

Août 2009

Département Recherches et Analyses



REVUE FINANCIERE

■ LE SECTEUR BANCAIRE TUNISIEN

Etat des lieux du secteur bancaire tunisien en 2008

Evaluation et recommandation

■ LE SECTEUR DES ASSURANCES EN TUNISIE

Analyse valeur : STAR

SOMMAIRE

AVANT PROPOS

Maxula Bourse publie en Aout 2009 le troisième numéro de sa revue. Celle-ci propose une mise en perspective des évolutions intervenues dans la sphère financière tunisienne, et ce au travers de deux études portant sur le secteur bancaire et la valeur phare du secteur des assurances la STAR illustrant ainsi le champ très large des questions ayant trait à la structure financière tunisienne. La présente étude aborde en détail les évolutions du secteur bancaire qui ont marqué les dernières années par le biais de classements. Elle fait également le point sur les avancées dans le domaine de la gestion des risques et de la rentabilité. Après avoir cerné les contours de l'univers bancaire, confortant l'analyse précédente, une approche d'évaluation est mise en place mettant en avant le principe de création de valeur pour ces établissements financiers.

Nous limiterons notre étude des assurances en Tunisie à l'assureur numéro un de la place à savoir la STAR. Le rapport souhaite analyser l'intégralité de l'activité de la compagnie, les évolutions du compte de résultat, le bilan et la marge de solvabilité en mettant en lumière la notion d'équilibre que doit préserver la STAR, entre activité technique et gestion des placements.

■ LE SECTEUR BANCAIRE TUNISIEN.....page 3

Etat des lieux du secteur bancaire tunisien en 2008..... page 4

Classement des banques tunisiennes selon le Total Bilan en 2008page 4

Classement des banques tunisiennes selon le Produit Net Bancaire en 2008.....page 4

Classement des banques tunisiennes selon leurs activités en 2008page 5

Classement des banques tunisiennes selon le principe de l'EVA en 2008page 12

Evaluation et recommandation.....page 13

Scoring des banques.....page 13

Valorisation selon le modèle JP Morgan.....page 16

Recommandation.....page 17

■ LE SECTEUR DES ASSURANCES EN TUNISIE

Analyse valeur : STARpage 20

Profil.....page 21

Stratégie.....page 21

Rentabilité.....page 21

Activité technique.....page 23

Activité financière.....page 26

Adéquation des fonds propres.....page 29

Provisions techniques.....page 29

Valorisation.....page 30

Recommandations.....page 36

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

LE SECTEUR BANCAIRE TUNISIEN

INVESTEMENT HIGHLIGHTS

✓ Performances du secteur bancaire tunisien en 2008

L'économie Tunisienne a fait preuve en 2008 d'une grande capacité d'adaptation, de résistance et d'absorption des chocs, ce qui lui a permis de faire face à une conjoncture internationale difficile, marquée par une flambée historique des cours des matières premières et une crise financière mondiale, avec des répercussions négatives sur les économies internationales les plus puissantes. Le total Bilan de l'ensemble des banques tunisiennes est passé de 32 126MDT en 2007, à 36 681MDT en 2008, soit une hausse de 14,2%. Le PNB est passé de 1 381MDT en 2007, à 1 570MDT en 2008, soit une augmentation de 13,7%. Les dépôts de la clientèle collectés par le système bancaire tunisien se sont élevés à 27 861MDT, enregistrant une progression de 15,4% par rapport à 2007. Enfin, l'encours des crédits distribués à la clientèle a atteint 25 917MDT, en hausse de 15,4% par rapport à 2007.

✓ Classement des banques en 2008

Le classement des banques tunisiennes n'a pratiquement pas changé au cours des dernières années, demeurant au profit des trois banques publiques et de la BIAT. En 2008, les premières étaient la STB selon le total bilan, la BIAT selon le PNB et la part de marché des dépôts collectés, la BNA selon la part de marché des crédits accordés. Du point de vue rentabilité, la BT bénéficie de la première place en termes de coefficient d'exploitation, de résultat d'exploitation, de résultat net et de rentabilité des actifs. Attijari Bank s'est distinguée par la plus forte rentabilité des fonds propres.

✓ Amélioration des Fondamentaux des Banques Tunisiennes

L'année qui s'achève se présente aussi comme une année de consolidation des acquis de 2007, où les banques tunisiennes ont réalisé, des performances satisfaisantes en termes de croissance et de consolidation de leurs fondamentaux. Parallèlement au développement de l'activité, les opérateurs bancaires ont poursuivi leurs efforts d'assainissement se traduisant par la diminution du taux des créances classées passant de 13,8%, en 2007 à 11,9% en 2008.

Le ratio de solvabilité sectoriel s'est quand à lui apprécié, passant de 11,8% en 2007, à 13% en 2008, soit largement au dessus de la norme de 8%. Le résultat net dégagé par l'ensemble des banques du secteur est passé de 256 227mDT (hors UIB) en 2007 à 357 045mDT en 2008, soit une hausse de 39,3%.

✓ L'arbre ne doit pas cacher la forêt

Les banques tunisiennes ont réalisé avec succès une partie importante de leurs plans de restructuration comme l'atteste la remarquable amélioration de tous les paramètres (consolidation des fonds propres, respect des ratios prudentiels, maîtrise des charges, amélioration de la rentabilité...), mais la concurrence demeure rude et acharnée. Les banques tunisiennes risquent de se trouver dans l'obligation de compresser leurs marges d'intérêts et de réduire leurs commissions. Le résultat net serait sans doute affecté, et se traduirait par un ralentissement ou au moins une stagnation. Si cette éventualité se confirmait, les banques seraient contraintes à prendre plus de risque afin de protéger leurs parts de marché. Le développement logique consisterait alors en une rationalisation du nombre et de la taille des institutions bancaires grâce à des opérations de fusions. Ces opérations augmenteraient la taille des dites banques, leur permettraient ainsi d'aborder les marchés limitrophes.

✓ Evaluation et recommandation

Les banques tunisiennes se sont lancées depuis plusieurs années dans des programmes de restructuration visant à consolider leurs fondamentaux et à booster leurs rentabilités afin de se rapprocher des normes internationales. Malgré cela, le secteur bancaire tunisien est encore en phase de mutation, et certaines banques n'ont pas encore retrouvé leur équilibre de long terme. A vu de ce qui précède et de l'incertitude qui l'accompagne, il est recommandé de construire un portefeuille composé de la totalité des valeurs bancaires. La pondération de chaque valeur au sein du portefeuille devra tenir compte de deux paramètres : un score accordé à chaque banque à l'issue d'une grille de « scoring » basée sur quatre volets : l'efficacité opérationnelle, la solidité financière, la valorisation et le commercial. On tiendra aussi compte de la valorisation des titres, tels qu'ils ressortent dans le modèle *J.P. Morgan*.

Etat des lieux du secteur bancaire tunisien en 2008

Au cours de l'année 2008, la crise financière s'est brutalement et profondément étendue à l'économie mondiale. Dans le contexte très perturbé de cette année, le secteur bancaire tunisien n'a pratiquement pas été affecté par la crise financière mondiale. Créé il y a un peu plus de cinquante ans, le secteur bancaire tunisien est un des principaux moteurs de l'économie. L'évolution de son activité reflète le dynamisme et l'état de santé de l'économie tunisienne. L'année 2008 est placée sous le signe de bonnes performances : en effet, en 2008, les établissements de crédit tunisiens ont affiché une nouvelle progression marquée de leur activité et de leurs résultats, du fait d'une demande de financement soutenue. Coté fondamentaux, les banques tunisiennes se sont attardées cette année sur la consolidation de leurs fonds propres en procédant à des opérations d'augmentation de capital ou à des émissions d'emprunts subordonnés. Il s'en est suivi une amélioration considérable au niveau des fondamentaux.

Classement des banques tunisiennes selon le Total Bilan en 2008

En termes de **total bilan**, le classement des banques tunisiennes n'a pratiquement pas changé depuis 2005. La STB n'a pas cédé sa place de première de la classe et occupe toujours le haut du tableau, avec 5730MDT de total bilan en 2008, soit une part de marché de 15,6%. La BNA et la BIAT occupent toujours la seconde et la troisième place du classement avec, respectivement, des « total bilan » de 5579MDT et 5575MDT. Les trois banques publiques de la place demeurent très bien placées et accaparent, elles seules, 42,7% du total bilan du secteur. L'ATB est la banque qui a enregistré la plus importante hausse du total de son bilan sur les quatre derniers exercices, soit une évolution annuelle moyenne de plus de 20%, reflétant le développement de l'activité de la banque et l'extension de son réseau d'agences.

Classement des banques tunisiennes selon le Produit Net Bancaire en 2008

Au chapitre du **produit net bancaire** (PNB), la première place demeure au profit de la BIAT, avec un PNB dépassant les 260MDT en 2008, suivie de la STB, de la BNA et de la BH avec respectivement 220MDT, 217,6MDT et 187MDT de produit net bancaire.

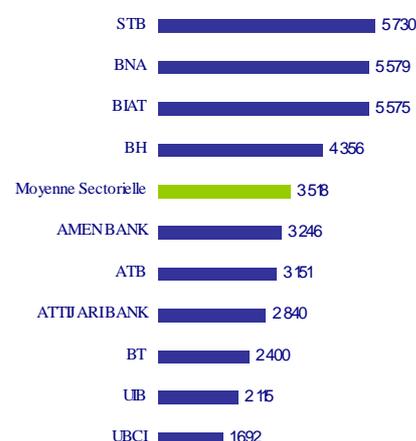
Evolution du PNB sur la période 2005-2008

En mDT	PNB					
	2005	2006	2007	2008	Variation 07/08	Croissance Moyenne 2005-2008
ATTIJARI BANK	76 878	81 481	104 784	128 549	22,7%	18,7%
ATB	71 220	81 876	100 316	116 740	16,4%	17,9%
STB	143 637	182 727	206 548	220 070	6,5%	15,3%
BH	123 270	145 260	168 931	187 187	10,8%	14,9%
BNA	147 937	176 775	191 231	217 650	13,8%	13,7%
BIAT	178 509	212 066	228 626	260 574	14,0%	13,4%
AMEN BANK	92 414	98 519	114 921	130 662	13,7%	12,2%
BT	89 908	103 977	115 849	125 837	8,6%	11,9%
UBCI	68 861	73 481	81 983	93 157	13,6%	10,6%
UIB	73 967	73 897	68 475	90 507	32,2%	7,0%

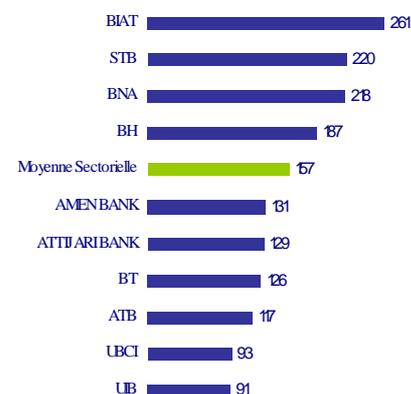
Source : Maxula Bourse

Sur les quatre derniers exercices, ce sont Attijari Bank et l'ATB qui ont connu les taux de croissance annuels moyens les plus importants de leurs PNB, soient respectivement 18,7% et 17,9%, reflétant toujours l'importance de la croissance et du développement de leurs activités sur les derniers exercices. A noter, outre le classement selon le total bilan, le critère du PNB fait également ressortir un bon positionnement des banques publiques. En effet, les trois banques publiques de la place fournissent, elles seules, presque 40% du PNB sectoriel.

Total Bilan 2008 (en MDT)



PNB 2008 (en MDT)



Classement des banques tunisiennes selon leurs activités en 2008

• Les Crédits à la clientèle

Les crédits à la clientèle constituent l'essentiel de l'activité des banques. Ils se sont accrus, sur la période 2005-2008, à un rythme annuel moyen de 9,9%. Les encours de crédits à la clientèle sont passés de 19 542 Millions de DT en 2005 à 25 918 Millions de DT en 2008. Les crédits logements ont pris de l'ampleur ces dernières années du fait d'un plus grand intérêt de la part de la clientèle. De même, un important mouvement d'extension des réseaux d'agences de certaines banques, a permis de booster l'activité d'octroi de crédits, principalement l'activité « Retail ».

