10,98
OTH	15,7	26,9	3,25
Immobilier	6,78	4,90	0,49
SIMPAR	4,85	3,37	0,33
Esssoukna	1,93	1,53	0,16
SITS			
Services	6,15	4,88	0,64
Electrostar	0,15	0,16	-
SIAME	2,12	1,24	0,13
Sotrapil	3,88	3,48	0,51
Tunisair		nd	nd

En MDT	Résultat net 2015	Résultat net 2016	CCE
Agro-alimentaire	180,17	164,44	16,08
Délice Holding	40,05	36,92	2,90
SFBT	148,9	136,9	12,67
ELBENE	-3,82	-6,91	-
Land'Or	0,69	2,93	0,36
SOPAT	-6,58	-6,79	-
CEREALIS	0,93	1,39	0,15
Concessionnaires Auto	96,99	70,98	7,37
Ennaki (Individuel)	33,38	28,36	2,39
City Cars	16,23	14,40	1,51
ARTES	32,55	29,38	3,12
UADH	14,83	-1,16	0,35
Santé	45,95	47,04	2,31
ADWYA	6,49	2,73	0,16
UINMED	13,08	11,05	0,85
SIPHAT		nd	nd
SAH	26,39	33,25	1,30
Cimentiers	-53,20	-68,17	0,00
Ciments de Bizerte	-6,61	-22,18	-
Carthage Cement	-46,59	-45,99	-
Distribution	2,43	10,89	3,92
Magasin Général	-5,66	5,81	2,53
Monoprix	3,60	1,84	0,97
Cellcom	3,08	0,70	0,16
Sotumag	1,41	2,54	0,26
Technologie	-17,50	3,96	0,35
Hexabyte	1,03	1,02	0,05
Telnet	-18,53	2,95	0,30
Télécommunications	-4,29	2,8	0,43
MIP		nd	nd
TGH			
Aetech	-1,22	-0,54	-
Servicom	2,18	1,89	0,43
Sotetel	-5,25	1,45	-

*CCE : Contribution Conjoncturelle Exceptionnelle

La loi n°2016-78 du 17 décembre 2016, portant loi de finances pour l'année 2017 a institué une contribution conjoncturelle exceptionnelle au profit du budget de l'Etat de l'année 2017. Le montant de la contribution conjoncturelle est fixé à 7,5% des bénéfices servant de base de calcul de l'impôt sur les sociétés. Selon les prévisions, cette taxe permettra de collecter une enveloppe globale de l'ordre de 900 MDT.

Les sociétés cotées à la bourse de Tunis, ayant publié leurs états financiers à ce jour, ont contribué à hauteur de 136,1 MDT au budget de l'Etat au titre de la taxe conjoncturelle, soit 15% de l'ensemble de la contribution budgétisée dans la loi des finances 2017.

En 2016, et compte tenu de cette taxe, la capacité bénéficiaire des sociétés de la cote s'est élevée à 1 340 MDT en hausse de 6% par rapport à 2015.

En incorporant cette taxe exceptionnelle, la capacité bénéficiaire du marché aurait été en progression de près de 17% par rapport à 2015.

Cette contribution a été disparate avec une prédominance, bien évidemment, du secteur bancaire, des sociétés agroalimentaires notamment la SFBT et les holdings comme la PGH, qui restent les mastodontes de l'économie nationale.

Sur les sept premiers mois de 2017, les recettes fiscales sont en croissance de 8,3% en excluant les 7,5% imposés au secteur privé qui a contribué à hauteur de 723MDT



Dossier

Le secteur des assurances en Tunisie

Le potentiel ne manque pas

Les compagnies d'assurances se portent nettement mieux que l'économie dans sa globalité. Alors que le taux de croissance du pays stagne, faisant toujours les frais d'une crise économique et politique qui continue de sévir, le marché de l'assurance poursuit sa croissance. Les primes émises des 22 compagnies que compte le secteur se sont accrues en 2015 de 7,9% pour s'établir à 1 679 Millions de dinars, sachant qu'une année auparavant, elles se sont améliorées de 10,1%.

Malgré que cette croissance reste soutenue d'année en année, le taux de pénétration reste relativement faible à 1,9%. Quand on sait que le ratio qui rapporte les primes au PIB est de l'ordre de 14,7% en Afrique du Sud, de 9,3% en France et de 7,4% aux Etats Unis, il y a lieu d'affirmer l'énorme potentiel de croissance dont regorge le pays.

A travers les sommes importantes qu'il mobilise, le secteur des assurances joue un rôle important dans la collecte de l'épargne intérieure et dans son acheminement vers le financement des besoins de l'économie. Ce rôle est faiblement rempli en Tunisie puisque le secteur reste dominé par les assurances obligatoires et la culture de l'assurance est faiblement ancrée dans les mentalités tunisiennes.

Certes, le secteur des assurances a bénéficié d'un courant réformateur qui a également englobé tout le domaine financier. Ces réformes qui ont été entreprises depuis l'année 2000 ont été axées sur : l'assainissement de la situation financière des entreprises d'assurances, l'actualisation du cadre législatif et réglementaire, le développement des assurances sous-exploitées (assurance vie, assurance agricole...), la réforme des principaux régimes d'assurances, la mise à niveau des compagnies d'assurance, l'ouverture progressive du secteur à la concurrence et l'amélioration de l'environnement par l'incorporation de nouvelles dispositions et ce en vue d'améliorer la compétitivité des entreprises, la qualité des prestations d'assurances et de mettre le secteur à niveau équivalent des standards internationaux. Malheureusement ces réformes n'ont pas suffi pour remédier à la fragilité technique du secteur. Plusieurs lacunes entravent son développement, notamment l'absence d'une stratégie globale nationale pour le secteur des assurances, une fragmentation du secteur avec 22 compagnies pour un si petit marché, un manque d'innovation, etc....

Dans notre analyse sectorielle, nous allons présenter le secteur et son positionnement sur la scène mondiale et régionale, analyser ses principaux agrégats et essayer de résumer les principaux défis à relever pour remplir correctement son rôle de collecte de l'épargne nationale.

Aperçu sur l'assurance dans le monde

Une production en évolution positive malgré une croissance économique modérée

La production mondiale du secteur des assurances a été confrontée, en 2015, à une croissance économique modérée avec un PIB intérieur brut réel en croissance de 2,5%. Contrairement aux économies avancées, l'année 2015 a été marquée dans plusieurs marchés émergents par un ralentissement de l'activité économique pour différentes raisons dont l'instabilité politique et la baisse des prix de matières premières.

L'environnement de l'investissement, un des moteurs de croissance, a été aussi pénalisé par des incertitudes autour de la politique restrictive au Etats Unis et de la persistance du taux d'intérêt très bas dans les économies avancées pour une année supplémentaire.

Malgré toutes ces difficultés, les primes émises, vie et non-vie, ont connu en 2015 une évolution de 3,8 % contre 3,7% une année auparavant (Corrigés de l'inflation).

■ Evolution des primes sur le monde en milliards de dollars
(Suiss Re, Sigma n° 3/2016)

	2011	2012	2013	2014	2015	TCAM
Primes globales	4 597	4 613	4 641	4 779	4 554	-0,2%
Variation corrigée de l'inflation	-0,8%	2,4%	1,4%	3,7%	3,8%	
Primes vie	2 627	2 621	2 608	2 655	2 534	-0,9%
Pays avancés	2 662	2 238	2 200	2 232	2 090	-5,9%
Pays émergents	365	383	408	423	444	5,0%
Primes non vie	1 970	1 992	2 033	2 124	2 020	0,6%
Pays avancés	1 635	1 653	1 624	1 694	1 614	-0,3%
Pays émergents	335	339	409	430	406	5,0%



Certes, les pays avancés dominent le marché des assurances que ce soit en vie ou non vie avec une contribution moyenne respective de 82% et 80% dans les primes globales. Ceci étant, ce sont les pays émergents qui montrent encore de la croissance alors que dans les pays avancés la croissance fléchit..

Primes Vie

Par branche, l'assurance vie est en train de reculer avec une part dans le chiffre d'affaires global qui passe de 57,1% en 2011 à 55,6% en 2015. Cette baisse a été surtout perceptible au niveau des pays avancés qui montrent une baisse annuelle moyenne de près de 6% entre 2011 et 2015. Un repli causé principalement par le fort ralentissement de l'activité en Europe de l'Ouest.

Par contre, dans les pays émergents la croissance de l'assurance vie a été de 5% en moyenne annuellement contribuant ainsi à hauteur de 17,5% dans les primes vie globales, contre une contribution de 13,9% en 2011. D'ailleurs en 2015, la croissance de l'assurance vie dans les pays émergents a été spectaculaire avec 12% de hausse propulsée par la forte croissance en Asie émergente et en Amérique latine contre un ralentissement au Moyen-Orient, en Asie centrale, en Afrique et une baisse en Europe centrale et de l'Est.

Primes non Vie

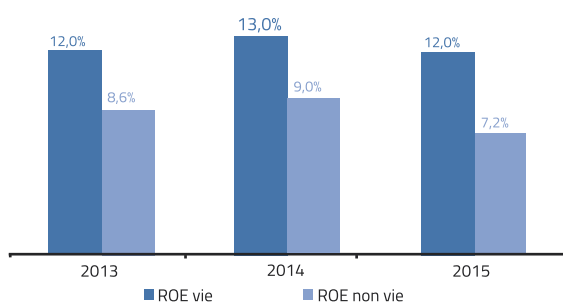
Les primes non-vies ont par contre pu maintenir un rythme de croissance plate (TCAM de 0,9%) pour atteindre 2 020 milliards USD fin 2015 contribuant ainsi à hauteur de 44,3% dans les primes globales.

Comme pour l'assurance vie, ce sont les marchés émergents qui ont été les moteurs de la croissance, provenant particulièrement de la Chine et des autres marchés d'Asie émergente et le Moyen-Orient et l'Asie centrale.

Une rentabilité affaiblie

La rentabilité du secteur a été affectée en 2015 pour les deux branches vie et non vie. En vie, le ROE est resté au niveau des 12% au dessous des niveaux d'avant la crise de 2008. Les profits ont été lésés par la faible évolution des primes et la persistance d'un taux d'intérêt bas. Pour l'activité non vie, les résultats techniques et des investissements ont été impactés par la baisse des libérations de provisions et par la faiblesse des taux d'intérêt.

■ Evolution de la rentabilité du secteur (Source: Swiss Re, sigma n° 3/2016)



Le secteur des assurances en Tunisie

Faible positionnement dans l'économie mais en amélioration

Les deux indicateurs habituellement utilisés pour apprécier la position macroéconomique du secteur sont : le taux de pénétration et la densité d'assurances. Alors que le premier désigne la couverture de l'économie par le produit assurances, le second ratio désigne les dépenses en assurances par habitant.

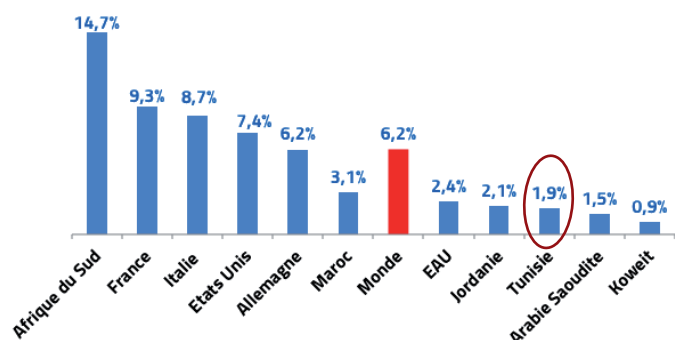
■ Evolution du taux de pénétration (Source: BCT)

En MDT	2011	2012	2013	2014	2015
PIB à prix courant	64 492	70 354	75 152	80 816	85 491
Primes émises	1 178	1 285	1 413	1 556	1 679
Taux de pénétration	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%

Pour ce qui est du taux de pénétration et malgré la croissance moyenne des primes émises de 9,3%, ce taux reste faible et n'arrive pas à dépasser les 2% (1,9% en 2015). Comparée à certains pays de la région MENA, la Tunisie reste à la traîne dépassée par le Liban, le Maroc, les EAU et le Bahreïn.

■ Positionnement de la Tunisie en termes de pénétration en %

(Source: Swiss Re, sigma n° 3/2016)



L'assurance vie reste le maillon faible pour l'ensemble des pays émergents et notamment ceux de la région MENA où ce taux peine à dépasser les 1% (1,1% pour le Maroc) alors que le taux de pénétration de l'assurance vie dans les pays développés dépasse largement celui de l'assurance non vie (Sauf aux USA et l'Allemagne).

A titre d'exemple, avec un taux de pénétration de 9,3% en France 3,1% sont réalisés par le non vie alors que le reste soit 6,2% (le double) est réalisé par l'assurance vie. C'est l'Afrique du Sud qui reste tout de même le meilleur élève en termes de pénétration de l'assurance dans l'économie et notamment l'assurance vie.

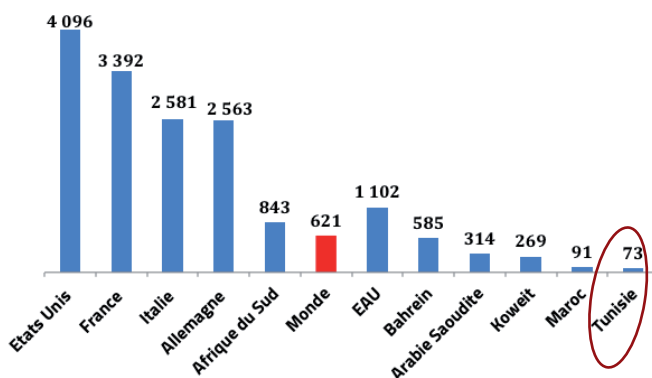
Pour ce qui est de la densité, la Tunisie affiche une moyenne de 150,5 DT de prime d'assurances par tête d'habitant un chiffre qui a connu une progression moyenne de 8% sur les cinq dernières années. Il y a lieu de noter que la prime par habitant comporte une part importante afférente à l'assurance automobile dont la prime moyenne par habitant est de 68,7 DT en 2015.



■ Evolution du taux de densité en Tunisie (Source: INS, FTUSA)

	2011	2012	2013	2014	2015
Population	10 674 420	10 784 254	10 895 220	11 007 326	11 154 370
Primes émises (MDT)	1 177,9	1 285,5	1 412,7	1 556,1	1 679,0
Prime par habitant (En DTN)	110,3	119,2	129,7	141,4	150,5

■ Primes par tête d'habitant en \$ (Source: Swiss Re, sigma n°3/2016)



Les compagnies résidentes se répartissent en 16 sociétés anonymes, deux assurances mutuelles (en 2015 avant transformation de l'AMI en société anonyme) et une caisse mutuelle agricole.

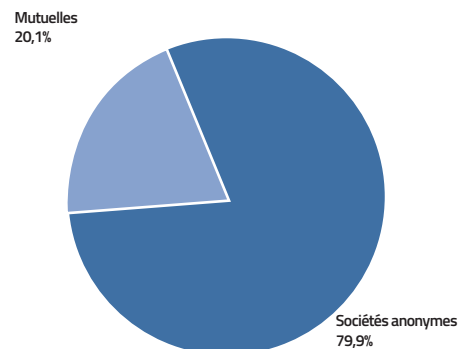
Sur les 1679 millions de dinars de chiffre d'affaires réalisés en 2015, 80% ont été réalisés par les sociétés anonymes et le reste par les mutuelles.

En plus de ces sociétés et mutuelles, le secteur dénombre plusieurs intermédiaires et experts en assurances : 614 agents d'assurances, 55 courtiers, 28 producteurs en assurances vie, 1008 experts en assurances et commissaires aux avaries et 10 experts actuaires.

Structure du marché de l'assurance en Tunisie

Actuellement, le marché des assurances en Tunisie englobe 22 sociétés résidentes dont : 16 compagnies sont engagées dans des branches multiples ; 6 compagnies spécialisées : quatre sont spécialisées en assurance vie (Hayat, GAT Vie, Carte Vie et Maghrébia Vie), une en assurance exportation (COTUNACE), et une en réassurance (Tunis Ré).