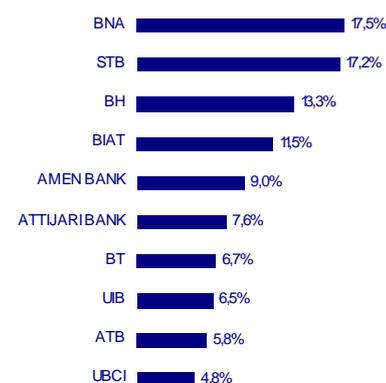
Au titre de l'exercice 2008, la BNA enchaîne son second exercice en tant que premier pourvoyeur de crédits avec une part de marché de 17,5%, suivie de près par la STB et puis la BH dont les parts de marché respectives sont de 17,2% et 13,3%.

Evolution des Crédits à la clientèle sur la période 2005-2008

	Crédits à la clientèle (en mDT)					Variation 07/08	Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008			
AMEN BANK	1 628 479	1 771 475	1 999 046	2 344 768	17,3%	12,9%	
ATB	966 889	1 135 295	1 198 593	1 514 041	26,3%	16,1%	
ATTIJARI BANK	1 784 099	1 514 601	1 700 409	1 963 053	15,4%	3,2%	
BH	2 563 565	2 857 306	3 067 593	3 449 418	12,4%	10,4%	
BIAT	2 566 680	2 414 325	2 739 680	2 991 726	9,2%	5,2%	
BNA	3 123 213	3 335 197	3 881 073	4 543 386	17,1%	13,3%	
BT	1 343 352	1 480 715	1 662 590	1 731 828	4,2%	8,8%	
STB	3 326 915	3 672 622	3 822 731	4 454 385	16,5%	10,2%	
UBCI	885 119	980 654	1 078 967	1 247 762	15,6%	12,1%	
UIB	1 354 067	1 413 222	1 309 388	1 677 591	28,1%	7,4%	
Secteur	19 542 378	20 575 412	22 460 070	25 917 958	15,4%	9,9%	

Source : Maxula Bourse

Part de marché des crédits 2008



• Les Dépôts de la clientèle

Les dépôts de la clientèle se sont accrus à un taux annuel moyen de 13,3% sur les quatre derniers exercices, passant de 19 135 Millions de dinars en 2005 à 27 861 Millions de dinars en 2008, soit un taux de croissance supérieur à celui des crédits octroyés.

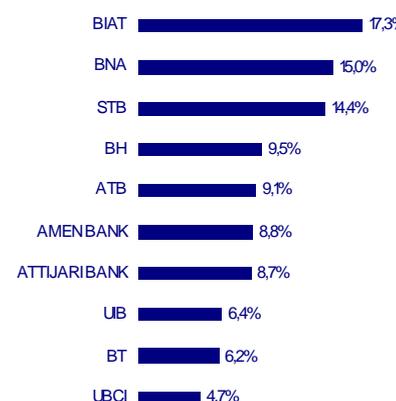
Au titre de l'exercice 2008, les quatre premières banques en termes de dépôts accaparent plus de 56,2% des dépôts. La BIAT se trouve à la tête du classement avec une part de marché de 17,3%, suivie de près par la BNA, la STB et puis la BH avec des parts respectives de 15%, 14,4% et 9,5%.

Evolution des Dépôts de la clientèle sur la période 2005-2008

	Dépôts de la clientèle (en mDT)					Variation 07/08	Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008			
AMEN BANK	1 688 483	1 860 588	2 066 204	2 440 681	18,1%	13,1%	
ATB	1 509 872	1 790 871	2 242 378	2 528 188	12,7%	18,7%	
ATTIJARI BANK	1 730 657	1 716 474	1 941 636	2 410 416	24,1%	11,7%	
BH	2 023 048	2 329 104	2 443 460	2 657 294	8,8%	9,5%	
BIAT	3 004 259	3 464 273	4 096 778	4 809 164	17,4%	17,0%	
BNA	3 066 738	3 298 386	3 630 123	4 191 625	15,5%	11,0%	
BT	1 103 732	1 217 291	1 419 783	1 721 927	21,3%	16,0%	
STB	2 775 283	3 057 283	3 608 461	4 008 740	11,1%	13,0%	
UBCI	863 250	945 559	1 073 184	1 318 836	22,9%	15,2%	
UIB	1 370 206	1 487 772	1 617 263	1 774 892	9,7%	9,0%	
Secteur	19 135 528	21 167 601	24 139 270	27 861 763	15,4%	13,3%	

Source : Maxula Bourse

Part de marché des Dépôts 2008

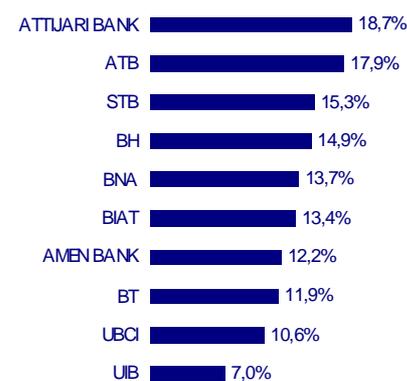


• Composition du Produit Net Bancaire

Le ratio de la marge nette d'intérêts du secteur bancaire, défini comme étant le rapport de la marge nette d'intérêts par rapport au PNB, s'est établi en 2008 à 57,9%. La BH, la STB, la BT et la BNA sont à la tête du classement avec les ratios marge nette d'intérêts les plus élevés du secteur soient respectivement, 72%, 69,6%, 67,4% et 61,4%. La tendance des marges nettes d'intérêts courant ces derniers exercices est orientée à la hausse pour la majorité des banques. L'ATB navigue en tête, avec une croissance annuelle moyenne de son ratio marge nette d'intérêts de 8,4%, suivie de la STB et la BIAT avec des croissances respectives de 7% et 5,7%.

Croissance Moyenne du PNB sur la période 2005-2008

En mDT	Ratio Marge Nette d'intérêts					
	2005	2006	2007	2008	Variation 07/08	Croissance Moyenne 2005-2008
BH	67,0%	65,5%	69,0%	72,0%	3,0%	2,4%
STB	56,9%	65,8%	71,7%	69,6%	-2,1%	7,0%
BT	63,6%	67,6%	68,0%	67,4%	-0,6%	1,9%
BNA	61,8%	64,0%	55,9%	61,4%	5,5%	-0,2%
UBCI	61,7%	61,2%	56,9%	57,6%	0,7%	-2,3%
BIAT	47,8%	56,0%	56,6%	56,5%	-0,1%	5,7%
UIB	56,2%	52,1%	50,5%	55,6%	5,1%	-0,4%
AMEN BANK	57,1%	53,6%	56,1%	52,5%	-3,6%	-2,8%
ATTIJARI BANK	58,0%	57,1%	46,9%	50,0%	3,1%	-4,8%
ATB	24,0%	20,3%	26,7%	30,6%	3,9%	8,4%



Les commissions représentent également une importante source de revenus pour les banques. Au titre de l'exercice 2008, le ratio marge nette sur commissions du secteur, qui est le différentiel entre les commissions perçues et les commissions encourues par rapport au PNB, s'est établi à 21,6%. Durant les quatre derniers exercices, la majorité des banques ont connu des baisses au niveau de ce ratio avec la baisse la plus importante enregistrée par la STB, soit une diminution annuelle moyenne de 6,3%.

En mDT	Ratio Marge Nette sur commissions					
	2005	2006	2007	2008	Variation 07/08	Croissance Moyenne 2005-2008
UIB	31,3%	33,2%	36,4%	32,9%	-3,5%	1,7%
ATTIJARI BANK	32,1%	33,5%	30,4%	27,7%	-2,7%	-4,8%
UBCI	23,8%	24,1%	27,0%	26,8%	-0,2%	4,1%
AMEN BANK	19,3%	21,2%	20,6%	22,1%	1,4%	4,5%
BNA	24,2%	22,7%	22,0%	21,3%	-0,7%	-4,1%
STB	25,1%	23,5%	20,4%	20,7%	0,2%	-6,3%
BT	17,1%	22,6%	20,3%	20,5%	0,2%	6,2%
BIAT	22,1%	20,6%	20,0%	18,4%	-1,6%	-6,0%
ATB	19,9%	19,7%	16,9%	17,0%	0,1%	-5,1%
BH	16,9%	18,4%	19,4%	16,9%	-2,6%	-0,1%

Composition du PNB des banques tunisiennes en 2008

	Intérêts	Commissions	Autres
AMEN BANK	52,5%	22,1%	25,5%
ATB	30,6%	17,0%	52,3%
ATTIJARI BANK	50,0%	27,7%	22,3%
BH	72,0%	16,9%	11,1%
BIAT	56,5%	18,4%	25,1%
BNA	61,4%	21,3%	17,2%
BT	67,4%	20,5%	12,1%
STB	69,6%	20,7%	9,7%
UBCI	57,6%	26,8%	15,6%
UIB	55,6%	32,9%	11,5%
Moyenne Sectorielle	57,9%	21,6%	20,5%

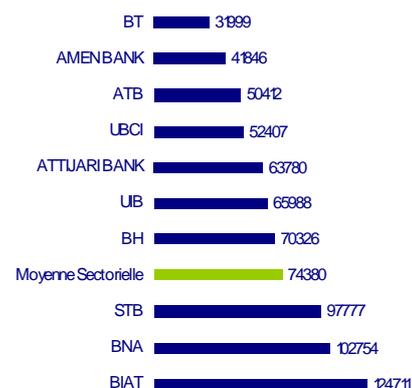
• Efficacité Opérationnelle

Les charges de gestion, constituées essentiellement par les frais du personnel et les autres frais généraux, sont parmi les charges les plus importantes du secteur bancaire. Elles ont un effet direct sur leurs résultats et sur le coefficient d'exploitation, qui résulte du rapport entre les charges de gestion et le PNB.

Les charges opératoires du secteur ont augmenté de 6,7% en 2008, avec une moyenne sectorielle de 74 380 mDT. Cette hausse s'explique, d'une part, par des investissements de restructuration engagés par certaines banques afin de moderniser leurs systèmes d'information, la densification de leurs réseaux d'agences et l'amélioration de la qualité de leurs services dans le cadre de leurs programmes, et d'autre part, par le poids important que pèse la masse salariale sur la gestion des banques tunisiennes.

La BIAT, la STB, la BNA et la BH demeurent les banques qui supportent les charges de gestion les plus importantes du secteur. La BT, l'Amen Bank, et l'ATB sont les trois premières banques à avoir maîtrisé leurs charges. Sur les quatre exercices passés, ce sont la STB, la BNA et la BT qui ont connu les croissances annuelles moyennes des charges les plus maîtrisées du secteur, soient respectivement, 3,4%, 4% et 4,9%.

Charges de Gestion en 2008 (mDT)

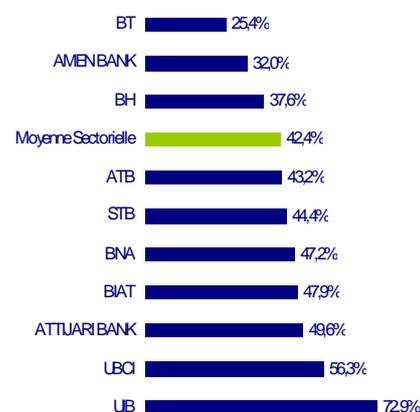


Evolution des charges de gestion sur la période 2005-2008

En mDT	Charges de Gestion					Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008	Variation 07/08	
STB	88 497	101 856	91 151	97 777	7,3%	3,4%
BNA	91 473	99 551	95 567	102 754	7,5%	4,0%
BT	27 746	28 921	30 298	31 999	5,6%	4,9%
BH	60 476	62 729	66 524	70 326	5,7%	5,2%
BIAT	103 148	110 689	120 392	124 711	3,6%	6,5%
AMEN BANK	33 553	38 285	42 765	41 846	-2,1%	7,6%
UBCI	40 355	46 050	49 331	52 407	6,2%	9,1%
UIB	48 479	50 282	58 052	65 988	13,7%	10,8%
ATTIJARI BANK	45 753	51 834	59 226	63 780	7,7%	11,7%
ATB	33 395	39 455	44 912	50 412	12,2%	14,7%

Source : Maxula Bourse

Coefficient d'exploitation 2008



Le coefficient d'exploitation sectoriel, exprimé par le rapport entre les charges de gestion et le PNB, est passé de 42,5% en 2007 à 42,4% en 2008, soit une très légère baisse de 0,1 point de pourcentage. La BT, l'Amen Bank et la BH affichent les meilleurs ratios de productivité du secteur, soient respectivement, 25,4%, 32%, et 37,6%, alors que l'UIB est en bas du classement, avec un ratio de 72,9%. En effet, l'UIB s'est focalisée tout au long des derniers exercices sur l'assainissement de son bilan au détriment de la maîtrise de ses charges. Sur la période 2005-2008, la STB est parvenue à réduire son coefficient d'exploitation avec une moyenne annuelle de 10,3%, suivie de la BNA, la BH, et la BT, avec une baisse moyenne de leur coefficient d'exploitation respectivement de l'ordre de 8,6%, 8,5% et 6,2%. L'UIB est la seule banque à avoir connu une hausse de son coefficient d'exploitation sur les quatre derniers exercices avec une croissance annuelle moyenne de 3,6%.