■ Répartition du chiffre d'affaires par type de sociétés (FTUSA)



■ Parts de marché par compagnie en termes de primes émises (FTUSA)

MDT	2013		2014		2015	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%
STAR	259,2	18,3%	288,2	18,5%	305,5	18,2%
COMAR	154,5	10,9%	157,5	10,1%	161,6	9,6%
MAGHREBIA	147,8	10,5%	159,8	10,3%	162,4	9,7%
GAT	138,3	9,8%	140,7	9,0%	144,3	8,6%
AMI	119,0	8,4%	123,9	8,0%	138,2	8,2%
ASTREE	109,5	7,8%	117,9	7,8%	124,5	7,4%
CARTE	112,1	7,9%	109,8	7,1%	116,1	6,9%
MAE	77,3	5,5%	85,6	5,5%	91,1	5,4%
Assurances BIAT	65,6	4,6%	69,4	4,5%	78,1	4,7%
LLOYD	63,7	4,5%	69,8	4,5%	75,3	4,5%
CTAMA	59,9	4,2%	73,6	4,7%	75,1	4,5%
SALIM	43,1	3,1%	50,1	3,2%	61,5	3,7%
HAYETT	27,6	2,0%	30,6	2,0%	38,6	2,3%
ATTIJARI ASSURANCE	16,3	1,2%	40,4	2,6%	47,6	2,8%
COTUNACE	9,8	0,7%	9,6	0,6%	9,9	0,6%
ZITOUNA TAKAFUL	8,8	0,6%	19,3	1,2%	27,3	1,6%
AMANA TAKAFUL	0,1	0,0%	5,3	0,3%	12,5	0,7%
AT TAKAFULIA		0,0%	4,5	0,3%	9,5	0,6%
TOTAL	1412,7	100,0%	1556,1	100,0%	1679,0	100,0%

Sur la branche vie, et malgré son jeune âge, Attijari assurances a pu détrôner les plus anciennes du secteur grâce à la bancassurance puisque Attijari Bank détient le réseau bancaire le plus étendu du pays (200 agences).

Parts de marché par compagnie

La STAR est le leader du secteur des assurances avec une part de marché de 18,2%. En partenariat technique et capitalistique avec le groupe français Groupama, la société a réussi à maintenir sa position de leader depuis des années.

Ce leadership est détenu grâce au positionnement sur les branches les plus prépondérantes dans le chiffre d'affaires global à savoir l'automobile, maladie groupe et le transport.

Sur les 20 compagnies spécialisées en Vie et non Vie, cinq accaparent plus de la moitié du marché (54,3%), témoignant de la fragmentation du secteur.

■ Parts de marché par branche en 2015

Automobile		Assurance Groupe Maladie		L'assurance Transport		Incendie	
STAR	22,0%	STAR	31,7%	STAR	18,5%	MAGHREBIA	18,2%
AMI	15,7%	MAGHREBIA	13,2%	GAT	15,3%	STAR	14,5%
COMAR	11,8%	GAT	11,1%	CARTE	11,7%	COMAR	14,4%
MAE	10,4%	ASTREE	10,7%	ASTREE	11,4%	GAT	12,7%
GAT	8,5%	COMAR	7,1%	COMAR	10,7%	ASTREE	10,8%
Assurance risques divers		Assurance Crédit		Assurances risques agricoles		Assurances vie	
CARTE	21,8%	COTUNACE	79,6%	CTAMA	53,4%	Attijari assurances	15,8%
STAR	15,0%	CARTE	9,8%	ASTREE	17,0%	MAGHREBIA VIE	13,8%
MAGHREBIA	14,1%	ASTREE	7,1%	COMAR	16,4%	HAYETT	12,8%
COMAR	10,1%	COMAR	3,6%	GAT	9,9%	CARTE VIE	9,6%
GAT	8,2%	ASSUR BIAT	0,0%	LLOYD	3,3%	ASSURANCE BIAT	9,1%



Evolution du marché tunisien de l'assurance

Courant les cinq dernières années, le secteur a connu une croissance moyenne de 9,3% du chiffre d'affaires alors que les sinistres ont cru à un taux moins élevé soit 7,4% ce qui a ramené le ratio Sinistres/Primes à une moyenne de 57,5%.

■ Les indicateurs du secteur des assurances (Source: FTUSA)

MDT	2011	2012	2013	2014	2015	TCAM
Primes émises	1 177,9	1 285,5	1 412,7	1 556,1	1 679,0	9,3%
Evolution en %		9,1%	9,9%	10,2%	7,9%	
Sinistres réglés	712,0	726,1	849,2	840,0	948,9	7,4%
Evolution en %		2,0%	17,0%	-1,1%	13,0%	
Sinistres réglés / primes émises	60,4%	56,5%	60,1%	54,0%	56,5%	
Frais de gestion	225,6	265,4	303,5	358,8	402,3	15,6%
Evolution %		17,6%	14,4%	18,2%	12,1%	
Provisions techniques	2 633,8	2 873,8	3 032,1	3 329,5	3 532,2	7,6%
Evolution %		9,1%	5,5%	9,8%	6,1%	
Placements	2 771,7	3 067,3	3 328,3	3 674,3	4 106,4	10,3%
Evolution %		10,7%	8,5%	10,4%	11,8%	
Taux de couverture	105,2%	106,7%	109,8%	110,4%	116,3%	2,5%
Résultat technique	47,40	-49,3	-19,7	-38,8	-21,6	
Evolution %		-204,0%	60,0%	-96,7%	44,3%	
Revenu financier	88,3	104,4	120,7	142,5	194,1	
Evolution en %		18,2%	15,7%	18,0%	36,2%	
Résultat technique net	47,4	55,4	87,8	94,4	161,6	35,9%
Evolution %		16,9%	58,5%	7,4%	71,3%	
Résultat net	44,9	56,1	82,5	96,3	190,9	43,6%
Evolution %		24,9%	47,1%	16,8%	98,2%	
en % des primes émises	3,8%	4,4%	5,8%	6,2%	11,4%	31,4%



Les primes émises

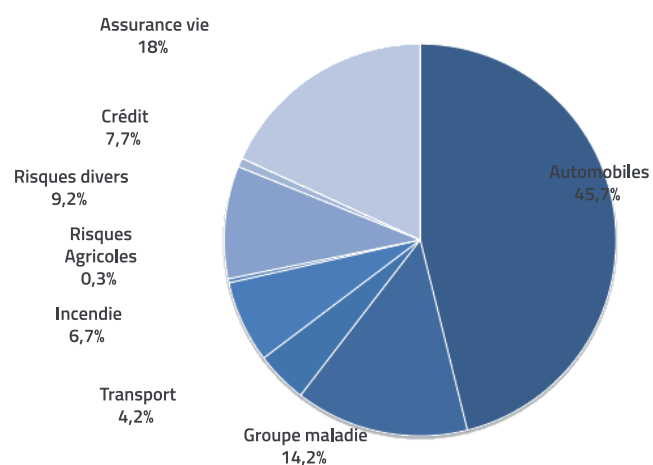
Comme précisé auparavant, le marché des assurances en Tunisie est caractérisé par une dominance des branches de l'assurance non vie avec une part dans la production de 82%. La culture de l'assurance vie n'est pas assez répandue dans notre société et cette branche ne représente que 18% du chiffre d'affaires contre une moyenne mondiale de 55,6%.

La répartition du chiffre d'affaires par branche est restée presque inchangée au fil des années avec une prédominance de l'automobile et le groupe maladie qui accaparent 60% du chiffre d'affaires du secteur en 2015. L'assurance vie se consolide d'une année à l'autre avec une croissance annuelle moyenne de 14,3% mais sa part dans le chiffre d'affaires global reste encore en-dessous des 20%.

Connue par sa forte sinistralité, la branche « Automobile » reste un mal nécessaire pour les compagnies d'assurances puisqu'elle génère 45,7% du chiffre d'affaires du secteur. La branche « Groupe maladie » vient en deuxième position (non vie) avec une part de 14,2% en écart de 31,5 points de pourcentage par rapport à la branche automobile. La production de cette branche a connu en 2015 une évolution de 9,3% contre 7,9% pour le secteur.

En dépit des encouragements et des incitations fiscales, les souscriptions dans l'assurance vie sont toujours loin des aspirations. Pour rappel, le montant des primes d'assurance vie déductible de l'assiette imposable a été augmenté deux fois en 2008 et 2013 respectivement à 3 000 DT et 10 000 DT contre un montant initialement fixé à 2000 DT. L'assurance vie est toujours emprisonnée par l'obligatoire en l'occurrence le type « Temporaire Décès » lié aux crédits bancaires et aux opérations de leasing.

■ Répartition du chiffre d'affaires par branche en 2015 (Source: FTUSA)



Les sinistres

Par branche, l'automobile reste la branche la plus sinistrée avec des dédommagements de 540,3 MDT en 2015 représentant 53,1% de l'ensemble des sinistres réglés et plus de 70% des primes émises par la branche.

La branche Groupe Maladie vient en deuxième position de sinistralité avec des sinistres réglés en 2015 de 205 MDT (+6,4% par rapport à 2014) représentant ainsi 21,6% du total. Ensemble ces deux branches accaparent à elles seules près de 75% des sinistres du secteur en 2015.

L'assurance vie vient en troisième position en termes de sinistres réglés avec une part de 14,9% contre 7,9% une année auparavant. Les sinistres vies ont connu sur la période 2014-2015 une forte hausse de 113%.

Frais de gestion

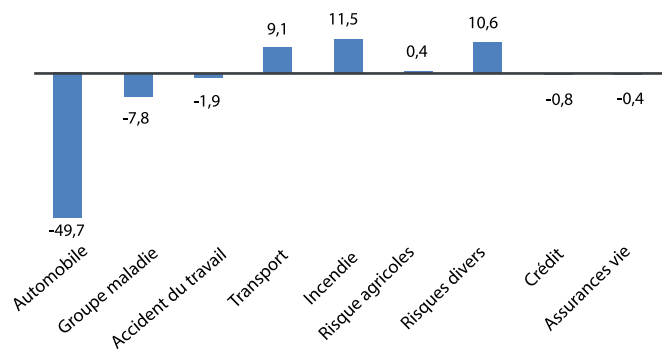
Alors que l'activité des compagnies d'assurances a connu une croissance moyenne de 9,3% sur les cinq dernières années, leurs frais de gestion ont enregistré une hausse à deux chiffres soit 15,6% pour absorber, à fin 2015, 24% du chiffre d'affaires, une part qui n'a cessé d'augmenter. Ces frais de gestion sont majoritairement composés de charges de personnel qui comme on le sait tous ont connu d'importantes hausses depuis 2011 suite aux pressions syndicales.

Résultat technique

La baisse de la productivité comme expliquée ci-dessus a inéluctablement pesé sur la rentabilité du secteur qui affiche toujours un résultat technique déficitaire, soit -29 MDT en 2015. Ceci étant, six branches sur neuf ont réussi à améliorer leur résultat technique en 2015 notamment la branche vie et la branche groupe maladie alors que la branche automobile a vu son déficit s'aggraver.

Bien évidemment, la branche automobile est la branche la plus déficitaire (Un résultat technique de -49,7 MDT en 2015 contre -38,5 MDT en 2014) et ce en dépit d'un changement réglementaire d'une part et de la baisse du nombre des victimes des accidents de la route d'autre part. En effet, le nouveau système de barémisation, entré en vigueur depuis 2006, stipule une détermination par les tribunaux des sinistres à payer selon un barème unique et uniforme.

■ Résultat technique par branche en 2015 (En MDT)



■ Evolution des sinistres réglés par branche (FTUSA)

En MDT	2013	2014	2015	S/P 2015
Assurance Non vie	774,8	764,9	799,9	58,8%
Automobile	421,5	458,4	504,3	65,8%
Groupe Maladie	178,3	192,6	205,0	86,1%
Accident du travail	3,5	3,1	3,0	
Transport	18,2	10,2	24,5	34,6%
Incendie	112,5	58,4	24,9	22,1%
Risques agricoles	5,1	5,8	3,0	53,0%
Risques divers	30,4	32,3	32,1	20,8%
Crédit	5,2	3,9	3,1	24,8%
Assurances vie	64,1	66,5	141,7	46,9%
Total affaires directes	838,9	831,4	941,5	56,6%
Acceptations	10,3	8,6	7,4	44,9%
TOTAL	849,2	840,0	948,9	56,5%

■ Evolution du ratio charges de gestion/chiffre d'affaires

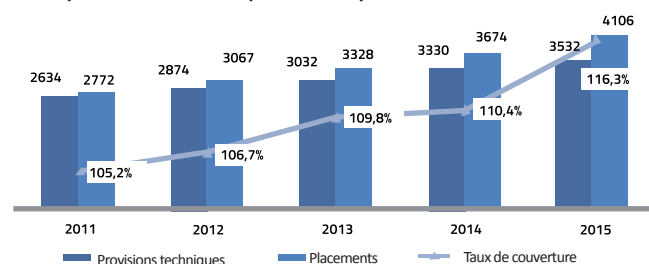
En MDT	2011	2012	2013	2014	2015	TCAM
Frais de gestion	225,6	265,4	303,5	358,8	402,3	15,6%
Evolution %		17,6%	14,4%	18,2%	12,1%	
En % du CA	19,2%	20,6%	21,5%	23,1%	24,0%	

Egalement, la branche assurances maladie ne parvient toujours pas à sortir la tête de l'eau et subit un déficit chronique. Son résultat technique est ressorti, en 2015, déficitaire de 7,8 MDT contre une perte de 16,1 MDT en 2014. Malgré la réforme de l'assurance maladie, et le transfert de cette activité, à partir de 2008, à la CNAM « Caisse Nationale d'Assurance Maladie », le chiffre d'affaires de la branche groupe maladie n'a pas baissé comme le prévoyait les spécialistes du secteur au contraire il s'est consolidé au fil des années. D'ailleurs, la situation actuelle difficile de la CNAM, ne plaide pas pour une amélioration de la situation de la branche Assurance Maladie.

Résultat financier

L'activité placement revêt une grande importance pour le secteur des assurances. D'une part, elle permet de se conformer à la réglementation qui exige la couverture des provisions techniques par des emplois financiers et d'autre part, dans le cas des compagnies tunisiennes de compenser le déficit structurel au niveau de l'activité technique.

■ Les provisions techniques vs les placements (En MDT)



Les provisions techniques représentent les engagements sous-crits contractuellement. Elles sont inscrites au passif du bilan. Les contreparties de ces provisions techniques doivent être placées dans des emplois financiers définis par la réglementation et assurant le maximum de sécurité et de liquidité (emprunts d'État notamment, actions, immobilier,...)

Sur les cinq dernières années, les placements financiers ont connu un taux de croissance annuel moyen de 10,3% pour s'élever à 4 106 MDT en 2015, contre 7,6% pour les provisions techniques, ce qui a permis d'améliorer significativement le taux de couverture qui passe de 105,2% en 2011 à 116,3% en 2015.

■ Chiffres de l'activité placement

En MDT	2011	2012	2013	2014	2015	TCAM
Revenus financiers	88,3	104,4	120,7	142,5	194,1	11,8%
Evolution %		18,2%	15,7%	18,0%	36,2%	
Taux de rendement en %	3,2%	3,4%	3,6%	3,9%	4,7%	

Source: FTUSA

Par ailleurs les placements du secteur ont généré des revenus financiers de plus de 194 MDT en 2015, soit une hausse importante de 36,2% par rapport à 2014, ce qui a propulsé le taux de rendement à 4,7% soit le niveau le plus élevé depuis 2011.

Ainsi le résultat financier de 2015 s'est élevé à 194,1MDT en hausse de 36,2% par rapport à 2014 permettant au secteur de dégager un résultat technique net de 161,6 MDT en amélioration de 35,9% par rapport à 2014.

Consolidation des fonds propres

Les sociétés d'assurance doivent respecter des règles « prudentielles » qui les contraignent notamment à mettre en adéquation leur niveau de fonds propres avec les risques auxquels elles sont confrontées. Ainsi, elles doivent justifier d'un capital minimum appelé marge de solvabilité. Ce capital minimum est destiné à garantir les engagements vis-à-vis des assurés et à leur permettre de faire face aux aléas inhérents à l'activité d'assurance.

■ Evolution des fonds propres du secteur

En MDT	2013	2014	2015
Fonds commun et capital social	350,9	364,2	422,1
Les réserves et les primes liés au capital	440,4	512,1	638,9
Total	791,3	876,3	1 061,0

Source: FTUSA

Les sociétés d'assurances visent l'Afrique : COMAR et CARTE sont les meilleurs exemples

La société COMAR a créé **une filiale en Côte d'Ivoire** qui est entrée en activité depuis deux mois. Cette filiale est détenue à hauteur de 66,6% par COMAR et le reste par un partenaire sénégalais.

La société CARTE est **sur le point d'acquérir 40% de la société ASKIA, une société d'assurances de droit national sénégalais**. ASKIA est une des sociétés les mieux positionnées en Sénégal avec un chiffre d'affaires de 6,312 milliards FCFA.

Les réformes attendues

Sous l'impulsion de l'autorité de tutelle, le secteur des assurances se prépare dans les années à venir à une série de réformes dont on peut citer :

- La révision du code des assurances en l'adaptant aux standards internationaux
- La spécialisation des compagnies des assurances dans les activités vie ou non vie
- Le développement de l'assurance islamique et de l'assurance électronique pour les NTIC
- La consolidation des capitaux propres par l'augmentation du capital social minimum requis (Actuellement 3MDT pour l'assurance vie et 10MDT pour l'assurance multi-branches)
- La révision de la législation relative aux intermédiaires d'assurances
- Extension du rôle du guichet bancaire limité actuellement à l'assurance vie assistance et l'assurance crédit
- Extension de l'assurance obligatoire limitée maintenant à l'automobile, le décès et l'incendie pour les commerces à la responsabilité civile professionnelle (Les médecins par exemple et l'incendie villas)
- L'adaptation de la législation aux normes de solvabilité internationales
- Et enfin la consolidation de la réforme réalisée dans la branche automobile.



Un secteur à réformer pour ressortir le potentiel latent

Les assurances restent un des plus importants composants du secteur financier tunisien vu son rôle dans la collecte de l'épargne et son financement de l'économie. Selon Mr Hafedh Gharbi, président du Comité général des assurances (CGA), accélérer sa réforme, en révisant son cadre juridique et réglementaire, en le dotant d'une centrale des risques, en renforçant les moyens de contrôle, la solidité financière et la solvabilité des compagnies d'assurance et en favorisant la concentration du secteur, reste une orientation principale pour l'aider à remplir pleinement son rôle. A cet égard, une révision est en cours du Code des Assurances (2016-2017), dans l'objectif de garantir un meilleur encadrement de l'activité.

Une telle réforme si elle est menée à bon port, permettrait au secteur, actuellement fragmenté, de se réorganiser et de se restructurer à coups de rapprochements de fusions et d'alliances pour atteindre des tailles optimales qui procurent des gains d'efficacité. D'ailleurs, nos voisins marocains ont procédé à ces concentrations depuis le début des années 2000 et qui leur a permis de partir, par conséquent, à la conquête du potentiel de développement en Afrique. D'ailleurs, cinq compagnies au Maroc figurent dans le top 15 des plus importants assureurs de tout le continent, en tenant compte de la taille des primes.

La bancassurance, c'est à dire la distribution de produits bancaires et d'assurances par un même réseau est l'un des signes les plus tangibles d'un processus de rapprochement progressif entre les activités bancaires classiques et celles de l'assurance. C'est un créneau fort intéressant à développer par les assureurs mais aussi les banquiers tunisiens. Plusieurs raisons plaident pour tel un rapprochement, on peut citer entre autres:

- Le fait que le marché de l'assurance vie (seul touché par la bancassurance) est attrayant pour les banques, tant du point de vue des marges de profit que des possibilités de croissance;
- L'offre de produits vie va permettre aux banques de réaliser d'importantes économies d'échelle et de développer leur chiffre d'affaires en améliorant la productivité de leur réseau;
- La bancassurance est un moyen stratégique de fidélisation de la clientèle et de diversification de l'offre des produits et services;
- Et enfin, il y a les fortes participations stratégiques des banques dans les capitaux des compagnies d'assurances (notamment la BH- Assurances SALIM, Amen bank- COMAR et Hayet, Biat-Assurances BIAT, Attijari Bank- Attijari Assurance, Zitouna bank- Zitouna Takaful , Banque de Tunisie- ASTREE, etc...)

Ainsi, la mise en commun des réseaux de distribution et la complémentarité de ces deux secteurs clés pour l'économie leur confèrent aujourd'hui des potentialités de développement considérables.

Longtemps cantonné dans l'assurance obligatoire, la croissance et le développement du secteur viendra aussi de l'offre de services innovants et l'élargissement de la couverture des populations et des actifs économiques (notamment les indépendants et les étudiants, ainsi que les PME et TPE). La branche vie et complémentaire retraite constituent des leviers d'épargne longue (25 ans et plus) importante pour la croissance économique puisque les assureurs réinjectent dans le système tout leur excédent financier. En Tunisie, le secteur totalise 4,1 milliards de dinars de placement, un montant très faible pour leur permettre de jouer pleinement leur rôle d'investisseur institutionnel sur la place financière. De plus, les assureurs doivent se conformer à un catalogue de placements imposé par la tutelle. En effet, environ 70% des placements sont investis en Bons du Trésor (donc ils servent à financer le déficit budgétaire). Seulement 22% vont en placements actions, et dans la majorité des cas il s'agit de participations stratégiques dans des secteurs indiqués par la tutelle. Il ne s'agit en aucune façon de participations en portefeuilles. Paradoxalement, l'impératif de prudence fait que l'assureur devient "Risk adverse".

Une alternative à cette aversion au risque en transposant la prise de risque sur l'assuré à travers les contrats d'assurance vie en unité de compte. En effet, les contrats d'assurance vie en unités de compte répondent aux préoccupations des épargnants qui cherchent à tirer parti à long terme des performances des marchés financiers ; en contrepartie, ces épargnants acceptent de prendre un risque de perte en capital. Une pratique encore à un stade embryonnaire en Tunisie où certaines compagnies ont développé l'assurance vie avec des contrats en unité de compte à l'instar de Maghreb Vie et GAT.



Aperçu général sur les sociétés d'assurances cotées

Avec seulement quatre sociétés cotées, le secteur des assurances n'est pas bien représenté à la Bourse de Tunis. Ces sociétés cotées génèrent seulement 28,6% du chiffre d'affaires global, un faible niveau comparé à d'autres bourses arabes.

■ Chiffres clés 2016

En MDT	STAR	ASTREE	SALIM	TRE
Primes émises	322,1	130,4	73,3	113,4
Part de marché	17,5%	7,1%	4,0%	
Charges de sinistres	252,4	68,2	38,3	55,8
S/P	79,3%	52,3%	52,2%	52,0%
Taux de rétention	88,9%	82,1%	67,0%	60,5%
Résultat technique	2,7	17,1	7,2	6,3
Placements	787,6	317,6	125,6	327,6
Revenus de placements	50,0	18,6	7,6	18,9
Rendement des placements	6,4%	5,9%	6,0%	5,8%
Résultat net	15,5	13,8	5,1	15,9
Fonds propres	326,9	110,4	45,2	191,3
ROE	5,0%	14,3%	12,8%	9,1%
Capitalisation boursière	273,3	181,6	96,7	153,0
P/E 2017e	14,7	12,3	14,9	7,6
P/BK 2017 e	0,8	1,5	2,2	0,8
Rendement dividende	2,3%	4,4%	2,8%	6,5%

*Taux de rétention : Primes retenues / Total primes



■ Indicateurs d'activité au 30 Juin 2017

		Jun 2017	Jun 2016	Var
Primes émises	STAR	187,5	191,2	-2,0%
	ASTREE	90,4	81,3	11,3%
	SALIM	48,3	37,6	28,4%
	TRE	64,1	60,7	5,5%
Primes cédées	STAR	20,4	24,4	-16,3%
	ASTREE	16,1	15,5	3,8%
	SALIM	14,7	13,0	12,8%
	TRE	23,0	22,4	2,8%
Charges de sinistres	STAR	112,2	114,7	-2,2%
	ASTREE	24,8	23,5	5,5%
	SALIM	27,0	19,0	41,8%
	TRE	32,2	31,7	1,5%
Produits de placements	STAR	27,6	25,8	7,3%
	ASTREE	14,2	10,8	32,0%
	SALIM	5,1	3,8	33,1%
	TRE	8,1	8,1	-0,4%

Les indicateurs sont dans l'ensemble positifs. En termes de chiffre d'affaires, c'est la société SALIM qui a connu au premier semestre 2017 le taux de progression le plus important soit 28,4% contre 11,3% pour ASTREE, 5,5% pour TRE et un léger recul de 2% pour la STAR.

Pour la sinistralité, et excepté assurances SALIM, les trois autres sociétés n'ont pas enregistré de sinistres majeurs au premier semestre 2017 et leur sinistralité est qualifiée de normale. Pour SALIM, la hausse de la sinistralité s'explique par la survenance de deux sinistres importants en assurance incendie. Il s'agit, toutefois, d'affaires fortement réassurées.

La société STAR demeure la plus sinistrée avec un ratio S/P de 79,3%.

L'activité placement continue à générer des revenus constants et récurrents. ASTREE et Assurances SALIM se sont démarquées par une forte augmentation des revenus respectivement de +32% et +33%.

■ Les indicateurs d'exploitation

		TCAM 14-16	Var 16/17e
Primes émises	STAR	5,70%	18,90%
	ASTREE	4,7%	12,0%
	SALIM	20,9%	9,6%
	TRE	9,7%	5,7%
Résultat technique	STAR	-60,0%	
	ASTREE	6,1%	
	SALIM	-1,1%	
	TRE	84,3%	
Résultat net	STAR	-16,6%	19,3%
	ASTREE	8,80%	7,30%
	SALIM	-2,8%	26,9%
	TRE	16,6%	27,3%

Les sociétés ont évolué différemment au cours des trois dernières années. La société Tunis RE sort du lot avec une croissance à deux chiffres des résultats technique et net. La STAR a connu une évolution assez mitigée pénalisée en partie par sa forte exposition sur les branches automobiles et maladie. L'année 2017 serait nettement meilleure selon le management. La société ASTREE reste égale à elle-même affichant une évolution stable et constante dans le temps.

La capitalisation boursière des sociétés d'assurances et de réassurances représente seulement 3,4% de la capitalisation boursière de la place de Tunis, un taux très bas vu le poids important du secteur des assurances dans le secteur financier.

■ Les Indicateurs de valorisation

	STAR	ASTREE	Assurances SALIM	TRE
P/E 2017 e	14,7	12,3	14,9	7,6
P/BV 2017 e	0,8	1,5	2,2	0,8
Rendement dividende	2,3%	4,4%	2,8%	6,5%

En Bourse, le titre STAR affiche une tendance en dents de scie subissant le ralentissement du rythme de croissance et de rentabilité en 2016. La politique de distribution des dividendes reste peu généreuse en comparaison avec d'autres sociétés financières en l'occurrence les banques, mais aussi par rapport aux autres compagnies d'assurances.

Pour ASTREE, même si elle affiche de bons fondamentaux et un rendement dividende appréciable (4,4%), elle attire très peu l'intérêt des investisseurs comme en témoigne l'illiquidité du titre. Sur les 145 jours de cotation en 2017, il a été échangé 14 séances seulement et en faibles quantités.

SALIM est aussi peu liquide mais reste animé ponctuellement par d'importantes prises de participation à l'instar du groupe CARTE qui a récemment renforcé sa présence dans l'actionnariat de la filiale de la BH.

Le comportement boursier du titre TRE est resté pour une belle période dépendant de l'issue de l'appel à manifestations d'intérêt lancé en Octobre 2014 pour l'ouverture du capital à un partenaire stratégique. Avec le report, pour l'instant, de ce projet, le titre reste dans une tendance plate. Ceci étant, avec un rendement dividende de 6,5%, le titre représente une bonne opportunité d'investissement.



Après sa privatisation en 2008, STAR a connu un changement radical dans sa stratégie de développement : Nouvelle politique commerciale, refonte du système d'information, extension du réseau, assainissement du portefeuille et changement de la gouvernance. Le partenariat avec l'assureur français Groupama a permis au leader tunisien de se moderniser à travers le transfert du savoir faire mais aussi l'assistance.

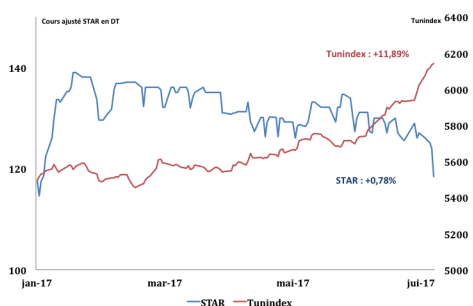
Ceci-étant, courant les trois dernières années, la croissance de la STAR est lente avec une sinistralité plus importante pesant lourd sur le résultat de la compagnie.

Par conséquent, en Bourse, le titre affiche une tendance en dents de scie subissant le ralentissement du rythme de croissance et de rentabilité en 2016. La politique de distribution des dividendes reste peu généreuse en comparaison avec d'autres sociétés financières en l'occurrence les banques. En dépit d'une valorisation assez élevée avec un PER2017e de 14,7x, nous recommandons de « Conserver le titre ».

Notre opinion est motivée par la volonté du management de développer la compagnie et de puiser dans toutes ses ressources techniques et humaines. Groupama s'attache également au partenariat avec la STAR et est déterminé à atteindre les objectifs tracés lors de l'entrée en capital.

Structure de l'actionariat	
Etat tunisien	%38,6
Groupama	%35,0
CTKD	%5,5
Flottant	%20,9

Données Boursières	
Cours en DT (2017/07/07)	118,4
Capitalisation boursière en MDT	273,3
Nombre de titres	693 307 2
Rendement 2017	%0,8
Haut/Bas (2017) en DT	114,08/140,02
Vol.moyen (2017) en DT	640 23



Chiffres Clés (En MDT)	2014	2015	2016
Primes émises	288,2	305,5	322,1
Sinistres réglés	181,4	180,0	209,8
Revenus des placements	40,2	45,9	50,0
Résultat technique	17,0	52,0	2,7
Résultat net	22,3	73,5	15,5
Taux de rétention	%87,1	%86,6	%88,9
Participation des réassureurs	%2,8	%7,3	%2,6

Ratios de valorisation	2014	2015	2016
P/E	12,3	3,7	17,6
P/BV	1	0,8	0,8
Div.yield	%2,3	%2,4	%2,5
ROE	%9,1	%28,2	%5

PRÉSENTATION DE LA STAR

Créée en 1958 à l'initiative de l'Etat Tunisien, la société STAR est la première société d'assurance en Tunisie. Leader sur son marché, elle est qualifiée comme l'assureur principal des sociétés et institutions publiques. Sa part dans la production en 2016 s'élève à %17,2.

Elle a été privatisée en 2008 suite à l'entrée dans le capital du groupe français Groupama à hauteur de %35 à travers une augmentation de capital. Cette recapitalisation s'est opérée à travers l'injection de 132 MDT, ce qui a permis à la compagnie de se conformer aux normes réglementaires de solvabilité.