Evolution du coefficient d'exploitation sur la période 2005-2008

	Coefficient d'exploitation					Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008	Variation 07/08 (En point de base)	
STB	61,6%	55,7%	44,1%	44,4%	0,3%	-10,3%
BNA	61,8%	56,3%	50,0%	47,2%	-2,8%	-8,6%
BH	49,1%	43,2%	39,4%	37,6%	-1,8%	-8,5%
BT	30,9%	27,8%	26,2%	25,4%	-0,7%	-6,2%
BIAT	57,8%	52,2%	52,7%	47,9%	-4,8%	-6,1%
ATTIJARI BANK	59,5%	63,6%	56,5%	49,6%	-6,9%	-5,9%
AMEN BANK	36,3%	38,9%	37,2%	32,0%	-5,2%	-4,1%
ATB	46,9%	48,2%	44,8%	43,2%	-1,6%	-2,7%
UBCI	58,6%	62,7%	60,2%	56,3%	-3,9%	-1,4%
UIB	65,5%	68,0%	84,8%	72,9%	-11,9%	3,6%

• Résultat Net

Sur la période 2005-2008 et à l'exception de la STB qui a connu une baisse annuelle moyenne de son résultat net de -3,9%, toutes les banques de la place ont enregistré un taux de croissance positif de leurs bénéfices nets. Les évolutions les plus importantes ont été au profit de la BNA, l'UBCI et la BH, avec des taux de croissances annuels moyens respectifs de 57,9%, 51,1% et 37,8%. L'exercice 2008 a été marqué par le retour aux bénéfices, après de longues années de déficit d'Attijari Bank et de l'UIB. La BT demeure à la tête du classement avec un résultat net dépassant la barre des 62,7MDT, suivie par la BH avec 54MDT. Attijari Bank a gagné six places dans le classement des banques et se hisse au troisième rang, alors que la STB cède sa troisième place et tombe à la septième. Le résultat net dégagé par toutes les banques du secteur est passé de 256 227mDT (hors UIB) en 2007 à 357 045mDT en 2008, soit une hausse de 39,3%.

Evolution du Résultat Net sur la période 2005-2008

	Résultat Net (en mDT)					Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008	Variation 07/08	
ATTIJARI BANK	-4 114	-176 418	-9 416	40 781	NA	NA
BNA	8 065	16 323	28 106	31 763	13,0%	57,9%
UBCI	7004	13 158	17 423	24 148	38,6%	51,1%
BH	20 631	37 439	51 129	53 990	5,6%	37,8%
ATB	17 650	21 983	26 332	37 502	42,4%	28,6%
AMEN BANK	19 444	19 865	29 421	40 090	36,3%	27,3%
BT	34 101	39 885	60 153	62 788	4,4%	22,6%
BIAT	19 078	21 054	21 503	33 744	56,9%	20,9%
STB	36 286	21 871	31 576	32 239	2,1%	-3,9%
UIB	0	-1 739	-179 859	917	NA	NA
Secteur (Hors UIB)	158 145	15 160	256 227 (hors UIB)	357 045 (hors UIB)	39,3%	31,2%

Source : Maxula Bourse

• Rendement des fonds propres « ROE »

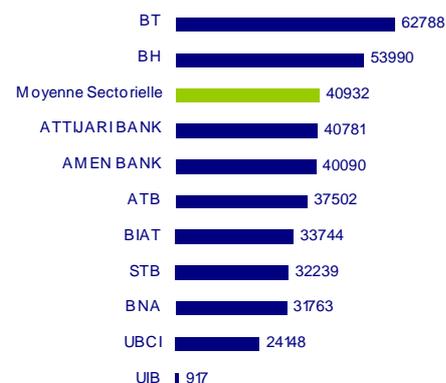
Sur la période 2005-2008, la majorité des banques de la place ont renforcé la rentabilité de leurs fonds propres et ceci à des degrés différents. La BNA a enregistré la hausse la plus importante de son ROE, soit une croissance de 70,8%, suivie de la BH qui est parvenue à faire hisser son ROE de 17,3%. L'exercice 2008 a été aussi marqué par le retour à la rentabilité des fonds propres de Attijari avec un ROE de près de 30%. Cependant, cette performance a été réalisé sur la base d'un niveau de fonds propres relativement très faible et un effort de provisionnement sous optimal. L'UIB est parvenue à dégager une rentabilité minimale de ses fonds propres après de longues années de résultats négatifs puis nuls.

Evolution de la rentabilité des fonds propres sur la période 2005-2008

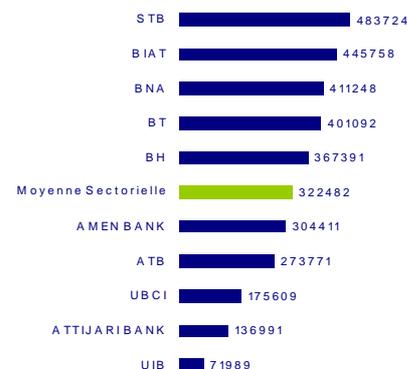
	ROE					Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008	Variation	
AMEN BANK	9,23%	8,85%	10,79%	13,17%	2,38%	12,6%
ATB	10,57%	12,06%	13,33%	13,70%	0,36%	9,0%
ATTIJARI BANK	-	-	-	29,77%	NA	NA
BH	9,10%	15,07%	15,85%	14,70%	-1,15%	17,3%
BIAT	6,71%	5,54%	5,06%	7,57%	2,51%	4,1%
BNA	2,29%	4,46%	7,27%	11,42%	4,15%	70,8%
BT	11,80%	12,61%	16,71%	15,65%	-1,05%	9,9%
STB	8,48%	4,97%	6,87%	6,66%	-0,20%	-7,7%
UBCI	4,70%	8,47%	10,65%	13,75%	3,10%	43,0%
UIB	-	-	-	1,27%	NA	NA

Source : Maxula Bourse

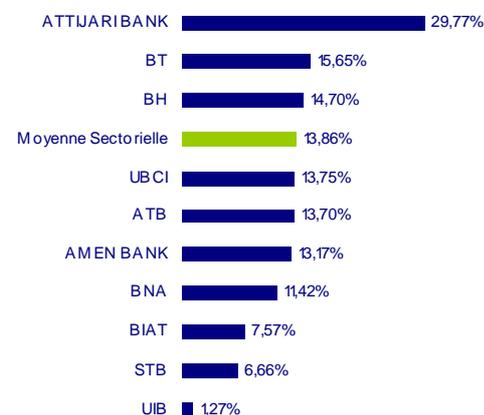
Résultat Net 2008 en (mDT)



Fonds Propres 2008



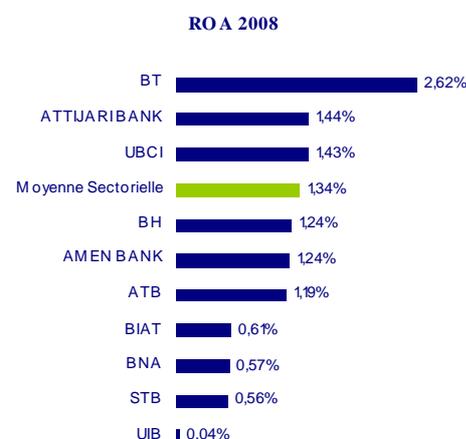
ROE 2008



• Rendement des actifs « ROA »

Sur la période 2005-2008, la rentabilité des actifs de l'ensemble du secteur a suivi la même tendance que celle de la rentabilité des fonds propres : toutes les banques ont enregistré une croissance de leurs ROA, à des degrés différents, à l'exception de la STB qui a connu une baisse annuelle moyenne de son ROA de l'ordre de 12%. En haut du tableau, on retrouve la BNA, la BH et l'Amen Bank avec des croissances annuelles moyennes respectives de leurs ROA de 43,4%, 25,5% et 10,8%.

L'exercice 2008 a été marqué par une hausse du ROA sectoriel, passant de 1,2% en 2007 à 1,34% en 2008, soit une croissance de 14 points de base. La BT affiche le meilleur ROA du secteur (2,62%), suivie par Attijari Bank (1,44%) et l'UBCI (1,43%).



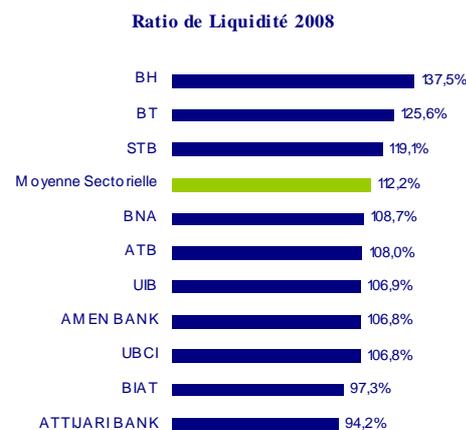
	ROA				Variation	Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008		
BNA	0,19%	0,36%	0,56%	0,57%	0,01%	43,4%
UBCI	0,58%	0,96%	1,16%	1,43%	0,27%	35,2%
BH	0,63%	1,00%	1,30%	1,24%	-0,06%	25,5%
AMEN BANK	0,91%	0,82%	1,05%	1,24%	0,18%	10,8%
BT	1,99%	2,20%	2,91%	2,62%	-0,30%	9,6%
ATB	0,97%	1,02%	0,96%	1,19%	0,23%	7,0%
BIAT	0,52%	0,51%	0,44%	0,61%	0,16%	5,2%
STB	0,82%	0,46%	0,62%	0,56%	-0,06%	-12,0%
ATTJARI BANK	-	-	-	1,44%	NA	NA
UIB	-	-	-	0,04%	NA	NA

Source : Maxula Bourse

• Ratio de la Liquidité

A long terme, les banques doivent être prêtes à faire face à d'éventuels retraits massifs et imprévisibles des dépôts de la clientèle. Le ratio de liquidité, établi en 2001, par la Banque Centrale de Tunisie, permet de porter un jugement quant à la capacité de la banque à générer de la liquidité en temps voulu. Il est défini par le rapport de l'actif réalisable (avoirs en caisse ou auprès d'autres banques) au passif exigible (dépôts de la clientèle et engagements vis-à-vis d'autres établissements). Ce ratio a été fixé pour un minimum réglementaire de 100%.

Courant l'année 2008 le ratio de liquidité sectoriel a connu un léger fléchissement mais reste toujours dans les normes, passant de 115,5% en 2007 à 112,2% en 2008, soit une baisse de 3,3 points de pourcentage. Ce ratio témoigne d'une trésorerie en équilibre, et d'une politique d'allocation des ressources à court terme saine. Néanmoins, deux banques de la place affichent au titre de l'exercice 2008 des ratios de liquidité inférieurs à 100% : Attijari Bank avec 94,2% et la BIAT avec 97,3%. Le reste des établissements sont dans les normes, trois banques ont surperformé la moyenne sectorielle qui est de 112,2%, soient la BH avec un ratio de liquidité de 137,5%, la BT avec 125,6% et la STB avec 119,1%.