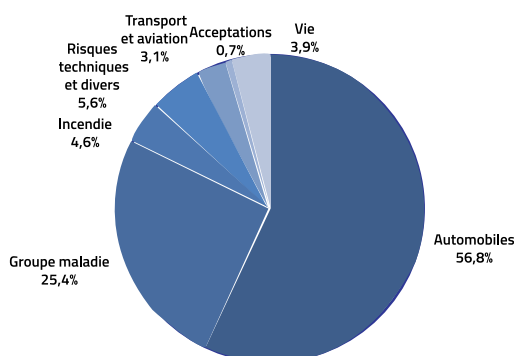
Groupama a fait preuve d'une grande volonté de restructurer la STAR et de la faire hisser au rang des grands s'appuyant sur son savoir faire technique et la compétence des cadres de compagnie. Après sept ans, le bilan de partenariat est dans l'ensemble positif.

La société a fait de grands pas sur les volets techniques et gestion de risques.

Plusieurs programmes et projets ont été engagés dans le cadre de la modernisation de la compagnie et de l'amélioration de son positionnement sur le marché des assurances. L'année 2016 a connu l'achèvement des travaux de bascule du premier lot vers le nouveau système d'information une étape cruciale du projet Horizon.

D'autres étapes suivront pour finaliser ce projet. Sur le plan commercial, un projet vision a été lancé et exécuté suite au lancement de nouveaux produits et la modernisation d'autres afin de répondre au mieux aux besoins des assurés.

■ Structure du chiffre d'affaires par branche en 2016



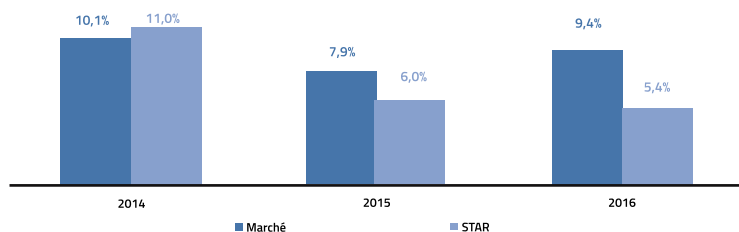
STAR leader sur les branches automobiles maladie groupe et transport

ANALYSE DES COMPTES DE LA STAR

Les primes émises

Sur les trois dernières années, les primes émises de la STAR ont connu une croissance au dessous du secteur (TCAM2014-2016) de 5,7% contre 8,6% pour le marché) ; Malgré quelle reste le leader, sa part de marché est en train de se ronger passant de 18,5% en 2014 à 17,2% en 2016.

■ Evolution des primes (marché vs STAR)



Cet écart de croissance provient du statut public de la société profitant de la reconduction de gros contrats avec des entreprises publiques et parapubliques. D'ailleurs en 2016, la STAR a été pénalisée par le non renouvellement d'importants contrats suite aux appels d'offres soit un manque à gagner de 22 MDT.

L'évolution des primes émises par la STAR était moins importante que celle du marché courant les années 2015 et 2016 (5,4% en 2016 et 6% en 2015 contre respectivement 9,4% et 7,9% pour le marché).

Alors que les branches Auto et groupe Maladie continuent leur croissance pour représenter plus de 82% de la production de la STAR, les autres branches non vie (Incendie, transport et aviations, risques techniques) connaissent un repli.

Une telle situation est le fort reflet du ralentissement économique en Tunisie.

Paradoxalement, la branche vie connaît de meilleures performances avec une croissance moyenne de 14,8% entre 2014 et 2016. Il s'agit là d'un effort commercial de la part de la société qui essaie de réduire son exposition aux grandes entreprises et d'accroître la part de la branche vie pour une meilleure rentabilité.

■ Structure du portefeuille par branche

En MDT	2014	2015	2016	Var 15/16	TCAM
Automobiles	153,8	168,7	183,0	8,4%	9,1%
Groupe Maladie	74,5	75,5	81,7	8,2%	4,7%
Incendie	15,4	16,3	14,8	-9,5%	-2,0%
Risques techniques et divers	20,0	23,2	17,9	-22,6%	-5,2%
Transport et aviations	12,8	13,1	10,1	-23,1%	-11,5%
Acceptations	2,1	2,0	2,1	5,7%	-0,9%
Total affaires non vie	278,7	298,8	309,6	3,6%	5,4%
Vie	9,5	6,7	12,6	87,0%	14,8%
Total général	288,2	305,5	322,1	5,4%	5,7%



Sinistralité

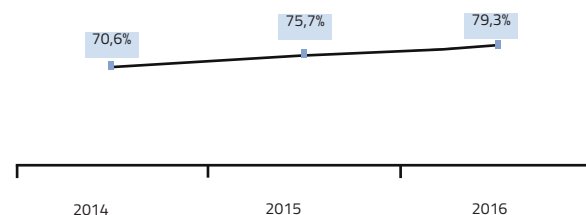
Les charges de sinistres en taux de croissance annuel moyen de 11,4%, Un S/P 2016 de 79,3%

Les sinistres ont augmenté de manière notable ces dernières années impliquant une détérioration du taux de sinistralité de 70,5% en 2014 à 79,3% en 2016. D'ailleurs, la STAR reste la société la plus sinistrée bien loin du S/P du secteur qui est de 53,2% en 2016.

■ Charges de sinistres par branche

En MDT	2014	2015	2016	Var 15/2016	TCAM	S / P 2016
Automobiles	120,2	136,0	157,1	15,5%	14,3%	88,2%
Groupe Maladie	64,2	63,0	75,1	19,2%	8,1%	91,7%
Risques techniques et divers	9,5	15,3	7,7	-49,8%	-10,4%	42,3%
Incendie	4,4	7,5	4,3	-42,3%	-0,6%	29,6%
Transport et aviation	1,1	3,1	0,7	-76,9%	-17,5%	6,6%
Acceptations	-0,5	1,0	1,0	0,3%		46,7%
Accidents de travail	1,3	1,3	1,3	3,4%	-1,0%	
Total affaires non vie	200,2	227,1	247,2	8,8%	11,1%	80,8%
Vie	3,1	4,3	5,3	23,6%	29,9%	42,1%
Total général	203,4	231,4	252,4	9,1%	11,4%	79,3%

■ Evolution du taux de sinistralité

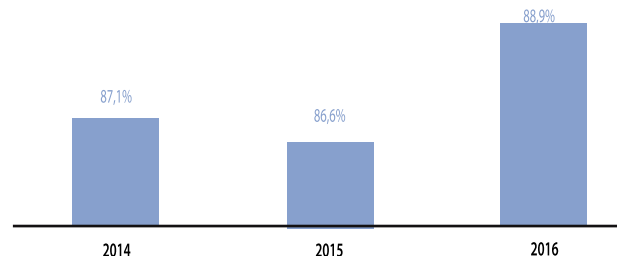


La réassurance

Pour rappel, la réassurance est l'assurance des sociétés d'assurances. Parfois appelée assurance secondaire, celle-ci ne peut pas exister sans l'étape préliminaire du transfert de risque que représente l'assurance primaire.

Grâce à ses fonds propres solides de 311 MDT, la STAR fait de moins en moins recours à la réassurance et dispose d'une forte capacité à retenir les risques.

■ Evolution du taux de rétention



Le taux de rétention de la STAR a connu sur la période 2014-2016 une amélioration de 1,8 points passant de 87,1% à 88,9%. Le management semble avoir plus de confiance en activité de la société en cédant moins de risque et ce pour garder davantage de résultats.

D'ailleurs, l'amélioration du taux de rétention s'est accompagnée d'une augmentation des commissions versées par les réassureurs en contrepartie de la quote-part du résultat que leur rétrocède STAR. Ces commissions sont passées en 2016 à 9 MDT contre 7 MDT en 2014.

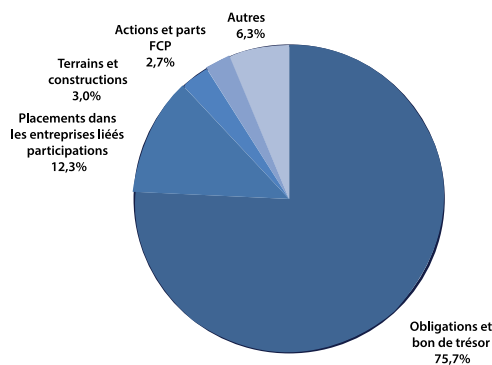
Evolution des commissions perçues par rapport aux primes cédées

En MDT	2014	2015	2016
Commissions perçues sur les affaires cédées	7,9	8,7	9,0
Variation		10,5%	3,2%
En % des primes cédées	21,1%	21,1%	24,5%

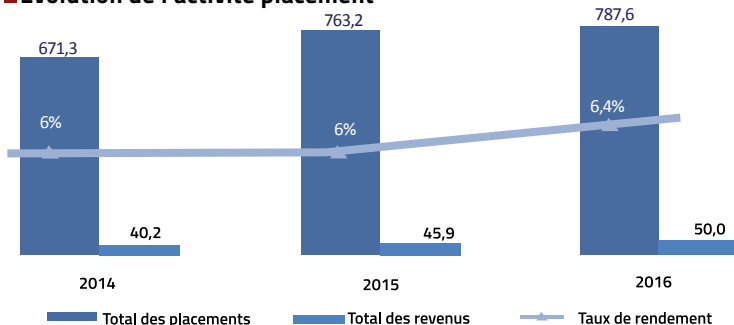
Les produits financiers

Les placements de la STAR se sont élevés à 787,6 MDT en 2016 composés principalement de bons du trésor et des obligations à revenus fixes (76% du portefeuille). La STAR détient également des participations stratégiques dans des sociétés cotées telles que STB,BNA,TRE et SFBT.

Répartition des placements par type



Evolution de l'activité placement



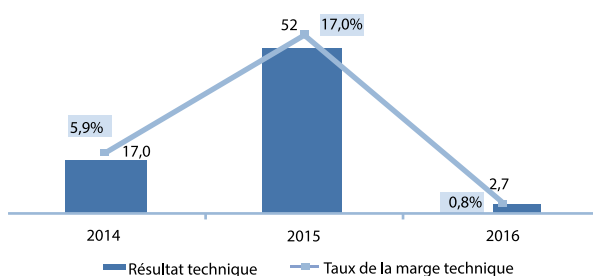
Outre les plus values latentes sur les différentes participations de la compagnie (comptabilisés à leur valeur comptable et non la valeur du marché), le rendement des placements devrait s'améliorer courant les prochaines années en raison de la dernière hausse du TMM de 75 points de pourcentage. La hausse des revenus des placements permettra à la société d'améliorer son taux de couverture.

Les actifs admis en représentation des engagements techniques totalisent 828,6 MDT couvrant largement les engagements techniques envers les assurés dont le montant s'élève à 617,4 MDT, soit un taux de couverture de 134,2 %.

Résultat technique

Le résultat technique a connu un trend baissier (Hormis en 2015 où la plus-value sur la cession d'une part de la SFBT a généré 54,2 MDT). Cette baisse provient de la hausse des sinistres réglés des branches automobiles et Maladie mais aussi de l'augmentation des frais de gestion.

Evolution du résultat technique en MDT et de la marge technique



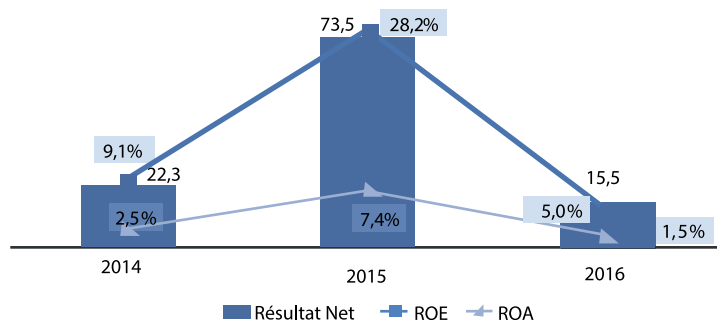
La baisse drastique du résultat technique en 2016 à 2,7 MDT a engendré une nette détérioration de la rentabilité opérationnelle qui a atteint un niveau très bas de 0,8%.



Résultat Net

Suivant le même trend que le résultat technique, le résultat net de la STAR a fini l'exercice 2016 à 15,5 MDT ce qui laisse apparaître une rentabilité des capitaux propres de 5%. Mise à part l'année 2015 qui était exceptionnelle, la rentabilité des capitaux propres de la STAR reste à désirer passant de 9,1% en 2014 à 5% au terme de l'année 2016 un niveau trop faible. Dans un contexte où il devient difficile d'appliquer des hausses de tarifs, le grand défi serait de maîtriser la sinistralité, diversifier le portefeuille, augmenter la prime moyenne, stabiliser les frais de chargement (frais d'acquisition et d'administration) et prendre des risques mesurés par le placement dans actifs financiers à rendement élevé.

Evolution de la rentabilité



Evolution de la marge de solvabilité

EN MDT	2014	2015	2016	Var 15/16	TCAM
Marge de solvabilité réelle (Avant résultat)	245,8	260,6	311,4	19,5%	12,6%
Marge de solvabilité réglementaire	56,4	59,4	63,9	7,6%	6,5%

Avec une politique de distribution de dividendes conservatrice (Un payout moyen de 30% sur les trois dernières années) les fonds propres de la STAR se sont consolidés davantage à 311 MDT en 2016 et représentent 4,87 fois la marge de solvabilité réglementaire exigée.

Réalisations au 30/06/2017

Dans le cadre de la modernisation des processus de gestion et l'amélioration des services rendus, la compagnie a connu au début de l'année 2017 le déploiement de son nouveau système d'information

Les primes émises nettes ont clôturé le premier semestre 2017 sur un petit léger recul de 2%. Les branches Automobiles et incendie et risques divers ont vu leur chiffre d'affaires baisser contre une augmentation des revenus des autres branches non vie et de la branche vie.

Le taux de cession a connu sur la même période une baisse passant de 12,7% à 10,9% reflétant une détention de plus en plus importante du risque.

Les sinistres réglés ont affiché un repli de 2,2% grâce à une forte baisse de la sinistralité de la branche automobiles dont les sinistres réglés sont passés de 68,3 MDT à 61,6 MDT.

Les produits financiers sont passés à 27,6 MDT soit une hausse de 7,3% par rapport à la même période de 2016. Ce chiffre correspond parfaitement à des revenus de placements récurrents sur l'année de 40 MDT même plus.

Indicateurs d'activité au 30 Juin 2017

En MDT	30/06/2017	30/06/2016	Var %
Primes émises nettes	187,5	191,2	-2,0%
Primes cédées	20,4	24,4	-16,3%
Sinistres réglés	112,2	114,7	-2,2%
Produits financiers	27,6	25,8	7,3%

PERSPECTIVES D'AVENIR (Source : la STAR)

Dans la poursuite de la réalisation de ses ambitions stratégiques et de développement, la société est en train d'activer tous les leviers nécessaires à leur concrétisation avec la persévérance de tous ses collaborateurs et l'implication de tous ses partenaires et associés. Les efforts à déployer concerneront :

-La finalisation des travaux de mise en œuvre du projet refonte du système d'information « Horizon » sur tous les domaines

-La poursuite des travaux de mise en œuvre du programme d'exécution du projet Vision qui a atteint sa phase cruciale pour la quasi-totalité des projets

-La poursuite de l'amélioration de la stratégie commerciale et d'animation du réseau

-La poursuite des actions de communication institutionnelle dans le cadre d'un plan de communication continu

-La poursuite de la mise en place d'un dispositif de gestion de crise dans le cadre de la mise en œuvre du plan de continuité d'activité « PCA »

-La poursuite de l'exécution de la politique d'investissement immobilier avec l'aménagement l'adaptation des différents locaux de la STAR à la nouvelle identité de la société.

Prévisions de 2017

En MDT	2015	2016	2017
Activité technique			
Primes émises nettes	306	322	383
Charges sinistres	231	252	272
Charges de gestion	81	86	94
Activité financière			
Les placements financiers	810	829	827
Les revenus financiers	46	50	53
Ratios de gestion prudentielle			
Taux de représentation des engagements techniques	139,6%	134,2%	141,0%
Fonds propres (Marge de solvabilité réelle)	261	311	321
Résultat			
Résultat net	73,5	15,5	18,5

(Source : la STAR -MACSA)

COMPORTEMENT BOUSIER ET RECOMMANDATION

En bourse, le titre STAR a connu ses beaux jours en 2008 suite à l'entrée dans le capital du groupe français Groupama à hauteur de 35% à travers une augmentation de capital. Le cours de l'action est passé à cette époque de 26,800 DT à 68,300 DT en décembre 2008 soit une hausse de 154%.