Evolution du ratio de liquidité des banques sur la période 2005-2008

	Ratio de Liquidité				Variation (En points de base)	Croissance Moyenne 2005-2008
	2005	2006	2007	2008		
AMEN BANK	104,1%	101,1%	104,7%	106,8%	215	0,88%
ATB	108,2%	106,9%	102,8%	108,0%	521	-0,07%
ATTJARI BANK	102,2%	107,3%	105,1%	94,2%	-1093	-2,69%
BH	144,4%	141,0%	140,5%	137,5%	-301	-1,62%
BIAT	106,8%	108,3%	107,7%	97,3%	-1033	-3,06%
BNA	118,6%	121,0%	107,2%	108,7%	149	-2,85%
BT	130,2%	126,6%	131,2%	125,6%	-553	-1,18%
STB	132,2%	123,7%	120,4%	119,1%	-132	-3,42%
UBCI	116,5%	111,2%	109,0%	106,8%	-216	-2,86%
UIB	102,2%	101,2%	97,3%	106,9%	955	1,49%

Source : Maxula Bourse

- **Suivi des risques et qualité d'actifs**

La qualité des créances bancaires a été toujours un problème structurel dont souffre le secteur bancaire tunisien. Les banques tunisiennes étaient caractérisées par une inadéquation entre l'importance de leurs créances classées et l'insuffisance de provisionnement ce qui ne peut qu'affecter leurs rentabilités, d'où elles étaient accablées par des taux de créances classées élevés qui ne sont pas assez provisionnées et qui ont largement affecté leurs rentabilités. Durant ces dernières années, les banques tunisiennes ont multiplié leurs efforts en matière de provisionnement et de maîtrise de leurs créances douteuses.

Evolution du taux des créances classées sur la période 2005-2008

	Taux des créances classées	
	2007	2008
AMEN BANK	17,6%	14,7%
ATB	12,6%	9,4%
ATTIJARI BANK	17,8%	13%
BH	7,3%	8,3%
BIAT	13,2%	10,8%
BNA	13,6%	11,9%
BT	5,6%	6,8%
STB	26,5%	23,1%
UBCI	10,8%	9,32%
UIB	45%	34%
Moyenne Sectorielle	13,8%	11,9%

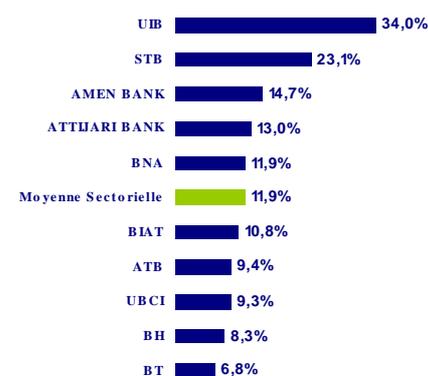
Source : Maxula Bourse

Le **taux sectoriel des créances classées** est passé de 13,8% en 2007 à 11,5% en 2008. Cette amélioration est attribuée aux efforts déployés par les banques tunisiennes mais à des niveaux différents. Les banques publiques sont parvenues à améliorer leurs taux de créances classées de 14,1% en 2007 à 13,2% en 2008. La BH est la première banque publique en termes de maîtrise de ses créances classées avec un taux de 8,3%, alors que la BNA a vu sa situation largement s'améliorer avec un taux de 11,9% d'actifs accrochés. La STB, revient de loin mais reste toujours à la traîne, se classant avant dernière avec un taux de créances classées de 23,1%.

Les banques privées ont aussi nettement amélioré leur situation en matière de recouvrement des crédits non performants. En effet, le taux des actifs accrochés a nettement baissé en passant de 13,8% en 2007 à 11,5% en 2008. Ces progrès attestent de l'effort considérable consenti par toutes les banques afin de réduire leurs créances accrochées. Il est à noter que la BT présente le niveau de créances accrochées le plus faible du secteur (6,8%), suivie de la BH avec un taux de créances classées de 8,3%. Rappelons que la BCT a fixé ce taux à un seuil maximal de 12% à l'horizon de 2011.

Notons que plusieurs banques ont créé des filiales spécialisées dans le recouvrement, dont le rôle est de racheter les créances improductives moyennant un rabais, puis de gérer le risque de défaut de paiement. Cependant, ce risque reste supporté par les banques puisque ces dernières détiennent une participation majoritaire dans le capital de ces sociétés de recouvrement. A titre d'exemple, la STB détient 90% du capital de la Société Tunisienne de Recouvrement des Créances (STRC).

Taux des créances classées 2008



Taux des créances classées des banques publiques

2008	
BH	8,3%
BNA	11,9%
STB	23,1%
Moyenne Sectorielle	13,2%

Taux des créances classées des banques privées

2008	
AMEN BANK	14,7%
ATB	9,4%
ATTIJARI BANK	13,0%
BIAT	10,8%
BT	6,8%
UBCI	9,32%
UIB	34,0%
Moyenne Sectorielle	11,5%

Source : Maxula Bourse

Quant au **niveau de provisionnement** des banques tunisiennes, le taux sectoriel a accusé une légère baisse en passant de 68,69% en 2007 à 67% en 2008.

Evolution du taux de provisionnement sur la période 2005-2008

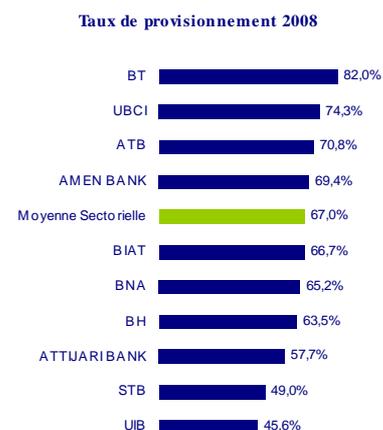
	Taux de provisionnement	
	2007	2008
AMEN BANK	59,1%	69,4%
ATB	67,4%	70,8%
ATTIJARI BANK	45,9%	51,3%
BH	72,3%	63,5%
BIAT	64,9%	66,7%
BNA	53,2%	65,2%
BT	93,8%	82,0%
STB	48,1%	49,0%
UBCI	74%	74,3%
UIB	45,2%	45,6%
Moyenne Sectorielle	68%	67%

Source : Maxula Bourse

Les banques publiques sont parvenues à provisionner leurs créances classées à hauteur de 59,7%, devant un taux plus élevé, se rapprochant de la norme de 70%, soit un taux de provisionnement de l'ordre de 69% pour les banques privées.

Taux de provisionnement des banques publiques	
2008	
BH	63,5%
BNA	65,2%
STB	49,0%
Moyenne Sectorielle	59,7%

Source : Maxula Bourse



Taux de provisionnement des banques privées	
2008	
AMEN BANK	69,4%
ATB	70,8%
ATTIJARI BANK	57,7%
BIAT	66,7%
BT	82,0%
UBCI	74,3%
UIB	45,6%
Moyenne Sectorielle	69%

Source : Maxula Bourse

Les autorités monétaires se sont fixées l'objectif de porter ce taux de provisionnement à 70% d'ici 2009. La BT, l'UBCI et l'ATB ont déjà réussi à atteindre cet objectif alors que, l'UIB et la STB sont encore loin de cet objectif.

• Ratio de Solvabilité

Le ratio Cooke ou ratio de solvabilité bancaire, fixe une limite à l'encours pondéré des prêts accordés par un établissement financier en fonction de ses capitaux propres. Le niveau d'engagement des banques est ainsi limité par leur propre solidité financière. Dans le cadre des banques tunisiennes, ce ratio commence à prendre de l'ampleur et la moyenne sectorielle a accusé un net accroissement, passant de 11,8% en 2007, à 13% en 2008, respectant ainsi la norme de 8%. La BT se trouve à la tête du classement avec un ratio de solvabilité très confortable, dépassant les 22%, suivie de la BIAT, et puis l'Amen Bank, avec des ratios respectifs de 13,7% et 12,6%. Attijaribank est encore loin du respect de la norme de 8%, avec un ratio de solvabilité de 6,8%.

	Ratio de Solvabilité	
	2007	2008
AMEN BANK	11,6%	12,6%
ATB	9,6%	11,0%
ATTIJARI BANK	4,8%	6,8%
BH	11,4%	10,4%
BIAT	14,0%	13,7%
BNA	9,0%	8,2%
BT	19,9%	22,1%
STB	9,8%	9,3%
UBCI	10,71%	10,95%
UIB	-1,4%	8,6%
Moyenne Sectorielle	11,8%	13,0%

Source : Maxula Bourse

Classement des banques selon le principe de la valeur économique ajoutée « EVA »

A ce niveau, les banques étudiées sont classées selon leur capacité à créer de la valeur. La mesure de l'EVA nous indique qu'il faut maximiser le résultat économique et minimiser le coût du capital pour qu'il y ait création de valeur.

EVA (en mDT)												
	2005			2006			2007			2008		
1	BT	-2 710	1	BH	15 616	1	BT	14 179	1	ATTIJARI BANK	22 527	
2	BH	-2 874	2	BT	-425	2	BH	9 829	2	BT	11 179	
3	ATB	-3 551	3	ATB	-1 115	3	ATB	1 467	3	BH	6 748	
4	AMEN BANK	-7 781	4	UBCI	-6 708	4	UBCI	-3 570	4	AMEN BANK	2 065	
5	UBCI	-11 546	5	AMEN BANK	-8 956	5	AMEN BANK	-5 551	5	UBCI	1 693	
6	BIAT	-17 492	6	UIB	-21 179	6	ATTIJARI BANK	-21 275	6	ATB	1 164	
7	UIB	-21 156	7	BIAT	-27 482	7	BNA	-22 940	7	UIB	-7 770	
8	STB	-21 424	8	BNA	-30 216	8	STB	-26 468	8	BNA	-21 222	
9	ATTIJARI BANK	-24 618	9	STB	-34 486	9	BIAT	-32 705	9	BIAT	-23 507	
10	BNA	-39 468	10	ATTIJARI BANK	-187 537	10	UIB	-177 365	10	STB	-27 319	

Source : Maxula Bourse

Le classement des banques selon le critère de l'EVA sur la période 2005-2008, atteste d'une nette amélioration. En effet, seulement quatre banques dégagent des EVA négatives, dont deux banques publiques (STB et BNA) et les deux autres privées (BIAT et UIB). Attijari Bank est à la tête du tableau avec une EVA positive de 22 527 mDT suivie par la BT (11 179mDT) et la BH (6748). Attijari Bank, a pris ces dernières années un virage commercial assez agressif se manifestant par l'extension du réseau d'agences et la croissance des crédits à la clientèle. Les résultats de cette politique se sont répercutés sur les bénéfices de la banque qui se sont accrus d'une manière spectaculaire, mais au détriment de ses ratios prudentiels, qui restent à la traîne et ne suivent pas la croissance des bénéfices, d'où une EVA superficiellement gonflée.

L'arbre ne doit pas cacher la forêt

Les banques tunisiennes ont réalisé avec succès une partie importante de leurs plans de restructuration comme l'atteste la remarquable amélioration de tous les paramètres (consolidation des fonds propres, respect des ratios prudentiels, maîtrise des charges, amélioration de la rentabilité...), mais la concurrence demeure rude et acharnée. Les banques tunisiennes risquent de se trouver dans l'obligation de compresser leurs marges d'intérêts et de réduire leurs commissions. Le tableau ci-après, traduisant le ratio Intérêts perçus/Intérêts encourus, atteste que seulement quelques banques ont pris conscience de cet enjeu et ont commencé à réduire leurs marges d'intérêts en faveur de leurs clients. Pour les autres, la compression de ce ratio est une issue inévitable dans un contexte aussi concurrentiel.

	Intérêts perçus/Intérêts encourus					
	2005	2006	2007	2008	Variation	Croissance Moyenne 2005-2008
AMEN BANK	170,2%	158,9%	162,2%	155,6%	-6,6%	-2,9%
ATB	131,7%	124,3%	131,4%	137,6%	6,2%	1,5%
ATTIJARI BANK	162,7%	163,3%	165,3%	174,5%	9,2%	2,4%
BH	192,4%	194,6%	204,7%	208,7%	4,0%	2,7%
BIAT	200,0%	216,7%	216,2%	217,9%	1,7%	2,9%
BNA	179,7%	182,8%	176,5%	177,3%	0,8%	-0,4%
BT	224,3%	246,3%	239,8%	226,0%	-13,9%	0,2%
STB	161,3%	186,4%	198,3%	196,7%	-1,6%	6,8%
UBCI	262,3%	238,9%	216,7%	216,6%	-0,1%	-6,2%
UIB	200,2%	181,5%	171,9%	195,4%	23,4%	-0,8%

Au bout de quelques années, il y aurait nécessairement un ralentissement dans la croissance du PNB, corrélé à une croissance soutenue des dotations aux provisions et un renforcement des charges de gestion conjointement aux extensions des réseaux d'agences. Le résultat net des banques serait sans doute affecté, se traduisant pas un ralentissement ou une stagnation de la croissance ; eu égard à l'inconfort de la situation, les banques seraient contraintes de s'exposer à un risque de crédit plus élevé afin de protéger leurs parts de marché.

Le développement logique consisterait alors en une rationalisation du nombre et de la taille des institutions bancaires à travers notamment des opérations de fusions. Ces opérations doteront les banques tunisiennes de la taille et du poids nécessaires à l'accès aux marchés limitrophes, à fort potentiel de croissance et à pouvoir concurrencer dans certains créneaux les autres banques.

EVALUATION ET RECOMMANDATION

Les banques tunisiennes se sont lancées depuis plusieurs années dans des programmes de restructuration visant à consolider leurs fondamentaux et à booster leurs rentabilités afin de se rapprocher des normes internationales. Malgré cela, le secteur est encore en phase de mutation, et certaines banques n'ont pas encore retrouvé leur équilibre. Au vu de ce qui précède et de l'incertitude qui l'accompagne, il est recommandé de construire un portefeuille composé de la totalité des valeurs bancaires. La pondération de chaque valeur au sein du portefeuille devrait tenir compte de deux paramètres : du score qui sera accordé à chaque banque à l'issue d'une grille de « scoring » basée sur quatre volets : l'efficacité opérationnelle, la solidité financière, la valorisation et le commercial. On tiendra aussi compte de la valorisation des titres, tels qu'ils ressortent dans le modèle *J.P. Morgan*.

A- Scoring des Banques

Le principe du Scoring est d'accorder à chaque banque une note, en tenant compte de ses performances. Ces dernières sont évaluées sur la base de quatre critères, à savoir : l'activité opérationnelle, la solidité financière, la valorisation et le commercial.

✓ 1^{er} critère : L'activité opérationnelle

Concernant l'activité opérationnelle, quatre critères seront pris en considération, à savoir, la croissance du PNB, l'amélioration du coefficient d'exploitation (ce qui traduit le degré de maîtrise des charges par la banque), l'amélioration du taux de provisionnement et la consolidation des fonds propres.

Le Scoring des banques tunisiennes selon ce critère fait ressortir le classement suivant :

Croissance du PNB			Maîtrise des charges			Amélioration du taux de provisionnement			Amélioration du Ratio Cooke		
	2008	Score		2008	Score		2008	Score		2008	Score
UIB	32,2%	10	UIB	-11,9%	10	ATTIJARI BANK	11,8%	10,0	UIB	10,0%	10
ATTIJARI BANK	22,7%	7,0	ATTIJARI BANK	-6,9%	5,8	AMEN BANK	10,3%	8,7	BT	2,2%	2,2
ATB	16,4%	5,1	AMEN BANK	-5,2%	4,4	ATB	8,1%	6,8	ATTIJARI BANK	2,0%	2,0
BIAT	14,0%	4,3	BIAT	-4,8%	4,0	BNA	4,2%	3,6	ATB	1,4%	1,4
BNA	13,8%	4,3	UBCI	-3,9%	3,3	BIAT	1,8%	1,5	AMEN BANK	1,0%	1,0
AMEN BANK	13,7%	4,3	BNA	-2,8%	2,3	BT	0,9%	0,7	UBCI	0,2%	0,2
UBCI	13,6%	4,2	BH	-1,8%	1,5	STB	0,9%	0,8	BIAT	-0,3%	-0,3
BH	10,8%	3,4	ATB	-1,6%	1,3	UBCI	0,9%	0,8	STB	-0,5%	-0,5
BT	8,6%	2,7	BT	-0,7%	0,6	UIB	0,4%	0,3	BNA	-0,8%	-0,8
STB	6,5%	2,0	STB	0,3%	-0,3	BH	-8,8%	-7,3	BH	-0,9%	-0,9

✓ 2^{ème} critère : Solidité Financière

En matière d'évaluation d'un établissement financier, la solidité financière demeure un des principaux critères. C'est pour cela que les variables prises en considération se recrutent principalement parmi les ratios prudentiels : le taux de provisionnement, le taux des créances classées et le ratio Cooke.

L'évaluation selon ce critère fait ressortir le classement suivant :

Taux de provisionnement

	2008	Score
BT	82%	10
UBCI	74,3%	9,1
ATB	70,8%	8,6
AMEN BANK	69,4%	8,5
BNA	65,2%	8,0
BIAT	66,70%	7,9
BH	63,5%	7,7
ATTIJARI BANK	51,3%	6,3
STB	49,0%	6,0
UIB	45,6%	5,6

Ratio Cooke

	2008	Score
BT	22,1%	10
BIAT	13,7%	6,2
AMEN BANK	12,6%	5,7
ATB	11,0%	5,0
UBCI	11,0%	5,0
BH	10,4%	4,7
STB	9,3%	4,2
UIB	8,6%	3,9
BNA	8,2%	3,7
ATTIJARI BANK	6,8%	3,1

Taux des créances classées

	2008	Score
BT	6,8%	10,0
BH	8,3%	8,2
UBCI	9,32%	7,6
ATB	9,4%	7,3
BIAT	10,8%	6,3
BNA	11,9%	5,7
ATTIJARI BANK	13,0%	5,2
AMEN BANK	14,7%	4,6
STB	23,1%	2,9
UIB	34,0%	2,0

✓ 3^{ème} critère : Valorisation

Le critère de valorisation est principalement basé sur les comparables (PER et PBK), de plus que l'EVA et le ROE. Cependant, et afin de donner une image plus concrète et réaliste de chaque banque, les ratios ont été ajusté en fonction du respect des normes prudentielles.

PER ajusté

	2008	Score
BNA	5,94	10
AMEN BANK	8,36	7,1
BT	7,63	7,8
BH	10,14	5,9
STB	11,90	5,0
ATB	13,91	4,3
UBCI	17,99	3,3
ATTIJARI BANK	16,06	3,7
BIAT	25,59	2,3
UIB	462,57	0,0

ROE ajusté

	2008	Score
BT	61,0%	10
ATTIJARI BANK	20,9%	3,4
UBCI	20,0%	3,3
AMEN BANK	18,2%	3,0
ATB	16,1%	2,6
BH	14,6%	2,4
BIAT	12,4%	2,0
BNA	6,7%	1,1
STB	5,4%	0,9
UIB	0,4%	0,1

PBK ajusté

	2008	Score
BNA	0,4	10
STB	0,6	6,2
BH	1,5	2,7
AMEN BANK	1,5	2,6
UIB	2,0	2,0
ATB	2,2	1,8
BIAT	3,2	1,3
ATTIJARI BANK	3,4	1,2
UBCI	3,6	1,1
BT	4,6	0,9

EVA ajustée

	2008	Score
BT	193 233	10
AMEN BANK	18 585	1,0
UBCI	12 640	0,7
ATTIJARI BANK	11 065	0,6
ATB	10 806	0,6
BH	8 016	0,4
BIAT	-1 905	-0,1
UIB	-18 782	-1,0
BNA	-28 030	-1,5
STB	-35 614	-1,8

✓ 4^{ème} critère : Commercial

L'aspect commercial se résume en l'activité des agences à octroyer des crédits et à collecter des dépôts, de même que la capacité de la banque à étendre son réseau d'agences.

Croissance du nombre d'agences

	2008	Score
ATTIJARI BANK	33	10
ATB	13	3,9
UIB	11	3,3
BIAT	10	3,0
UBCI	6	1,8
BNA	2	0,6
BH	1	0,3
BT	1	0,3
AMEN BANK	0	0,0
STB	0	0,0

Croissance des crédits/agence

	2008	Score
AMEN BANK	17,3%	10
STB	16,5%	9,6
BNA	15,5%	9,0
UIB	14,4%	8,3
BH	11,1%	6,4
UBCI	8,9%	5,2
ATB	8,7%	5,0
BT	2,9%	1,7
BIAT	0,2%	0,1
ATTIJARI BANK	-12,2%	-7,0

Croissance des dépôts/agence

	2008	Score
BT	19,8%	10
AMEN BANK	18,1%	9,1
UBCI	15,7%	7,9
BNA	13,9%	7,0
STB	11,1%	5,6
BIAT	7,8%	3,9
BH	7,4%	3,7
UIB	-2,0%	-1,0
ATB	-3,0%	-1,5
ATTIJARI BANK	-5,5%	-2,8

Part de marché des crédits

	2008	Score
BNA	17,5%	10
STB	17,2%	9,8
BH	13,3%	7,6
BIAT	11,5%	6,6
AMEN BANK	9,0%	5,2
ATTIJARI BANK	7,6%	4,3
BT	6,7%	3,8
UIB	6,5%	3,7
ATB	5,8%	3,3
UBCI	4,8%	2,7

Part de marché des dépôts

	2008	Score
BIAT	17,3%	10
BNA	15,0%	8,7
STB	14,4%	8,3
BH	9,5%	5,5
ATB	9,1%	5,3
AMEN BANK	8,8%	5,1
ATTIJARI BANK	8,7%	5,0
UIB	6,4%	3,7
BT	6,2%	3,6
UBCI	4,7%	2,7

Un classement par critère est donné ci-après:

Activité Opérationnelle	Score	Solidité Financière	Score	Valorisation	Score	Commercial	Score
UIB	30,3	BT	30,0	BNA	21,1	BNA	35,3
ATTIJARI BANK	24,9	UBCI	20,0	BT	18,6	STB	33,3
AMEN BANK	18,4	ATB	19,4	AMEN BANK	12,7	AMEN BANK	29,4
ATB	14,6	BH	19,4	STB	12,1	BIAT	23,7
BIAT	9,6	BIAT	19,3	BH	10,9	BH	23,6
BNA	9,4	AMEN BANK	17,4	ATTIJARI BANK	8,2	UBCI	20,4
UBCI	8,5	BNA	16,2	UBCI	7,8	BT	19,4
BT	6,4	ATTIJARI BANK	14,2	ATB	7,8	UIB	18,1
STB	2,7	STB	12,1	BIAT	5,6	ATB	16,0
BH	-3,5	UIB	10,5	UIB	2,1	ATTIJARI BANK	9,5

- § Selon le critère « Activité Opérationnelle », l'UIB se trouve à la tête du classement avec un score de 30,3 points sur 40. En effet, l'UIB a entamé depuis 2006 un plan de restructuration bien cadré qui a commencé à donner ses effets positifs à partir de l'exercice 2008. Il est de ce fait logique de retrouver l'UIB à la tête du secteur en termes de variation et d'amélioration de ses indicateurs de gestion (Croissance de son PNB de plus de 32%, baisse de son coefficient d'exploitation de 11,5 points de pourcentage...). En bas du tableau se trouve la BH, il faut cependant se rappeler que le critère concerné ne juge que de la croissance marginale. Il est évident de trouver la BH la banque qui améliore le moins ses ratios du fait qu'elle est d'ores et déjà parmi les banques qui présentent les meilleures performances du secteur.
- § Le critère « Solidité Financière » fait ressortir la BT à la tête du secteur bancaire : La BT demeure incontournableement la banque qui possède les meilleurs ratios prudentiels du secteur. Alors que l'UIB faisant encore peu de cas prudentiels se retrouve au bas du tableau, est ceci malgré les efforts réalisés en terme d'activité et de consolidation des fondamentaux.
- § Le critère valorisation permet de dire que la BNA est la banque la moins chère du secteur avec un des plus faibles multiples des bénéfices et multiples des capitaux propres ajustés. Elle devrait viser dans l'avenir la croissance de ses bénéfices si elle souhaite créer de la valeur pour ses actionnaires. De point de vue valorisation, l'UIB se trouve de nouveau en bas du tableau.
- § Sur le plan commercial, c'est la BNA qui occupe la première place et confirme par la même son attachement à se maintenir à un niveau élevé dans le financement de l'économie nationale. Concernant Attijari Bank et d'un de vue purement commercial, l'année 2008 n'a pas été la meilleure, bien qu'elle soit la première en termes d'ouverture de nouvelles agences, la croissance des crédits et des dépôts par agence semblent en recul, et c'est de ce côté que la banque devra diriger ses efforts si elle souhaite occuper dans les années à venir une place de choix au sein du paysage bancaire tunisien.