A partir de 2009, le titre a dépassé le seuil symbolique de 100 DT porté par un engouement sur le titre et anticipant un changement radical dans la situation financière de la société.

Depuis 2011, le titre était dans une dynamique plutôt hésitante, sans tendance marquée. Des mouvements de hausses et de baisses sont observées de temps en temps motivés par des achats ou de ventes ciblés dont on cite principalement l'intérêt manifesté par le groupe Horchani et la CTKD pour le titre et le désengagement partiel en 2015 de la participation SFBT et l'anticipation d'un résultat exceptionnel.

En date du 07 Juillet 2017, l'action STAR se traite à 118,420 DT. Les niveaux de valorisation restent élevés par rapport au marché et par rapport aussi aux comparables dans les pays émergents. D'un autre côté, les perspectives sont tout de même positives vu le positionnement de la compagnie sur son secteur, l'amélioration potentielle de la rentabilité, le lien capitalistique avec Groupama et les synergies qui devraient en découler. A la lumière de tous ces éléments, nous recommandons de « conserver » le titre.

■ Ratios de valorisation des comparables

	Pays	PER 2017e	PBK 2017e
Abu Dhabi National Insurance Company	Emirats Arabes Unis	10,2	1,0
Al Ahlia Insurance Co. BSC	Bahreïn	10,3	0,9
Al Alamiya for Cooperative Insurance Co.	Arabie Saoudite	14,3	1,6
Atlanta (Cie d'Assurances et de Reassurances) SA	Maroc	16,7	2,0
Médiane Pays émergents		12,9	1,4
Insurance Australia Group Limited	Australie	14,0	1,6
Property Insurance Holdings Inc.	Etats Unis	16,9	1,7
China Taiping Insurance Holdings Co., Ltd.	Chine	14,9	0,8
Allianz Insurance PLC	Grande Bretagne	14,1	ND
Médiane pays développés		15,0	1,3
STAR	Tunisie	14,7	0,8
ASTREE	Tunisie	12,3	1,5
TRE	Tunisie	7,6	0,8
SALIM	Tunisie	14,9	2,2
Médiane Tunisie		12,4	1,3

Source: infinancials et MAC, 07/07/2017



L'extension de l'activité à toutes les branches d'assurance a ouvert de nouveaux horizons pour la société Assurances SALIM. Cette extension était dictée par l'actionnaire de référence Banque de l'Habitat qui cherchait une intégration des services et de diversification des produits offerts à sa clientèle.

La société Assurances SALIM a réussi en quelques années à s'imposer face à la concurrence et à générer des revenus non de la BH mais à travers la participation aux appels d'offre et à son réseau d'agents généraux et de courtiers.

La compagnie s'est inscrite également dans le projet de restructuration du secteur des assurances et l'adoption d'un certain nombre de réformes réglementaires.

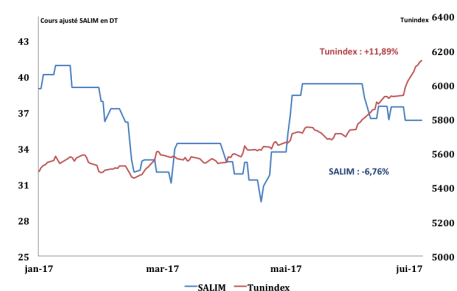
En bourse, l'action Assurances SALIM est peu liquide mais reste animé ponctuellement par d'importantes prises de participation à l'instar de celle du groupe CARTE.

En dépit d'une valorisation assez élevée, nous recommandons de conserver le titre. Notre opinion est motivée par les performances réalisées sur les trois dernières années (Un TCAM des primes de 20,9 %), l'amélioration continue de sa part de marché et l'entrée en capital de grands investisseurs ce qui dénote de la confiance en l'avenir de la société.

Structure de l'actionariat	
Groupe BH	42,42%
Administrateurs	14,6%
Personnes morales	41,39%
Personnes physiques	1,59%

NB: Le groupe CARTE détient plus que 33,33% du capital

Données Boursières	
Cours (07/07/2017) en DT	36,35
Capitalisation boursière en MDT	96,69
Nombre de titres	2 660 000
Rendement 2017	-6,76%
Haut/Bas (2017) en DT	49,92/29,52
Vol.moyen (2017) en DT	2 240



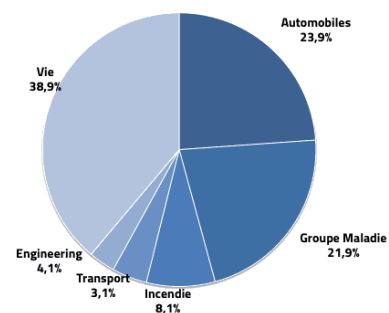
PRÉSENTATION ASSURANCES SALIM

La société Assurances SALIM a été créée en 1995 à l'initiative de la Banque d'Habitat sous forme d'une société spécialisée en assurance vie avec un capital de 1MDT. Après deux ans d'exploitation, elle devient une compagnie d'assurances multibranches.

Trois augmentations de capital ont été réalisées depuis pour porter le capital à 13,3MDT. En 2010, la société a été introduite à la BVMT en ouvrant le capital à hauteur de 24,8% au public via une levée de fonds de près de 10 MDT. En 2016, un changement de taille a été opéré dans la structure du capital suite au franchissement du seuil de 33,33% dans le capital par une société concurrente en l'occurrence le groupe CARTE. L'année dernière a été également marquée par l'entrée du groupe TAMARZIST dans le capital.

La société est bien positionnée sur la branche assurance vie appuyée principalement par les institutions du groupe BH. Elle dispose actuellement de 19 agences, emploie 73 personnes et détient 4% de part de marché.

Structure du chiffre d'affaires par branche en 2016



Fort positionnement sur la branche vie appuyé par les institutions du groupe BH.

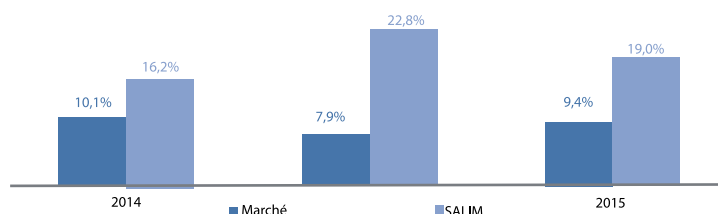
ANALYSE DES COMPTES DE LA SOCIÉTÉ ASSURANCES SALIM

Les primes émises

Un TCAM de 20,9% sur les trois dernières années

Grâce à sa dynamique commerciale, la compagnie connaît ces trois dernières années une belle croissance dépassant nettement le rythme de progression de son secteur. Entre 2014-2016, les Assurances SALIM ont affiché un taux de croissance annuel moyen des primes émises de 20,9% contre 8,6% pour le marché. La part de marché de la société s'est nettement améliorée passant de 3,1% à 4%.

Evolution des primes (marché vs Assurances SALIM)



Chiffres clés en MDT	2014	2015	2016
Primes émises nettes	50,1	61,5	73,3
Charges de sinistres	18,8	26,8	37,6
Revenus des placements	5,9	6,9	7,6
Résultat technique	7,3	8,0	7,2
Résultat net	5,4	6,1	5,1
Ratio combiné	78%	83%	84%
Participation des réassureurs en %	16,6%	17,8%	14,5%

Ratios de valorisation	2014	2015	2016
P/E	17,8	16,0	18,9
P/BV	2,5	2,3	2,1
Div.yield	2,6%	2,8%	2,8%
ROE	16,0%	16,5%	12,8%

■ Structure du portefeuille par branche

En MDT	2014	2015	2016	Var 15/2016	TCAM
Automobiles	11,4	15,2	17,5	15,3%	23,9%
Groupe Maladie	8,5	12,9	16,0	24,1%	37,7%
Incendie	4,6	5,6	5,9	6,1%	13,6%
Engineering	2,7	2,6	3,0	18,8%	5,4%
Transport	2,6	3,6	2,3	-36,7%	-6,0%
Total affaires non vie	29,8	39,9	44,8	12,4%	22,6%
Vie	20,3	21,6	28,5	31,8%	18,3%
Total général	50,1	61,5	73,3	19,2%	20,9%

Première activité de la compagnie, la branche vie a signé une croissance moyenne de 18,3% suite à la mise en place d'une politique de développement cohérente.

Sinistralité

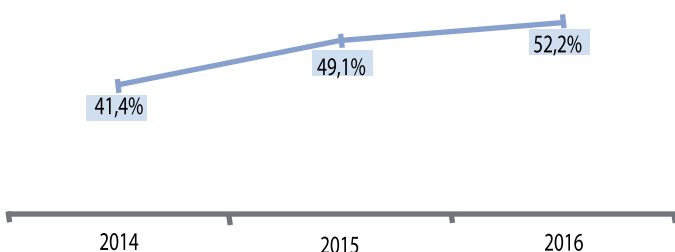
Les charges de sinistres en croissance annuelle moyenne de 35,7%, Un S/P de 52,2%

En relation avec le rythme de croissance de l'activité, les sinistres se sont accélérés ces dernières années impliquant une détérioration du taux de sinistralité passant de 41,4% en 2014 à 52,2% en 2016 contre une moyenne du secteur de 53,2%.

La branche Maladie est la branche la plus sinistrée avec un ratio S/P très élevé de 104%. Le montant des charges de sinistres relatifs à cette branche a évolué sur la période 2014-2016 de 5,8 MDT à 16,8 MDT.

La branche automobile vient en deuxième position avec un taux S/P de 73% et un taux de croissance moyen des charges de sinistres de 31,7%. Pour l'activité vie, le montant des charges de sinistres a signé une progression moyenne de 12,4% à 7,6 MDT correspondant à un taux S/P de 27%.

■ Evolution du taux de sinistralité



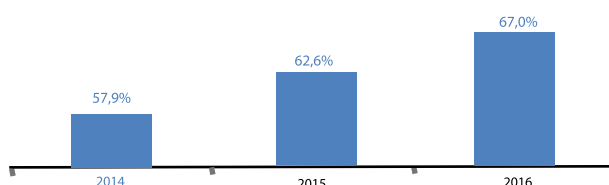
Réassurance

Vers plus de rétention de risque

La société Assurances SALIM a remonté significativement sa rétention. Elle a décidé de garder plus de risques sur son bilan, un moyen pour elle d'augmenter leur encaissement de primes puisqu'elle en cède une plus petite partie à ses réassureurs. Ainsi, le de taux de rétention s'est amélioré sur la période 2014-2016 passant de 57,9% à 67%.

Cette amélioration du taux de rétention s'est accompagnée d'une hausse des commissions perçues sur les affaires cédées qui sont passées de 9,4 MDT en 2015 à 10,9 MDT en 2016.

■ Evolution du taux de rétention



■ Charges de sinistres par branche

En MDT	2014	2015	2016	Var 15/16	TCAM	S/P 2016
Automobiles	6,8	10,1	11,7	16,0%	31,7%	73,0%
Groupe Maladie	5,8	9,3	16,8	80,3%	69,3%	104,0%
Incendie	1,8	1,5	1,6	2,7%	-6,7%	27,0%
Engineering	0,0	0,1	0,0		NS	NS
Transport	0,3	0,6	0,6	12,6%	45,5%	33,0%
Total affaires non vie	14,8	21,6	30,7	41,7%	44,2%	68,5%
Vie	6,0	8,5	7,6	-10,9%	12,4%	27,0%
Total général	20,8	30,2	38,3	26,8%	35,7%	52,2%

En parallèle, le ratio combiné s'est détérioré ces dernières années passant de 78% en 2014 à 84% en 2016. Cette mauvaise orientation est expliquée par une augmentation assez importante des charges de sinistres et des frais d'acquisition et d'administration.

■ Evolution du ratio combiné

En MDT	2014	2015	2016	TCAM
Chiffre d'affaires	50,1	61,5	73,3	20,9%
Charges de sinistres	20,8	30,2	38,3	35,7%
Frais d'acquisition	8,5	8,7	10,9	13,1%
Frais d'administration	8,3	10,2	10,4	11,9%
Dotations pour PPNA	2,1	2,7	2,3	4,2%
Ratio combiné	78%	83%	84%	

■ Evolution des commissions perçues par rapport aux primes cédées

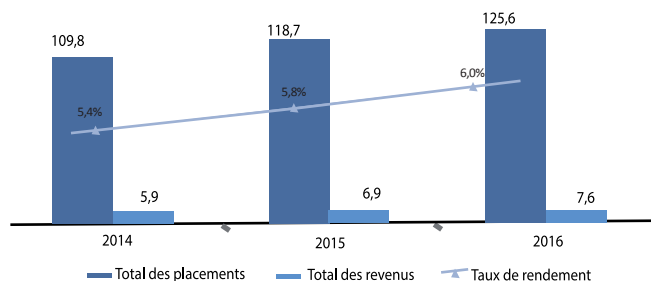
En MDT	2014	2015	2016
Commissions perçues sur les affaires cédées	9,6	9,4	10,9
Variation		-2,1%	16,7%
En % des primes cédées	45,4%	40,8%	45,2%

Source: Rapports d'activité

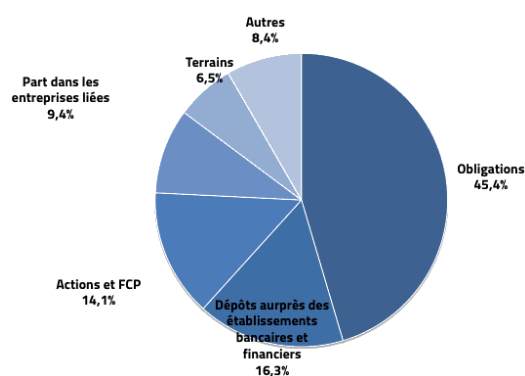
Les produits de placements

Les placements de la société Assurances SALIM se sont élevés à 125,6 MDT en 2016 composés principalement d'obligations à revenus fixes (45,4%). Ces placements sont en croissance d'une année à l'autre générant sur les trois dernières années un rendement moyen de 5,7% (6% en 2016).

Evolution de l'activité placement



Répartition des placements en 2016



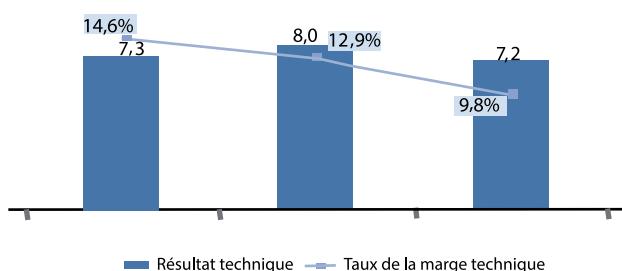
La société a adopté une politique de diversification des placements privilégiant la recherche de performance sur la durée. L'expertise de SALIM a permis par une approche offensive et mesurée de contrer les effets négatifs du marché financier et d'augmenter ses revenus financiers.

Résultat technique

En dépit de l'amélioration du résultat technique de la branche vie (5,8 MDT en 2016 vs 4,5 MDT en 2015), le résultat technique global a plié de 10% à 7,2 MDT. Cette décroissance est expliquée par la baisse du résultat technique des branches non vie (-61% à 1,3 MDT) et plus particulièrement celui de la branche assurances maladie sensiblement impactée par une forte sinistralité (le résultat technique maladie est passé de 1,5 MDT à -2,5 MDT).

En résumé, la hausse importante des primes émises (+19,2%) ne s'est pas répercutée sur le niveau du résultat technique, un résultat qui n'arrive pas à suivre le taux d'évolution de l'activité. Ainsi, la marge technique s'est détériorée sur les trois dernières années passant de 14,6% en 2014 à 9,8%.