Par ailleurs, il faut se rappeler que les quatre critères pris en considération dans l'établissement de la grille de scoring n'ont pas le même poids ni la même importance pour un investisseur boursier qui recherche des valeurs solides avec des prix abordables. A cet effet, une pondération de 40% a été affectée aux deux critères les plus importants à savoir, la solidité financière et la valorisation. Pour les deux autres critères, l'activité opérationnelle et le commercial, une pondération de 10% pour chacun leurs ont été affectée. En effet, afin qu'un investisseur boursier puisse porter un jugement adéquat, il y lieu d'observer de près la qualité des fondamentaux d'une banque donnée et donc de sa solidité financière, ainsi que de s'attarder sur le prix à payer pour détenir la valeur dans son portefeuille.

Tableau récapitulatif

Coefficient		AMEN BANK	ATB	ATTIJARI BANK	BH	BIAT	BNA	BT	STB	UBCI	UIB
10%	Activité Opérationnelle	18,4	14,6	24,9	-3,5	9,6	9,4	6,4	2,7	8,5	30,3
40%	Solidité Financière	17,4	19,4	14,2	19,4	19,3	16,2	30,0	12,1	20,0	10,5
40%	Valorisation	12,7	7,8	8,2	10,9	5,6	21,1	18,6	12,1	7,8	2,1
10%	Commercial	29,4	16,0	9,5	23,6	23,7	35,3	19,4	33,3	20,4	18,1
TOTAL		16,8	14,0	12,4	14,1	13,3	19,4	22,0	13,3	14,0	9,9

Classement des banques tunisiennes selon le Scoring en 2008

	Score
BT	22,0
BNA	19,4
AMEN BANK	16,8
BH	14,1
UBCI	14,0
ATB	14,0
BIAT	13,3
STB	13,3
ATTIJARI BANK	12,4
UIB	9,9
Moyenne	14,9

Un premier groupe comprend les banques qui ont de bons fondamentaux et une croissance saine et équilibrée (BT, BNA, AMEN BANK, BH, UBCI et ATB), qui ont fait preuve de leurs dernières années d'une nette progression suite à l'intensification de leurs efforts : à la tête se trouvent la BT et la BNA. La BNA est en effet sur la bonne route et atteste d'une nette amélioration de ses fondamentaux, ses perspectives de croissance futures sont prometteuses conformément à son business plan et sa croissance de long terme est saine et équilibrée avec une valorisation très attrayante. La BT est par ailleurs la banque la plus solide du secteur.

Un second groupe comprend la BIAT et la STB, ayant pour caractéristiques communes leurs poids prépondérants dans le paysage bancaire tunisien, mais aussi leur faible maîtrise des charges, leurs faibles niveaux de rentabilité, ainsi que le non respect de certains ratios réglementaires.

Le troisième groupe comprend les deux banques dont le programme de restructuration après leurs privatisations n'a commencé à donner ses résultats que cette année, à savoir Attijari Bank et l'UIB.

B-Valorisation selon le modèle J.P Morgan

La théorie financière stipule que pour un rendement des fonds propres égal au rendement exigé par les actionnaires, l'EVA est nulle, et le prix de l'action peut être défini comme étant l'actualisation à l'infini des bénéfices ($\text{cours} = \text{BPA} / k$). Le PER n'est donc que l'inverse du taux de rendement exigé ($\text{PER} = 1/k$). Le taux de rendement exigé de 13% est obtenu à partir du MEDAF. Pour ce taux, nous estimons un PER, à l'équilibre pour les banques tunisiennes, aux alentours de 10 fois.

La priorité du moment est donc de converger vers une rentabilité satisfaisante traduite par une croissance génératrice de valeur, afin de redonner aux banques tunisiennes une plus grande attractivité au niveau boursier. Dans ce sens, une réadaptation du modèle JP Morgan est envisagée. Ce modèle stipule que lors de l'évaluation d'un établissement financier, on prend en considération non seulement sa valeur opérationnelle, mais on évalue également son potentiel lié à une restructuration, c'est-à-dire un changement des orientations stratégiques ou un événement extérieur comme une fusion et/ou une privatisation. Utilisant des modèles de prévisions, la banque JP Morgan, a développé des outils quantitatifs destinés à assister les investisseurs dans l'analyse et le pilotage de la performance attendue de leur portefeuille, basée sur des scénarios d'allocation d'actif. Ces scénarios aident à maximiser la probabilité que le prix incorpore une prime de restructuration et/ou fusion, privatisation.

En ce qui concerne le secteur financier tunisien, des raisons portent à croire que les prix de certaines banques incorporent déjà une prime liée au potentiel de restructurations futures. La méthodologie consistera donc à déterminer en premier lieu les besoins en fonds propres et en croissance des bénéfices afin de permettre une rémunération adéquate des actionnaires et de dériver par la suite un cours théorique de chacune des valeurs.

Valeur	Bénéfice Net/ EVA=0 (mDT)	BPA ajusté (DT)	PER d'équilibre	Cours théorique (DT)	Cours au 27-07-2008 (DT)	Pourcentage de la prime/ de l'escompte dans le cours de l'action (1)	Excès/Besoin en bénéfices pour EVA=0 (%) (2)	Pourcentage de la prime/ de l'escompte TOTAL (1-2)
AMEN BANK	38 895	4,58	10	45,76	39,1	-17,0%	3,0%	-20%
ATB	34 980	0,44	10	4,37	6,6	50,9%	6,7%	44%
ATTIJARI BANK	36 957	0,96	10	9,61	18	87,3%	9,4%	78%
BH	46 942	2,61	10	26,08	27,6	5,8%	13,1%	-7%
BIAT	73 736	3,74	10	37,40	48,4	29,4%	-118,5%	148%
BNA	57 224	1,59	10	15,87	9	-76%	-80,2%	4%
BT	51 248	6,83	10	68,33	90	31,7%	18,4%	13%
STB	98 674	1,91	10	19,13	10,8	-77%	-206,1%	129%
UBCI	22 438	2,24	10	22,44	46,1	105,5%	7,1%	98%
UIB	14 148	0,71	10	7,05	15,7	122,7%	-1442,9%	1566%

C -Recommandation

Le portefeuille recommandé par Maxula Bourse est le suivant :

Valeurs	Pondération
BT	20%
BNA	20%
AMEN BANK	15%
BH	10%
ATB	10%
UBCI	5%
BIAT	5%
STB	5%
ATTIJARI BANK	5%
UIB	5%

✓ LA BANQUE DE TUNISIE (BT) : 20% du portefeuille

De point de vue solidité financière, la **BT** est la première banque de la place, avec des fondamentaux très solides lui permettant de faire face à toutes les situations futures. Cependant, derrière cette solidité financière se cache un point faible de la BT à savoir le fait qu'elle soit une banque surcapitalisée et qui manque d'agressivité au niveau de ses activités commerciales. Les parts de marché des dépôts de la clientèle et des crédits accordés comptent parmi les plus faibles du secteur. La BT doit compter sur sa solidité financière afin de grignoter des parts de marché. L'évaluation de la BT suggère que la banque devrait accroître ses bénéfices de 13% afin de justifier son cours actuel, ce qui n'est pas loin d'être réalisé par une banque aussi solide.

✓ LA BANQUE NATIONALE AGRICOLE (BNA) : 20% du portefeuille

La **BNA** fait partie de la catégorie des banques qui ont une croissance équilibrée : les fondamentaux de la banque se sont nettement améliorés au cours de ces dernières années suite aux efforts déployés par la banque dans le développement de son activité. Cependant, la BNA demeure une valeur sous évaluée, du fait que son cours actuel sur le marché incorpore un escompte de 76%. Cependant, une croissance des bénéfices de l'ordre de 80,2% serait nécessaire afin de justifier le cours théorique de la BNA. Cette croissance serait atteinte dans un avenir proche surtout que le management prévoit dans son business plan un résultat net de 91,9MDT d'ici 2013, dépassant de loin le taux de croissance nécessaire pour avoir une EVA nulle.

✓ AMEN BANK : 15% du portefeuille

L'**Amen Bank** compte parmi les banques qui ont connu une évolution spectaculaire de son activité ainsi qu'une nette amélioration de ses fondamentaux. En effet, elle présente des fondamentaux solides, une bonne qualité d'actifs, exception faite du taux de ses créances classées qui se situe à un taux dépassant le seuil de 12%, et une maîtrise des charges remarquable, qui compte parmi les meilleurs du secteur. La valorisation actuelle du titre par le marché incorpore un escompte de plus de 17%, par rapport au cours estimé.

✓ BANQUE DE L'HABITAT (BH) : 10% du portefeuille

Spécialisée dans le financement du secteur immobilier en Tunisie, la **BH** supporte toujours les risques liés au financement de ce genre de secteur, surtout ces derniers temps avec la crise financière dont la source était liée aux crédits immobiliers. Cependant, rappelons que la BH compte parmi les banques les plus solides du secteur avec son respect total des normes prudentielles émises par la BCT, ainsi que son assise financière confortable et ses fondamentaux distingués. Le cours actuel de la valeur BH tient compte de tous les avantages qu'offre cette banque dans un contexte concurrentiel de plus en plus rude, et incorpore une prime de 5,8%. Le titre BH est alors presque correctement évalué.

✓ ARABIAN TUNISIAN BANK (ATB) : 10% du portefeuille

L'**ATB** a fait ses preuves ces dernières années et est parvenue à s'offrir une place de choix dans le paysage bancaire tunisien. Banque à fondamentaux solides et qualité d'actifs respectable, sans oublier la puissance et le soutien que peut lui porter son investisseur stratégique, l'ATB devrait cependant accroître d'avantage ses bénéfices (44%) afin de justifier son cours actuel. Le dynamisme et la motivation de son management ne restera pas sans effet sur les résultats futurs de la banque.

✓ L'UNION BANCAIRE POUR LE COMMERCE ET L'INDUSTRIE (UBCI) : 5% du portefeuille

L'**UBCI** est caractérisée par une très bonne qualité d'actifs, une solidité financière importante et le fort soutien que lui porte son investisseur stratégique. Cependant, l'UBCI présente l'inconvénient d'être une banque relativement chère sur le marché qui se transige à 18,72 fois ses bénéfices pour un PER sectoriel de 11,73 fois. Ainsi, le cours actuel de cette valeur incorpore une prime de 105%, l'UBCI est amené à accroître ses bénéfices de 98% afin de justifier son cours actuel.

✓ SOCIETE TUNISENNE DES BANQUES (STB) : 5% du portefeuille

Bien que la **STB** occupe une place prépondérante dans le paysage bancaire tunisien, elle reste caractérisée par des fondamentaux qui laissent à désirer, affectés par des niveaux importants de créances classées. Cependant, la banque peut présenter des opportunités intéressantes pour les investisseurs de long terme du fait que, d'une part, les opérations de restructuration entreprises depuis quelques années n'ont pas encore donné leurs fruits, et d'autre part, il existe des opportunités potentielles de fusion et d'expansion pour ce type de banques qui font que leurs évaluations peuvent être bonifiées dans le futur. Le cours actuel de la STB incorpore un escompte de 77%, mais la banque devrait conjointement renforcer ses fonds propres et augmenter significativement ses bénéfices (129%) afin de justifier son cours théorique qui est de 19,13DT.

✓ LA BANQUE INTERNATIONALE ARABE DE TUNISIE (BIAT) : 5% du portefeuille

1^{ère} banque privée de la place, la **BIAT** devrait voir sa performance se hisser à de hauts niveaux surtout avec l'instauration du système d'assistance McKinsey, dont les effets vont se répercuter, entre autre sur la maîtrise des charges de la banque. Le cours actuel de cette valeur incorpore déjà cette prime de restructuration reflétant la crédibilité des efforts de consolidation entreprises par cette banque aux yeux des investisseurs ainsi que leur confiance en la réussite de la banque à assurer une meilleure rentabilité dans un avenir proche, à maîtriser d'avantage ses charges et à accroître ses activités de crédits octroyés. Les résultats de la BIAT devraient doubler pour justifier sa valorisation boursière.

✓ ATTIJARI BANK : 5% du portefeuille

Après de longues années d'assainissement et de restructuration, l'exercice 2008 a été pour **Attijari Bank** une année exceptionnelle. La politique de la banque s'est particulièrement basée sur l'aspect commercial avec l'extension de son réseau d'agences et l'adoption d'une politique commerciale assez dynamique, qui domine le paysage bancaire. Cependant, sa stratégie expansionniste au niveau commercial a été réalisée au détriment de la solidité financière de la banque. Attijaribank a vu ses résultats s'accroître au détriment de la consolidation de ses ratios prudentiels. Le problème de sous capitalisation de la banque a fait ressortir un cours théorique qui s'éloigne du cours actuel de la valeur Attijari Bank. Le marché boursier semble croire déjà en l'effort de restructuration entreprises par la banque et lui accorde une prime conséquente. Attijaribank devrait renforcer ses fonds propres et conjointement accroître ses bénéfices de 78% afin de justifier le cours actuel.

✓ **UNION INTERNATIONALE DES BANQUES (UIB) : 5% du portefeuille**

L'UIB, après une phase alarmante marquée par des comptes non certifiés par l'un des commissaires aux comptes en 2006, des fondamentaux en nette dégradation, des indicateurs de gestion préoccupants et des ratios réglementaires loin d'être respectés, les états financiers se rapportant à l'exercice 2008 de l'UIB font apparaître les premiers rayons de soleil, avec un premier résultat net positif, depuis plusieurs années de déficit. L'UIB traverse la dernière phase de son plan de restructuration, les chiffres du business plan s'annoncent très optimistes et les perspectives sont prometteuses. Ainsi, la consolidation et l'assainissement du bilan de la banque, a retenu l'intérêt des investisseurs. Le cours actuel de l'action UIB incorpore une prime de 122,7%. Cependant, la banque a besoin de renforcer ses fonds propres et d'accroître ses résultats nets au niveau de 15 000 mDT afin de justifier sa valorisation boursière.

RECHERCHE ACTION

COMPTE DE RESULTAT

En mDT	2007	2008	Variation
Résultat technique	11 526	40 299	249,64%
Affaires non-vie	11 701	39 505	237,61%
Affaires vie	-175	794	-553,30%
Solde gestion financière	1 177	7 726	556,26%
Solde gestion générale	243	-243	-200,17%
Résultat des activités ordinaires	12 946	47 782	269,07%
impôt sur le résultat	-7 050	-15 221	115,88%
Résultat net de l'exercice	5 895	32 560	452,28%

RATIOS DE RENTABILITE

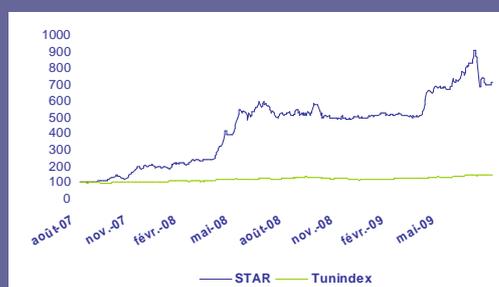
EN MDT	2007	2008
ROE	18,97%	16,64%
Fonds Propres	31 070	195 631
ROA	1,22%	4,91%
total actif	484 732	662 971

RATIOS DE VALORISATION

	2008
BPA (2008)	14,11
PER	9,18
FP Par Action (2008)	84,77
PBK	1,53
PER opérationnel	7,42
ANR par action	80,05

ANR : Actif Net Réévalué

Evolution du cours STAR//TUNINDEX



RECOMMANDATIONS

Malgré la qualité de sa croissance opérationnelle, la valorisation boursière de la STAR reste à un niveau relativement bas en termes de multiple du résultat net (9,18x).

Nous revoyons à la hausse notre valorisation à 133,5DT, valorisation destinée aux investisseurs particuliers. Nous soutenons une opinion de conserver le titre qui demeure attractif au vue de ses fondamentaux.

ANALYSE VALEUR	STAR
SECTEUR	ASSURANCE
COURS (05/08/2009)	129,50DT
OBJECTIFS DE COURS	133,5 DT

Résultats 2008 : globalement en ligne sur le volet technique et bonne surprise sur le dividende

INVESTMENT HIGHLIGHTS

La STAR a reconstruit sa solidité bilancielle :

- Sa restructuration achevée, la STAR retrouve des marges de manœuvres financières importantes depuis l'année 2007 et pourrait, grâce à l'absorption totale des insuffisances, des plus-values latentes élevées qu'elle détient, réaliser une croissance impressionnante des profits.

L'année 2008 a été fructueuse en matière de performance globale :

- Le résultat technique à 40,299 MDT est en très forte hausse soit une croissance de 249% par rapport à 2007, marqué essentiellement par une baisse remarquable de la charge de sinistres. Le ratio de sinistres à primes passe ainsi de 81,7% en 2007 à 72,4% en 2008.
- Le résultat financier est en nette progression, traduisant ainsi une politique d'investissement efficiente. L'assiette d'actifs placés a significativement augmentée en 2008, allant de 379 MDT à 551MDT, montant issu des fonds injectés par l'augmentation de capital réalisée en 2008. Le retour sur investissement des 132MDT n'est compté que sur deux moi et demi.
- La compagnie a vu ainsi son exposition aux marchés des actions diluée, sans réalisations de plus-values où la part est passée de 19% à 15% du total des placements. En effet, la STAR reste sur des positions court terme relativement large (75%). Il faut aussi rappeler que le taux de représentation a nettement progressé de 97,05% en 2007 à 140% en 2008. La STAR bénéficie désormais d'un coussin de sécurité lui permettant de prendre plus de risque sur des placements à hauts rendements et doper ainsi la rentabilité.
- L'environnement financier est toujours volatil en 2009, aussi bien sur les marchés des actions que de taux, laissant présager un rendement moyen toujours sous pression pour les placements de la compagnie.
- Le versement d'un dividende exceptionnel de 19,300DT par action, témoigne d'une liquidité confortable. La marge de solvabilité réglementaire est très largement dépassée pour un montant de 155,9MDT.

Des perspectives 2009 très prometteuse :

- Le management du groupe est revenu brièvement lors de sa dernière présentation sur les perspectives 2009, évoquant un environnement technique favorable au premier semestre 2009 avec néanmoins un cycle de sinistralité en légère hausse, confirmées par les publications intermédiaires. La compagnie anticipe le maintien d'un même niveau du parc auto et un rendement des placements en hausse puisque les fonds apportés par Groupama bénéficieront d'une année pleine.

Profil

La STAR leader incontesté du secteur avec une part de marché d'environ 26%, est depuis 1958, la principale compagnie d'assurance tunisienne. Elle est habilitée à intervenir dans les différentes branches du secteur des assurances et offre, des services couvrant l'assurance automobile, maladie, transport, incendie ainsi que divers autres risques. Elle propose également des formules d'assurance vie, branche encore très peu investie. Son capital social est de 23,076 MDT, détenu à raison de 38,64% par l'Etat tunisien. Ce dernier a réduit sa participation à l'occasion de l'opération de privatisation entamée en 2008 et qui a permis à Groupama, nouveau partenaire stratégique d'acquérir une participation de 35%. Le solde du capital étant réparti entre sociétés tunisiennes privées, sociétés étrangères et autres personnes physiques.

Consciente des insuffisances passées en matière de respect des règles prudentielles, la STAR s'est lancée, depuis 2004, dans un plan d'assainissement (2004-2009). Ce plan a visé essentiellement l'absorption de l'insuffisance des provisions techniques, le renforcement des fonds propres et de là l'amélioration des ratios prudentiels. Pari gagné, il n'y a plus lieu de parler d'insuffisances puisque le déficit a été totalement résorbé en 2007. La STAR ayant achevée sa privatisation, l'amélioration de la solvabilité par la consolidation de ses fonds propres est aujourd'hui palpable.

Stratégie : la gestion actifs-passifs

Actionnaires	Nbre d'action	%
GROUPAMA SA	807 693	35,00%
Etat Tunisien et Entreprises Publiques	891 760	38%
Autres actionnaires	608 240	27%
Total	2 307 693	100%

Le défi de la STAR se concentre essentiellement sur la recherche de politiques d'investissement optimales tenant compte simultanément des engagements d'assurance et des opportunités des marchés financiers car elle se doit de répondre à la fois aux contraintes de solvabilité et à la demande des assurés en termes de compétitivité des produits. La compagnie se trouve obligée d'ajuster continuellement la durée de ses actifs afin et de les adapter à celle de ses passifs et par conséquent sécuriser les paiements futurs pour les souscripteurs de polices. Parallèlement, elle se doit de trouver le juste équilibre entre le risque et le retour sur les fonds propres et de garantir la disponibilité des liquidités. C'est la clef de la gestion actifs-passifs. L'équilibre se doit d'être maintenu entre les ressources et les emplois au regard des risques pris par la compagnie sous contrainte d'un niveau de rentabilité. Le revers de la médaille est qu'une forte rentabilité financière risque de conduire à une sous-estimation du risque. La société peut accepter une forte entrée de primes, pas forcément en rapport avec le risque, en espérant que les produits financiers compenseront la perte technique éventuelle.

A cet effet, l'analyse financière de la STAR doit porter sur deux principaux volets à savoir le volet technique et le volet financier dont l'adéquation permettra un équilibre assuré pour la STAR.

Rentabilité

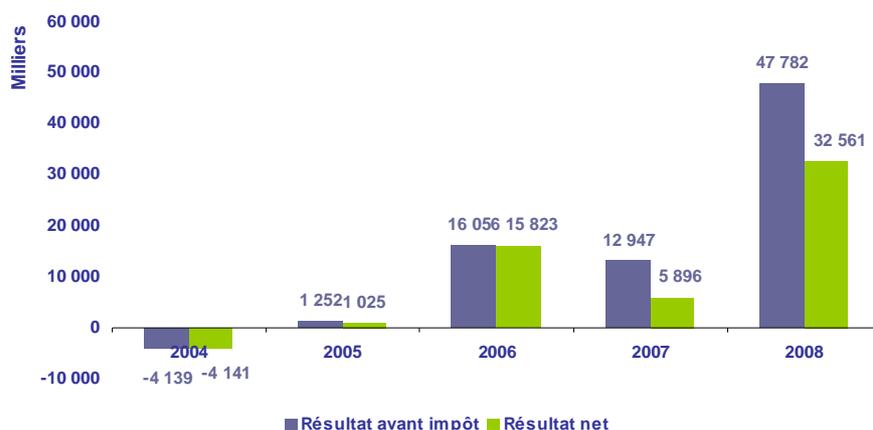
Compte de résultat en%

En (%)	2004	2005	2006	2007	2008
Résultat technique	119%	-19%	94%	196%	124%
Affaires non-vie	136%	-88%	82%	198%	121%
Affaires vie	-17%	69%	11%	-3%	2%
Solde gestion financière	-9,39%	33,51%	3,53%	19,97%	23,73%
Solde gestion générale	-9,94%	107,69%	4,33%	4,12%	-0,75%
Résultat des activités ordinaires	100%	122%	101%	220%	147%
impôt sur le résultat	0%	-22%	-1%	-120%	-47%
Résultat net de l'exercice	100%	100%	100%	100%	100%

Les revenus de la STAR se composent essentiellement d'une marge technique issue de l'activité de base de la compagnie ainsi que les produits réalisés sur les placements. L'expression des rubriques du compte de résultat en pourcentage du résultat net de l'exercice montre que contrairement au début des années 2000 où le solde de la gestion financière venait compensait un déficit au niveau de l'activité technique, c'est le volet opérationnel qui prend désormais le dessus et la STAR se retrouve en position d'équilibre pour ne pas dire sur une position doublement bénéficière. En effet, en période de déficit des « résultats techniques », c'est l'activité de placement qui vient redresser la rentabilité globale de la compagnie. Durant l'année 2008, le résultat technique dépasse le résultat net de la compagnie et constitue 124% de ce dernier.