Evolution du résultat technique en MDT et de la marge technique

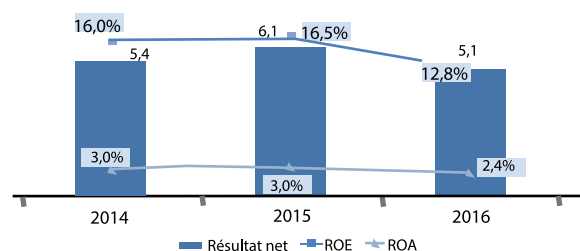


Résultat net

Pénalisé par la baisse du résultat technique, le résultat net a clôturé l'année 2016 à 5,1 MDT en repli de 15,4% par rapport à 2015 (-6% hors la contribution exceptionnelle). Une telle décroissance a inévitablement altéré la rentabilité de la société.

Dans un contexte où il devient difficile d'appliquer des hausses de tarifs, le grand défi serait de maîtriser la sinistralité, diversifier le portefeuille, augmenter la prime moyenne, stabiliser les frais de chargement (frais d'acquisition et d'administration) et prendre des risques mesurés par le placement dans actifs financiers à rendement élevé.

Evolution de la rentabilité (en MDT)



Réalisations au 30 Juin 2017

Les primes émises ont connu au premier semestre 2017 une hausse de 28,4% à 48,3MDT. La branche vie, principale activité de la société, a excellé réalisant un chiffre d'affaires en croissance de 52% à 22,2 MDT.

Les autres branches non vie ont signé une évolution plus modérée de 13% à 26,1 MDT.

Le taux de rétention a connu une amélioration passant sur la même période de 65,3% à 69,6%.

Les charges de sinistres se sont élevés au premier semestre 2017 à 27 MDT soit une forte hausse de 41,8%. Cette évolution est imputée à la survenance de deux sinistres importants en assurance incendie. D'après le management, les affaires, objet de ces incendies, sont fortement réassurées.

Indicateurs d'activité au 30 Juin 2017

En MDT	30/06/2017	30/06/2016	Var %
Primes émises	48,3	37,6	28,4%
Primes cédées	14,7	13,0	12,8%
Charges de sinistres	27,0	19,0	41,8%
Produits des placements	5,1	3,8	33,1%

PERSPECTIVES D'AVENIR

La société est déterminée à améliorer la satisfaction de sa clientèle, à maintenir sa position de leader en assurances vie et RC décennale et à saisir toutes les opportunités de croissance.

Assurances SALIM continue de suivre le chemin de la réorganisation et de la modernisation. Plusieurs projets de développement sont déjà en cours de finalisation en l'occurrence la refonte du système d'information.

En matière de gouvernance et de gestion de risques, la société veille toujours à consolider sa situation financière et à améliorer sa capacité à honorer ses engagements vis-à-vis des assurés et se couvrir des aléas de la conjoncture. Pour cela, la compagnie travaille intensivement sur l'optimisation de son activité placements et l'amélioration de ses revenus financiers.

■ Prévisions de 2017

En MDT	2015	2016	2017E	Var 16/17 en %
Chiffre d'affaires	61,5	73,3	80,3	9,6%
Charges de prestation	30,2	38,3	39,9	4,3%
Frais d'acquisition	8,7	10,9	11,4	4,6%
Frais d'administration	10,2	10,4	13,4	29,6%
Dotations pour PNA	2,7	2,3	2,4	3,3%
Ratio combiné	83%	84%	83%	
Résultat technique vie	4,5	5,8	7,7	33,2%
Résultat technique non vie	3,4	1,4	2,8	105,3%
Résultat brut	8,3	7,6	11,1	46,7%
Résultat net	6,1	5,1	6,5	26,9%

Source : Prévisions MAC SA

COMPORTEMENT BOURSIER ET RECOMMANDATION

En bourse, le titre Assurances SALIM est peu liquide comparé au titre STAR mais reste animé ponctuellement par d'importantes prises de participation à l'instar de celle du groupe CARTE.

Pour les mouvements marquants, le titre a connu une forte hausse sur la période allant du mois d'avril 2016 jusqu'à la fin de l'année où le cours atteignant un plus haut de 41,91 DT (En ajusté). Ce mouvement exceptionnel est expliqué par la montée du groupe CARTE dans le capital franchissant à la hausse le seuil des 33,33%.

En date du 07 Juillet 2017, l'action SALIM se traite à 36,35 DT en baisse de 6,8% par rapport au début de l'année. Les niveaux de valorisation restent élevés par rapport au marché et par rapport aussi aux comparables dans les pays émergents. D'un autre côté, Assurances Salim est affiliée au groupe BH, un groupe qui est en pleine restructuration et réorganisation même en capital. Le développement de la bancassurance reste un vivier de croissance important pour SALIM lui permettant de développer plus de synergie avec la société mère BH.

La société œuvre pour une structure de chiffre d'affaires équilibrée avec notamment une part prépondérante de la branche vie, qui reste à ce jour plus rentable. A la lumière de tous ces éléments, nous recommandons de « conserver » le titre Assurances Salim.

■ Ratios de valorisation des comparables

	Pays	PER 2017e	PBK 2017e
Abu Dhabi National Insurance Company	Emirats Arabes Unis	10,2	1,0
Al Ahlia Insurance Co. BSC	Bahrein	10,3	0,9
Al Alamiya for Cooperative Insurance Co.	Arabie Saoudite	14,3	1,6
Atlanta (Cie d'Assurances et de Reassurances) SA	Maroc	16,7	2,0
Médiane Pays émergents		12,9	1,4
Insurance Australia Group Limited	Australie	14,0	1,6
Property Insurance Holdings Inc.	Etats Unis	16,9	1,7
China Taiping Insurance Holdings Co., Ltd.	Chine	14,9	0,8
Allianz Insurance PLC	Grande Bretagne	14,1	ND
Médiane pays développés		15,0	1,3
SALIM	Tunisie	14,9	2,2
STAR	Tunisie	14,7	0,8
TRE	Tunisie	7,6	0,8
ASTREE	Tunisie	12,3	1,5
Mediane Tunisie		12,4	1,3



Source: infinancials et MAC, 07/07/2017



Forte d'une expérience de plus de 68 ans, la société ASTREE est un acteur majeur sur le marché des assurances en Tunisie.

Grâce à son lien capitalistique avec le groupe Banque de Tunisie et le groupe assureur Français (Groupe des assurances du crédit mutuel), la société a développé de fortes synergies pour améliorer le rythme d'évolution de son activité.

La compagnie poursuit toujours sa dynamique de développement et d'amélioration de son positionnement sur le marché de l'assurance en Tunisie. Elle est actuellement classée quatrième avec une part de marché de 7,1%.

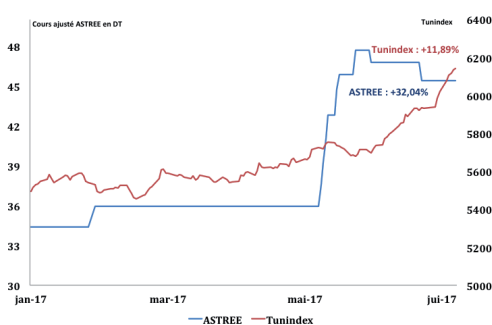
ASTREE a réussi au cours des trois dernières années à dégager une croissance moyenne de 8,9% en bottom line en dépit d'une évolution timide du chiffre d'affaires. L'année 2016 s'est soldée par un résultat net de 13,8 MDT en hausse de 18,3%. ASTREE adopte une politique de distribution de dividendes généreuse comparée avec ses pairs (un pay-out de 58% en 2016). Malgré cette générosité, et grâce à des fonds propres solides, la compagnie dégage un ROE de 14,3% soit le taux le plus élevé du secteur.

En Bourse, le cours ne reflète pas ces fondamentaux et le titre reste illiquide au vrai sens du mot. Sur les 145 jours de cotation en 2017, il a été échangé 14 séances seulement et en faibles quantités.

Même si le titre est fondamentalement solide et la valorisation est attrayante avec un P/E 2017e de 12,3x et un dividende yield de 4,4%, notre position reste neutre. Notre opinion est argumentée par l'absence d'échanges sur la cote, une situation qui est toujours préoccupante. La société est appelée à réfléchir sérieusement sur le sujet de la rotation de l'action sinon sa présence sur la bourse n'a plus aucun sens à notre avis.

Structure de l'actionariat	
Banque de Tunisie	49,98%
Groupe des assurances du crédit mutuel	30,00%
Placements de Tunisie SICAF	8,27%
Autres actionnaires	11,75%

Données Boursières (Avant augmentation de capital)	
Cours (07/07/2017) en DT	45,4
Capitalisation boursière en MDT	181,6
Nombre de titres	4 000 000
Rendement 2017	32,04%
Haut/Bas (2017) en DT	47,41/35,93
Vol.moyen (2017) en DT	201,1



PRÉSENTATION ASSURANCES ASTREE

Créée en 1949, la société ASTREE est une compagnie d'assurances multi-branches. Elle est actuellement l'une des principales sociétés du secteur détenant une part de marché de 7,1%, la plaçant au quatrième rang.

Elle dispose d'une agence centrale, 71 agences et 37 courtiers et emploie 190 personnes. La proximité du client et l'innovation des produits offerts confortent la place de la société ASTREE aux premiers rangs des assureurs tunisiens.

Le capital social de la compagnie s'élève actuellement à 20 MDT dévolu à hauteur de 58% par le groupe Banque de Tunisie et 30% par le groupe des assurances du crédit mutuel.

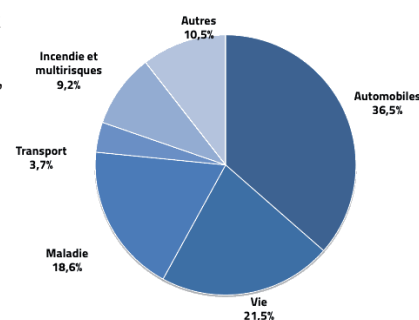
ANALYSE DES COMPTES

Les primes émises

Un TCAM de 4,7% sur les trois dernières années

Le rythme d'évolution des revenus de la compagnie sur les trois dernières années a été inférieur à celui de son secteur. Entre 2014-2016, ASTREE a affiché un taux de croissance annuel moyen des primes émises de 4,7% contre 8,6% pour le marché.

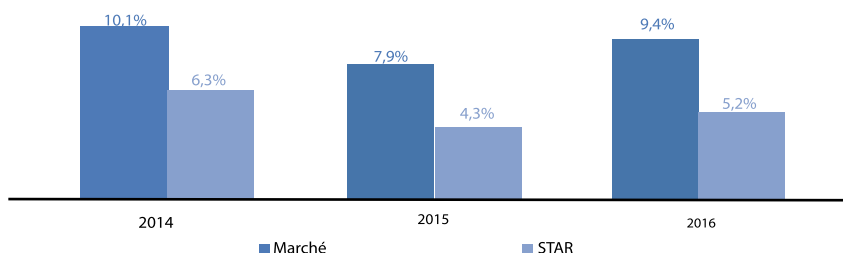
Structure du chiffre d'affaires par branche en 2016



Chiffres clés (en MDT)	2014	2015	2016
Primes émises nettes	118,9	124,0	130,4
Charges de sinistres	58,6	63,3	68,2
Revenus des placements	17,9	18,4	18,6
Résultat technique	15,2	13,6	17,1
Résultat net	11,7	12,7	13,8
Taux de rétention	65,0%	68,2%	82,1%
Participation des réassureurs en %	24,7%	12,6%	1,2%

Ratios de valorisation	2014	2015	2016
P/E	15,6	14,3	13,2
P/BV	1,8	1,7	1,6
Div.yield	3,7%	4,4%	4,4%
ROE	13,4%	13,8%	14,3%

Evolution des primes (marché vs ASTREE)



Alors que la branche vie affiche un TCAM de 8,6% représentant 21,5% du chiffre d'affaires en 2016, les branches non vie enregistrent une croissance moyenne de seulement 3,8%. L'automobile et la maladie, à l'instar du secteur, restent les plus prépondérants et continuent à afficher les meilleures progressions alors que les autres branches (Incendie, transport, etc) continuent de subir la conjoncture économique.

■ Structure du portefeuille par branche

En MDT	2014	2015	2016	Var 15/2016	TCAM
Automobiles	40,2	44,3	47,5	7,4%	8,7%
Individuelle	1,0	0,6	0,6	4,6%	-20,4%
Incendie et multirisques	12,3	12,2	11,9	-2,4%	-1,5%
Transport et aviation	9,3	8,1	4,9	-39,8%	-27,7%
Autres dommages aux biens	4,0	3,9	4,2	7,4%	2,8%
RC décennale (Construction)	0,5	0,2	0,3	58,7%	-17,4%
Responsabilité civile	3,0	3,1	3,3	6,7%	4,4%
Agricole	2,0	1,0	0,7	-28,3%	-40,1%
Crédit	0,9	0,8	0,8	-9,2%	-5,2%
Assistance	0,8	0,8	0,9	13,7%	8,6%
Maladie et invalidité	21,1	24,4	27,2	11,2%	13,4%
Total non vie	95,1	99,5	102,4	2,9%	3,8%
Vie	23,8	24,5	28,1	14,4%	8,6%
Total	118,9	124,0	130,4	5,2%	4,7%



Sinistralité

Les charges de sinistres en croissance annuelle moyenne de 7,9%. Un S/P de 52,3%

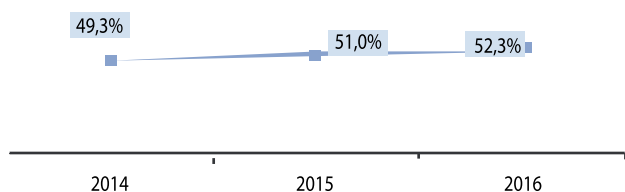
En termes de sinistres, les trois dernières années sont qualifiées de normale. Le taux de sinistralité s'est établi en 2016 à 52,3% contre une moyenne du secteur de 53,2%.

La branche Maladie est la branche la plus sinistrée avec un ratio S/P très élevé de 87,9%. Le montant des charges de sinistres relatifs à cette branche a évolué sur la période 2014-2016 de 11,9% passant de 19,1 MDT à 23,9 MDT.

La branche automobile ne déroge pas à la règle avec un taux S/P assez élevé aussi de 68,5% et un taux de croissance moyen des charges de sinistres de 6,5%.

Pour l'activité vie, les charges de sinistres ont signé une progression moyenne de 6,2% à 3,5 MDT correspondant à un taux S/P de 12,6%.

■ Evolution du taux de sinistralité



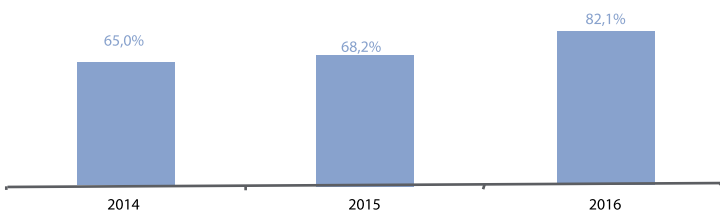
Réassurance

Forte rétention de risque

La société ASTREE a remonté significativement sa rétention. Elle a cédé moins de risque pour garder davantage de résultats. Le taux de rétention s'est amélioré sur la période 2014-2016 passant de 65% à 82,1%.

Cette amélioration du taux de rétention s'est accompagnée par la hausse du rapport des commissions sur primes cédées qui a augmenté de 18,2% à 26,8% traduisant l'intérêt des réassureurs pour le risque ASTREE.

■ Evolution du taux de rétention



■ Charges de sinistres par branche

En MDT	2014	2015	2016	Var 15/16	TCAM	S/P 2016
Automobiles	28,7	29,2	32,6	11,7%	6,5%	68,5%
Individuelle	0,2	0,1	0,1	4,9%	-11,3%	18,9%
Incendie et multirisques	3,1	1,9	4,9	160,1%	25,1%	40,7%
Transport et aviation	1,7	1,1	0,8	-22,9%	-29,9%	16,9%
Autres dommages aux biens	1,4	2,4	1,4	-43,2%	-2,7%	32,1%
RC décennale (Construction)	0,0	0,0	0,0	-9,1%	-0,1%	9,5%
Responsabilité civile	0,8	0,6	0,6	6,7%	-10,1%	18,8%
Agricole	0,3	0,3	0,2	-22,9%	-21,5%	29,7%
Crédit	0,2	0,6	0,3	-56,1%	13,6%	33,6%
Maladie et invalidité	19,1	23,8	23,9	0,4%	11,9%	87,9%
Total non vie	55,5	59,8	64,7	8,1%	8,0%	63,2%
Vie	3,1	3,4	3,5	3,3%	6,2%	12,6%
Total	58,6	63,3	68,2	7,9%	7,9%	52,3%

■ Evolution des commissions perçues par rapport aux primes cédées

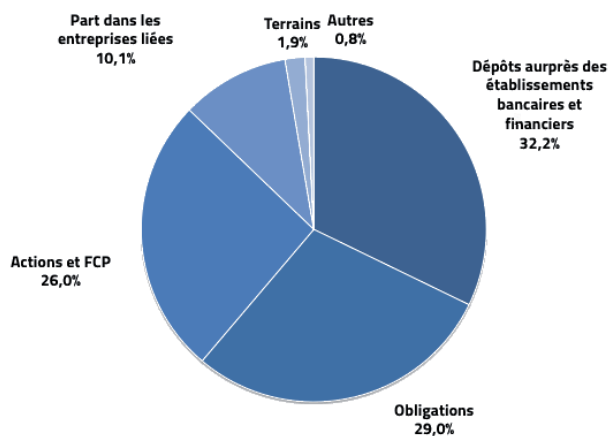
En MDT	2014	2015	2016
Commissions perçues sur les affaires cédées	7,3	7,8	6,3
Variation		6,3%	-19,9%
En % des primes cédées	18,2%	19,7%	26,8%

Source: Rapports d'activité

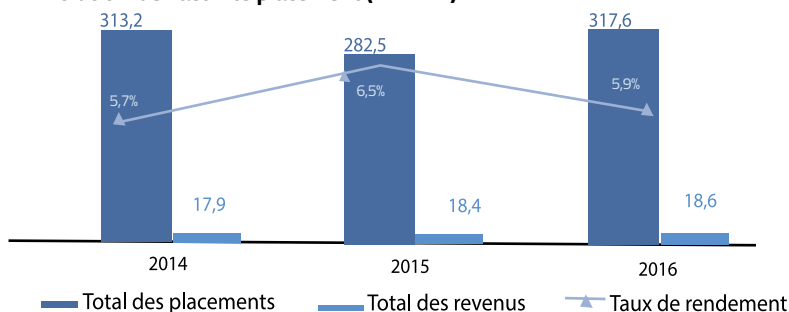
Les produits de placements

Les placements de la société ASTREE se sont élevés à 317,6 MDT, en 2016, composés principalement des dépôts auprès des établissements bancaires et financiers (32,2%), des obligations (29%) et des actions et FCP (26%). Les placements ont généré sur les trois dernières années un rendement moyen de 6% (5,9% en 2016).

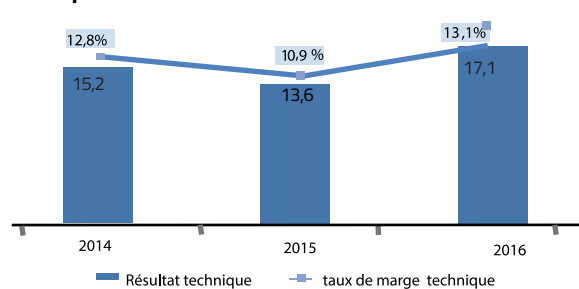
Répartition des placements en 2016



Evolution de l'activité placement (En MDT)



Evolution du résultat technique en MDT et de la marge technique



Résultat technique

Le résultat technique global a connu en 2016 une forte hausse de 25,8% à 17,1 MDT porté par l'amélioration importante du résultat technique de la branche maladie dont le déficit a été réduit à 1,28 MDT contre 5,23 MDT en 2015.

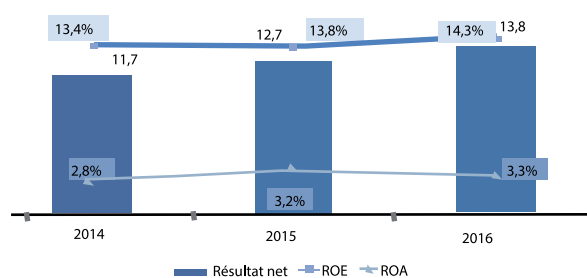
Cette performance au niveau du résultat technique de la branche maladie a permis de compenser le repli du résultat technique des branches automobile et incendie.

Ainsi, ASTREE a vu sa marge technique passer à 13,1% contre 10,9% en 2015 et 12,8% en 2014.

Résultat net

L'amélioration de la performance technique en 2016 a permis à l'ASTREE de dégager un résultat net de 13,8 MDT en amélioration de 8,9% par rapport à 2015. Malgré une politique de distribution de dividendes généreuse (Un pay out de 59,8% en moyenne), la rentabilité des fonds propres de l'ASTREE reste élevée à 14,3%, soit le niveau le plus élevé du secteur.

Evolution de la rentabilité (en MDT)



Réalisations au 30 Juin 2017

Les primes émises ont signé au premier semestre 2017 une hausse de 11,3% à 90,4 MDT grâce à l'amélioration de l'activité des branches automobile et vie.

Le taux de rétention est passé, au premier semestre 2017, à 82,2% contre 81,1% au 30 Juin 2016. La société continue sa politique de réduction du taux de cession.

Indicateurs d'activité au 30 Juin 2017

En MDT	30/06/2017	30/06/2016	Var %
Primes émises nettes	90,4	81,3	11,3%
Primes cédées	16,1	15,5	3,8%
Charges de sinistres	24,8	23,5	5,5%
Produits des placements	14,2	10,8	32,0%

La compagnie n'a pas enregistré de sinistres majeurs au premier semestre 2017. Les charges de sinistres ont évolué de 5,5% à 24,8 MDT. Les produits de placements ont augmenté de 3,4 MDT provenant des revenus du portefeuille titres et des plus values sur des opérations de cession de valeurs mobilières.

PERSPECTIVES D'AVENIR (Source ASTREE)

Pour gagner des parts de marché dans un secteur largement concurrencé, ASTREE a préparé un plan d'action pour la prochaine période qui s'articule autour des points suivants :

- Développement en interne du portefeuille entreprise et fidélisation des clients
- Prospection de nouveaux clients
- Renforcement du réseau commercial
- Innovation par la mise en place de nouveaux package de garanties
- Promotion des risques du particulier
- La mise en application progressive des recommandations du plan directeur informatique quinquennal finalisé en 2016

■ Prévisions de 2017

En MDT	2015	2016	2017E	Var en %
Chiffre d'affaires	124,0	130,4	146,1	12,0%
Résultat technique non vie avant réassurances	26,8	26,2	28,6	9,0%
Résultat technique vie avant réassurances	4,3	4,4	4,9	10,0%
Résultat technique vie après réassurances	13,6	17,1	18,8	10,0%
Résultat net	12,7	13,8	14,8	7,3%

Source : Prévisions MAC SA

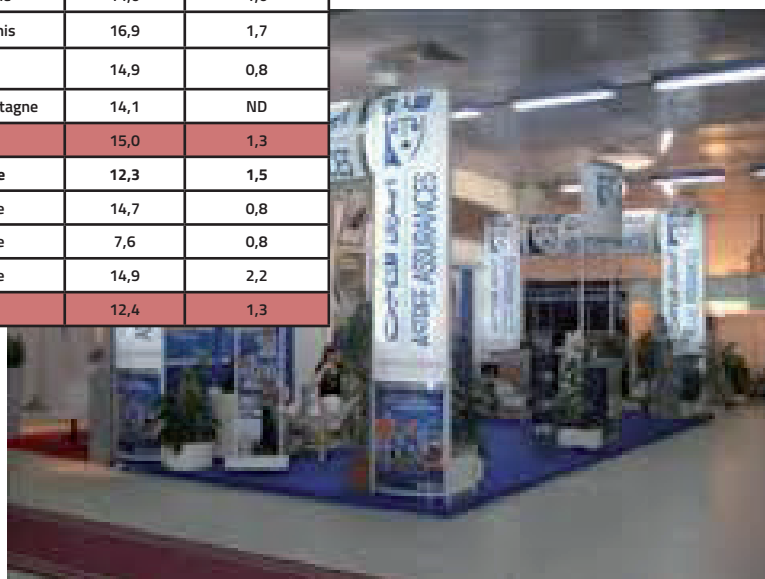
COMPORTEMENT BOURSIER ET RECOMMANDATION

En Bourse, certes le titre affiche à ce jour un rendement de 32% depuis le début de l'année, mais cette progression reste fragile dans le sens où le titre est quasiment illiquide (14 séances de cotation sur les 147 journées en 2017), avec seulement 570 titres échangés. Même si le titre est fondamentalement solide et la valorisation est attrayante avec un P/E 2017e de 12,3x, notre position reste neutre. Notre opinion est argumentée par une absence de liquidité.

■ Ratios de valorisation des comparables

	Pays	PER 2017e	PBK 2017e
Abu Dhabi National Insurance Company	Emirats Arabes Unis	10,2	1,0
Al Ahlia Insurance Co. BSC	Bahrein	10,3	0,9
Al Alamiya for Cooperative Insurance Co.	Arabie Saoudite	14,3	1,6
Atlanta (Cie d'Assurances et de Reassurances) SA	Maroc	16,7	2,0
Médiane Pays émergents		12,9	1,4
Insurance Australia Group Limited	Australie	14,0	1,6
Property Insurance Holdings Inc.	Etats Unis	16,9	1,7
China Taiping Insurance Holdings Co., Ltd.	Chine	14,9	0,8
Allianz Insurance PLC	Grande Bretagne	14,1	ND
Médiane pays développés		15,0	1,3
ASTREE	Tunisie	12,3	1,5
STAR	Tunisie	14,7	0,8
TRE	Tunisie	7,6	0,8
SALIM	Tunisie	14,9	2,2
Mediane Tunisie		12,4	1,3

Source: infinancials et MAC, 07/07/2017



Tunis Ré est la seule société nationale de réassurance. Depuis sa création, elle s'est penchée sur le développement du marché de la réassurance en Tunisie répondant au besoin du marché local et en créant un courant d'affaires avec l'étranger qui s'est intensifié courant les dernières années.

La société reste bien rentable et dégage régulièrement des bénéfices même dans les années de forte sinistralité grâce, entre autres, à son activité de placement qui lui génère des revenus stables et récurrents. D'ailleurs, cette solidité financière a été encore une fois notifiée par l'agence de rating internationale « AM Best » qui a confirmé en Juillet 2017 la notation technico financière de Tunis Ré à B+ (Bien) avec perspectives stables authentifiant ainsi la solidité de la société et sa capacité à surmonter les difficultés. Bien que TRE soit bien notée, elle est pénalisée par la notation pays ce qui ne lui permet pas un développement sur certains marchés étrangers.

De plus, la sous capitalisation de TRE par rapport aux assureurs africains et arabes, les places cibles de TRE la freine dans sa quête de nouveaux marchés. Une autre consolidation des fonds propres pourrait inéluctablement donner des ailes pour la société surtout que le marché de la réassurance est très demandeur et TRE jouit d'une très bonne réputation au niveau local et international.

En date du 07 Juillet 2017, le titre s'échange à 7,65 DT un niveau attrayant correspondant à un P/E 2017e de 7,6x et un P/BV 2017 de 0,8x. TRE affiche également le rendement dividende le plus élevé du secteur soit 6,5%, un rendement nettement élevé par rapport au secteur des assurances faisant de l'action TRE une valeur de fonds de portefeuille. A la lumière de tous ces éléments, nous recommandons ainsi le titre TRE à l'ACHAT à ce niveau de cours

Structure de l'actionariat	
BNA participations	21,0%
STAR	14,9%
Assurances COMAR	14,0%
STB	5,7%
Autres actionnaires	44,4%

Données Boursières	
Cours (07/07/2017) en DT	7,65
Capitalisation boursière en MDT	153
Nombre de titres	20 000 000
Rendement 2017	-4,00%
Haut/Bas (2017) en DT	8,170/7,600
Vol.moyen (2017) en DT	23 830

PRÉSENTATION DE TUNIS RE

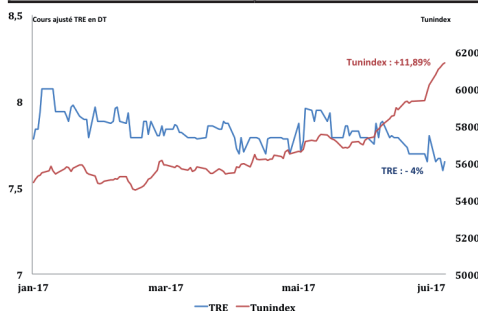
Créée en 1981 à l'initiative des pouvoirs publics et avec l'adhésion de compagnies d'assurances et de banques, la société Tunis Ré est la seule société nationale de réassurance.

La société se dote de 361 cédantes clientes dans 51 pays. Elle est également gestionnaire de trois grands pools locaux : Aérien, Maritime et RC Décennale.

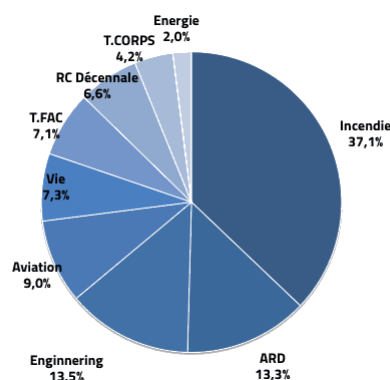
TRE est également autonome, solvable et se dote d'une structure financière solide traduite par des ratios prudentiels confortables. Son capital social s'élève actuellement à 100MDT. La dernière augmentation, réalisée en 2015, pour montant de 25 MDT, a permis à la société d'élargir sa capacité de souscriptions et de tirer avantage du potentiel de croissance en Afrique et dans la zone Mena.

L'agence de rating internationale AM Best a confirmé, en Juillet 2017, la notation technico financière de Tunis Re à B+ (Bien) avec perspectives stables authentifiant ainsi la solidité de la société et sa capacité à surmonter les difficultés. Cette confirmation du rating vient appuyer la crédibilité de la société et lui offre de nouvelles opportunités à l'international.

Compte tenu des perspectives de croissance que présente la finance islamique, Tunis Re a lancé depuis 2011 une structure Retakaful ayant pour objectif le développement et la diversification de son portefeuille au niveau national et international. Une activité qui connaît une bonne progression avec un chiffre d'affaires passant de 4,3 MDT en 2014 à 9 MDT en 2016, soit un taux de croissance moyen de 44,6%.



■ Structure du chiffre d'affaires par branche en 2016



Chiffres Clés (En MDT)	2014	2015	2016
Primes acceptées	97,6	100,6	113,4
Charges de sinistres	51,6	51,0	55,8
Revenus des placements	12,6	15,1	18,9
Résultat technique	1,9	6,5	6,3
Résultat net	11,7	14,4	15,9
Taux de rétention	52,2%	56,9%	60,5%
Ratio combiné net	100,0%	91,6%	90,5%

Ratios de valorisation	2014	2015	2016
P/E	13,1	10,6	9,6
P/BV	1,1	0,8	0,8
Div.yield	4,6%	6,5%	6,5%

ANALYSE DES COMPTES DE TUNIS RE

Les acceptations

Un TCAM de 9,7 % sur les quatre dernières années

Les primes acceptées ont atteint, en 2016, 113,4 MDT en hausse de 12,8% par rapport à 2015. Cette évolution est expliquée par le développement du portefeuille sur les marchés tunisiens et étrangers.

D'ailleurs, depuis 2013, TRE a intensifié ses activités sur les marchés à l'international qui représentent désormais 44% du chiffre d'affaires global (contre 36,3% en 2013). Cette orientation plus poussée vers l'international a été à l'origine de la croissance moyenne de 9,7% du chiffre d'affaires de TRE puisque le marché tunisien a affiché une croissance de seulement 5,1% alors que les autres marchés ont progressé de 17% en moyenne.

Par branche, la croissance provient essentiellement de l'incendie (TCAM2013-2016 de 14,1%), accidents et risques divers « ARD » (TCAM de 13,2%) alors que l'aviation connaît une régression d'une année à l'autre, un choix opéré par la société afin de réduire son exposition à un secteur connu par sa sinistralité.

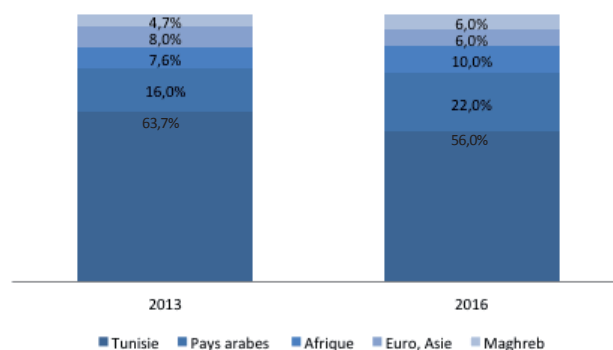
La branche vie, même si elle ne représente que 7,3% du chiffre d'affaires, connaît aussi un bel essor avec une croissance annuelle moyenne de 21,2%.

■ Structure du portefeuille par branche

En MDT	2013	2014	2015	2016	Var 15/16	TCAM
Incendie	28,3	32,3	34,9	42,1	20,6%	14,1%
ARD	10,4	11,5	14,7	15,1	3,0%	13,2%
Engineering	10,6	ND	11,5	15,3	33,8%	
RC Décennale	4,3	ND	5,8	7,4	28,5%	
T.CORPS	3,2	ND	4,8	4,7	-2,0%	
T.FAC	7,7	ND	7,5	8,0	6,7%	
Energie	1,7	ND	2,7	2,3	-15,0%	
Aviation	15,0	16,3	12,8	10,3	-19,9%	-11,8%
Total affaires non vie	81,3	93,0	94,6	105,2	11,2%	9%
Vie	4,6	4,7	6,0	8,2	37,3%	21,2%
Total général	85,9	97,6	100,6	113,4	12,8%	9,7%

Source: Rapports d'activité

■ Répartition du chiffre d'affaires par zone



Sinistralité

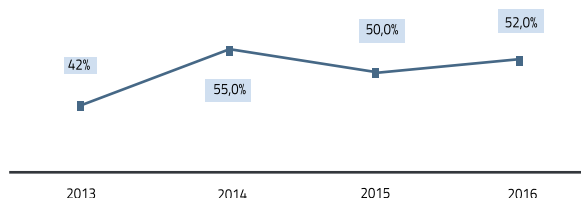
Les charges de sinistres en croissance annuelle moyenne de 17,6%, Un S/P 2016 de 52%

Les charges de sinistres ont affiché une croissance de 17,6% sur la période 2013-2016. En 2016, la croissance a été de 9,5% expliquée en partie par la dépréciation significative du dinar par rapport aux monnaies étrangères.

■ Charges de sinistres par branche

En MDT	2013	2014	2015	2016	Var 15/16	TCAM	S/P 2016
Incendie	13,6	16,2	15,8	20,0	26,9%	13,9%	51,0%
ARD	5,1	8,0	9,2	10,5	13,5%	26,7%	70,0%
R.techniques	5,2	6,0	5,8	9,0	54,1%	20,3%	48,0%
Transport	3,2	9,0	8,4	7,1	-16,2%	30,4%	50,0%
Aviation	4,1	10,2	9,4	6,0	-36,1%	13,2%	49,0%
Total affaires non vie	31,2	49,5	48,6	52,5	8,0%	19%	
Vie	3,1	2,1	2,4	3,3	39,5%	2,0%	44,0%
Total général	34,3	51,6	51,0	55,8	9,5%	17,6%	52,0%

■ Evolution du taux de sinistralité



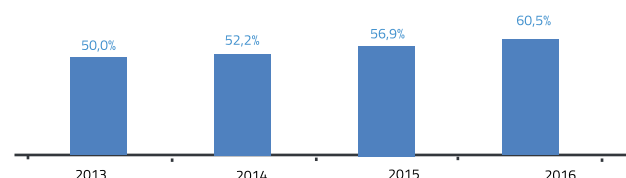
Rétrocession

Vers plus de rétention de risque

Confiante en l'avenir de son activité, la société TRE rétrocède moins de risque pour garder davantage de résultats. Le taux de rétention est passé, en 2016, à 60,5% contre 50% en 2013.

Cette amélioration du taux de rétention s'est accompagnée d'une hausse des commissions perçues sur les affaires cédées qui sont passées de 7,7 MDT en 2014 à 9 MDT en 2016.

■ Evolution du taux de rétention

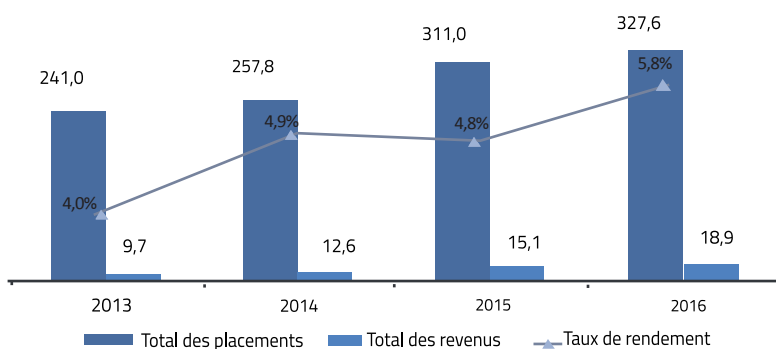


Les produits de placements

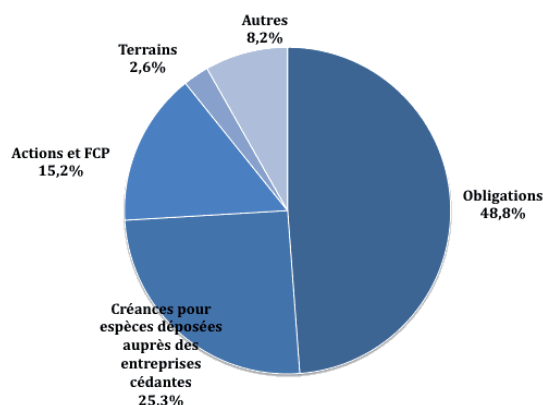
Le portefeuille de placements de TRE est peu risqué et liquide composé à hauteur de 48,8% par des obligations et de 25,3% par des créances pour espèces déposées auprès des entreprises cédantes. La part des actions et FCP n'est que de 15,2%.

La compagnie bénéficie d'une durée assez courte (3 ans sur le portefeuille obligataire) qui permet d'avoir des entrées constantes et périodiques de liquidités sous formes de coupons, dividendes et remboursements obligataires. Cette disponibilité de cash-flows permet à la société de payer aisément ses sinistres.

Evolution de l'activité placement (En MDT)



Répartition des placements en 2016



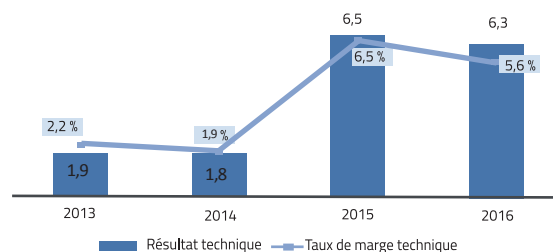
Le fort rendement des placements en 2016 a permis de préserver la capacité bénéficiaire.

Résultat technique

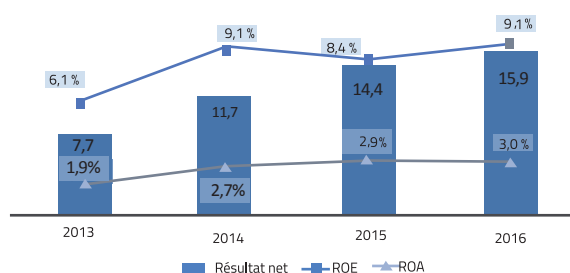
L'augmentation des acceptations de 12,8% en 2016 n'a pas rejilli sur le niveau du résultat technique qui a clôturé en légère baisse de 3% comparé à 2015. Par conséquent, la marge technique s'est légèrement détériorée passant à 5,6% contre 6,5% en 2015.

A rappeler que l'année 2014 n'est pas significative compte tenu de la forte sinistralité enregistrée par la branche aviation (Nouvel Air et Air Algérie). Cette charge a été supportée par la rétrocession à raison de 47%.

Evolution du résultat technique en MDT et de la marge technique



Evolution de la rentabilité (En MDT)



Résultat Net

L'année 2016 a été marquée par un retour à la normale du niveau du résultat net qui a clôturé en hausse de 10,1% à 15,9MDT. La rentabilité des capitaux propres s'affiche à 9,1% compte tenu de l'effet de l'augmentation de capital réalisée en 2015 dont le retour sera ressenti dans les années à venir. TRE affiche déjà un niveau de ROE supérieur à la moyenne du secteur régional.

Réalizations au 30 Juin 2017

Les primes ont signé une hausse de 5,5% à 64,1 MDT. La plupart des branches a connu une évolution positive reflétant un développement du portefeuille aussi bien sur le marché tunisien qu'à l'étranger.

D'après le management, le ratio de sinistralité s'est amélioré de 10 points passant sur la période juin 2016-Juin 2017 de 57% à 47%. Cette évolution reflète le bon comportement du marché tunisien en termes de sinistralité.

Les produits de placements sont restés quasi-inchangés à 8,1 MDT représentant 46% de l'objectif 2017.

Indicateurs d'activité au 30 Juin 2017

En MDT	30/06/2017	30/06/2016	Var %
Primes acceptées	64,1	60,7	5,5%
Primes rétrocedées	23,0	22,4	2,8%
Charges de sinistres	32,2	31,7	1,5%
Produits financiers	8,1	8,1	-0,4%

PERSPECTIVES D'AVENIR

Le marché de la réassurance est très demandeur et TRE jouit d'une très bonne réputation au niveau local et international mais son développement reste, entre autres, freiné par une capitalisation inférieure aux assureurs africains et arabes, les places cibles de TRE.

La notation de la société reste plafonnée par la note souveraine de la Tunisie, une note qui l'empêche à pénétrer certains marchés qui exigent des notations meilleures. L'éventuel partenariat technique et capitalistique reste d'actualité mais pas encore relancé. Un tel partenariat mettra plutôt un appui commercial à TRE pour pénétrer des marchés qui lui sont difficiles d'accès à l'état actuel.

Dans les conditions normales d'exploitation, le management prévoit un chiffre d'affaires 2017 en progression de 5,7% (Dans la même tendance que le premier semestre 2017), une prévision au dessous de la moyenne historique (9,7% entre 2013 et 2016).

■ Prévisions de 2017

En MDT	2015	2016	2017E	Var 16/17 en %
Acceptations	100,6	113,4	119,9	5,7%
Résultat technique	6,5	6,3	11,6	83,5%
Revenus de placements	15,1	18,9	19,5	3,3%
Résultat net	14,4	15,9	20,2	27,3%
Ratio combiné	91,6%	90,5%	85,0%	- 6 points

Source : Prévisions MAC SA

Avec la maîtrise de la sinistralité nette et l'amélioration du résultat de la récession, le résultat technique afficherait une progression de 83,5% par rapport à 2016. Ainsi, l'année 2017 devrait se solder par un résultat net de 20,2 MDT en progression de 27,3%.

Le ratio combiné connaîtra en 2017 une amélioration de 6 points pour passer à 85% contre 90,5% en 2016. En termes de solidité financière et de bonne gouvernance, le taux de couverture des placements par les provisions techniques et la marge de solvabilité seront en 2017 à des niveaux très favorables soit respectivement 155% et 276%.

COMPORTEMENT BOURSIER ET RECOMMANDATION

Le comportement boursier du titre TRE est resté pour une belle période dépendant de l'issue de l'appel à manifestations d'intérêt lancé en Octobre 2014 pour l'ouverture du capital à un partenaire stratégique. Cet appel a été déjà abandonné en 2015 pour différentes raisons dont principalement la demande des partenaires intéressés de prendre le contrôle. Ces derniers voulaient ne pas subir les contraintes des normes solvency II qui les obligeraient à provisionner la totalité de leur participation minoritaire. En 2014, le titre a clôturé sur une hausse de 12,5% contre une baisse de 4% en 2015 et une note stable en 2016.

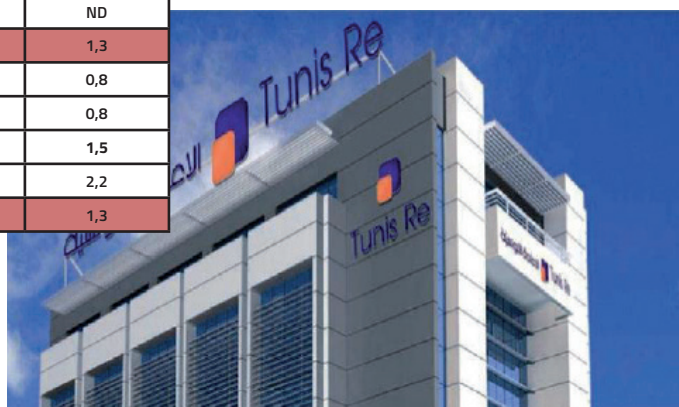
En date du 07 Juillet 2017, le titre s'échange à 7,65 DT un niveau attractif correspondant à un P/E 2017e de 7,6x et un P/BV 2017 de 0,8x. TRE affiche également le rendement dividende le plus élevé du secteur soit 6,5% ce qui fait d'elle une valeur de fonds de portefeuille.

A la lumière de tous ces éléments, nous recommandons ainsi le titre TRE à l'ACHAT à ce niveau de cours.

■ Ratios de valorisation des comparables

	Pays	PER 2017e	PBK 2017e
Abu Dhabi National Insurance Company	Emirats Arabes Unis	10,2	1,0
Al Ahlia Insurance Co. BSC	Bahrein	10,3	0,9
Al Alamiya for Cooperative Insurance Co.	Arabie Saoudite	14,3	1,6
Atlanta (Cie d'Assurances et de Reassurances) SA	Maroc	16,7	2,0
Médiane Pays émergents		12,9	1,4
Insurance Australia Group Limited	Australie	14,0	1,6
Property Insurance Holdings Inc.	Etats Unis	16,9	1,7
China Taiping Insurance Holdings Co., Ltd.	Chine	14,9	0,8
Allianz Insurance PLC	Grande Bretagne	14,1	ND
Médiane pays développés		15,0	1,3
TRE	Tunisie	7,6	0,8
STAR	Tunisie	14,7	0,8
ASTREE	Tunisie	12,3	1,5
SALIM	Tunisie	14,9	2,2
Médiane Tunisie		12,4	1,3

Source: infinancials et MAC, 07/07/2017





www.macsa.com.tn

MAC SA -TUNIS

Green Center Bloc C, 2 étage
Rue du Lac constance
1053 Les Berges du Lac - Tunisie
Tél : (+216) 71 137 600
Fax : (+216) 71 960 903
Email : macsa@macsa.com.tn

MAC SA -EL MENZAH

N° 16 Avenue Othman Ibn Afen - Menzah 5
1004 Tunis -Tunisie
Tél : (+216) 71 137 666
Fax : (+216) 71 230 431
Email : macsa@macsa.com.tn

MAC SA -NABEUL

71, Avenue Hedi Noura
8000,Nabeul
Tél : (+216) 72 224 443
Fax : (+216) 72 230 311
Email : macsa@macsa.com.tn

MAC SA -SFAX

Imm Olivia, Avenue de Carthage,
Début Gremda -3002 Sfax
Tél : (+216) 7 4 400 772
Fax : (+216) 74 400 774
Email : macsa.sf@macsa.com.tn