Le solde de gestion financière n'intervient qu'à hauteur de 23% dans la rentabilité de la STAR, et porte le résultat avant impôt à 47,78MDT (147%). L'impôt sur les bénéfices demeure un fardeau lourd pour la STAR puisqu'en 2008, un taux plein a été appliqué et près de 15MDT ont été prélevés au titre de l'exercice 2007. D'où l'intérêt d'envisager des investissements exonérés afin de bénéficier d'un allègement au moins partiel de la taxation. La STAR a enregistré en 2008 un résultat net de 32,560 MDT contre 5,895 MDT en 2007 soit une progression spectaculaire de 452%. Il est à noter qu'un contrôle fiscal a réclamé à la STAR en 2007 le paiement d'un impôt de 7MDT en rapport avec les exercices 2005, 2006 et 2007.

Evolution du résultat net et incidence de l'impôt

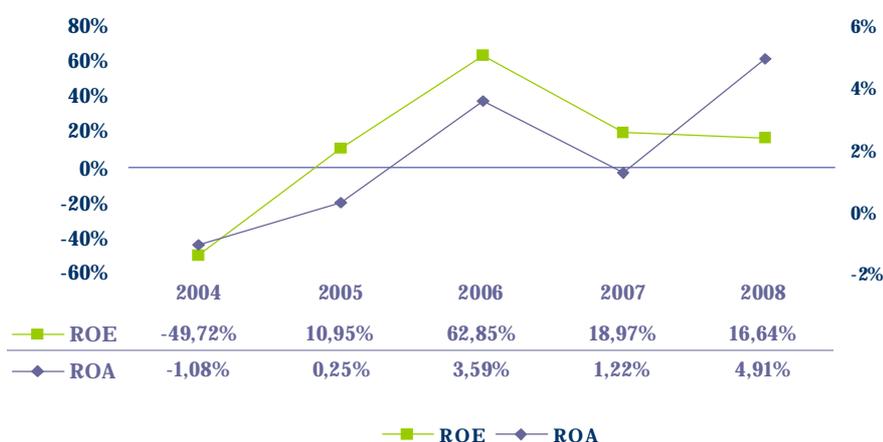


Evolution des ratios de rentabilité

Après une période de déficit, la STAR a rééquilibré ses bilans financiers dès 2005. Une rentabilité exceptionnelle est affichée en 2006 en rapport avec un résultat net élevé compte tenu de la faiblesse des fonds propres énormément réduits (25MDT). Certes, en 2007, malgré la baisse accusée au niveau du résultat net qui est essentiellement expliquée par l'absorption de la totalité de l'insuffisance en provisions techniques et par la charge fiscale, le ROE demeure à un niveau très intéressant de 18,97% pour des fonds propres toujours réduits. Ce n'est qu'en 2008 que la STAR réalise une vraie performance alliant résultat important et un niveau de fonds propres adéquat. La rentabilité des fonds propres et la rentabilité des actifs est désormais hissée à des hauts paliers et affichent respectivement des taux de 16,64% et 4,91%.

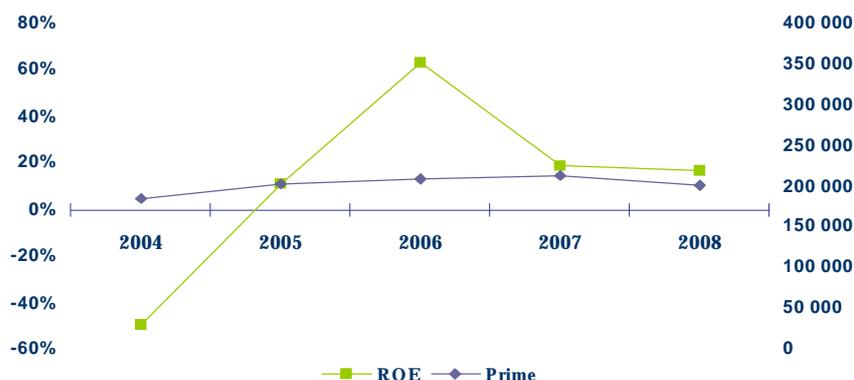
Une amélioration solide des marges techniques

Les ratios de rentabilité



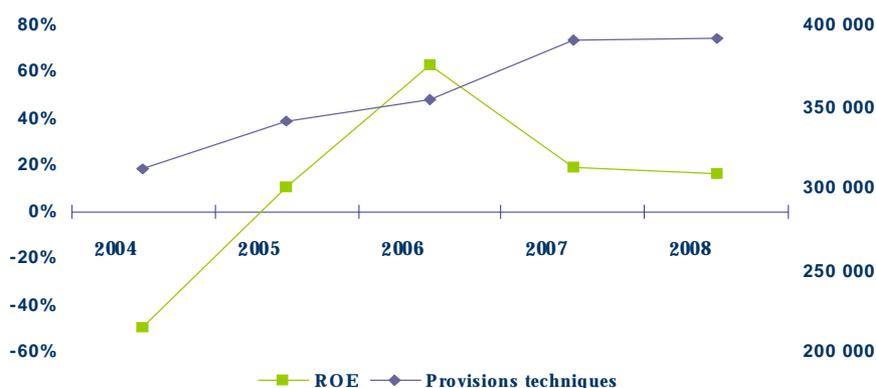
Vu l'importance que revêt la rentabilité des fonds propres en tant que mesure de la valorisation, il serait intéressant de tester sa sensibilité par rapport aux revenus et face à la politique de provisionnement. Les deux graphiques qui suivent montrent que la rentabilité financière est loin de dépendre de l'évolution des revenus. Au contrario, le poids des provisions techniques affectés à chaque exercice peut être déterminant puisque les deux indicateurs évoluent quasiment dans des sens différents.

Graphique ROE et Primes



La rentabilité des dernières années est plus sensible à une variation des provisions techniques et ne dépend pas forcément de la bonne tenue des revenus qui, durant la période 2004-2008, a gardé quasiment la même cadence. À l'inverse, la hausse des provisions (+10%) durant 2007-2008 avait fortement pénalisé la rentabilité de la compagnie. Mais ce phénomène devrait se stabiliser vu que la STAR a atteint un niveau de provisionnement adéquat durant l'année 2008.

Graphique ROE et Provisions techniques



Activité technique

Ventilation du chiffre d'affaires : une domination de la branche automobile

La structure du chiffre d'affaires montre une prédominance de la branche automobile avec une part de 46% des activités en 2008, suivie de la branche maladie avec 28% talonnée de près par la branche transport et celle de l'incendie avec un taux de 20,5%. Un peu plus bas dans le classement, on retrouve les branches aviations et acceptations, avec des parts respectives de 3,11% et 0,5%.

Rentabilité des branches

Catégories	Autos	Groupe maladie	IARDS et transport	Aviation et acceptation	Total
Solde de souscription ⁽¹⁾	24 168 049	5 149 879	24 825 938	5 407 460	59 551 326
Charges d'acquisition et de gestion	14 377 424	3 216 333	6 688 229	627 334	24 909 320
Solde net avant financier	9 790 625	1 933 546	18 137 709	4 780 126	34 642 006
Solde financier	12 669 930	285 434	3 505 672	520 050	16 981 086
Solde de réassurance	224 970	-32 678	-7 800 511	-4 509 761	-12 117 980
Résultat technique	22 685 525	2 186 302	13 842 873	790 415	39 505 115
Marge opérationnelle⁽²⁾	25%	4%	29%	12%	20%

⁽¹⁾ Primes- charges de sinistres

⁽²⁾ Résultat technique/Primes

Une réassurance imposante consommant près de 20% de la marge technique en assurance dommages

Le premier constat est lié au chiffre d'affaires qui enregistre durant l'année 2008 un recul de l'ordre de 5%, entraîné par la perte de certains dossiers. Toutefois cette baisse ne s'est pas sentie au niveau de la rentabilité du fait que les dossiers en question sont fortement réassurables. En effet, les chiffres montrent que les primes cédées en 2008 ont régressé de 23,3% par rapport à 2007 ce qui ramène le taux de cession à 14,25% contre 17,33% enregistré une année auparavant. Par ailleurs la réassurance coûte à la STAR près de 12MDT mais en contre partie permet une gestion adéquate des risques. L'effet de la réassurance est d'autant plus palpable sur les branches dites fortement réassurables tels que l'aviation ou l'IADS et transport. Le tableau ci-dessus, retraçant la formation du résultat technique par branche, fait part de ce phénomène. Pour la branche aviation, le solde de réassurance représente plus de cinq fois le résultat technique. Ceci équivaut à dire que l'ensemble du solde de souscription est totalement absorbé par la réassurance. En conclusion, la réassurance de la STAR est coûteuse du fait de l'obligation de souscrire à d'énormes risques inhérent à son caractère public. Mais le programme de réassurance reste toutefois intéressant si on raisonne en termes de risque puisque la perte au niveau de la réassurance diminue la volatilité du résultat de la compagnie.

Autre constat au niveau de la branche auto, où la STAR a opté pour une croissance maîtrisée de son parc auto assurable en 2008 et cette tendance devrait se poursuivre en 2009. La compagnie a volontairement cherché d'une part à maintenir les contrats de la branche auto et d'autre part à augmenter la prime moyenne de cette branche notamment grâce au développement des garanties facultatives. Après des années de déséquilibres et de déficit structurel, la branche réalise un solde de souscription bien positif de 24MDT à hauteur de 26% du chiffre d'affaires.

Il est évident que la loi de «barémisation» de l'indemnisation des dommages corporels commence à produire son impact. On estime aussi que la prévention routière et les actions de sensibilisation ont eu leurs mots à dire. On peut donc attribuer à la branche auto les mérites du résultat technique dégagé par la STAR durant l'année 2008. En effet, l'amélioration régulière du résultat de cette branche a entraîné une amélioration considérable du résultat global, combiné à un bon comportement des autres branches. Cette année a été placée sous le signe de la bonne gestion interne des assureurs. En effet, le solde net de souscription demeure très intéressant avec plus de 9MDT dégagés pour la branche auto représentant 43% du résultat technique de la branche. L'équilibre est atteint entre opérationnel et financier qui constitue 55,85% du résultat technique. La marge opérationnelle ou rapport entre résultat technique et primes est à 25%, soit un niveau très intéressant.

La branche groupe maladie qui représente une belle part des primes de la STAR reste quasiment au même niveau de chiffres d'affaires qu'en 2008 où les retombées de la nouvelle affiliation à la CNAM commencent à se faire ressentir. Cette branche détient la plus faible marge opérationnelle où le résultat technique ne constitue que 4% des primes, et ce en conséquence de charges de gestion lourdes et d'une sinistralité très élevée. Cette branche peut être qualifiée de fortement sinistrés puisque son ratio sinistre à primes est près des 90%, soit le plus important de toutes les branches. Par ailleurs, les primes émises des branches d'équilibre (IARD et transport) ont baissé, notamment par le non renouvellement de contrats fortement réassurables n'ayant en aucun cas affecté la rentabilité de la branche la plus margée de la société. En effet, malgré une réassurance lourde, la branche évolue suivant une marge opérationnelle de 29% correspondant à un résultat technique de 13,8MDT.

Une réassurance coûteuse pour la STAR mais couvrant parfaitement le risque

La sinistralité...un point central dans la gestion d'une compagnie d'assurance

Les charges des sinistres

Les charges des sinistres se sont établies à 148,718MDT en 2008 contre 175,597 MDT une année auparavant, en diminution de 15% due essentiellement à une baisse de la provision pour sinistres à payer afférant principalement à la branche auto. La dite branche rafle en 2008 la part la plus importante des charges, s'élevant à 72,569MDT contre 94,042 MDT en 2007, soit une diminution de 30,11% conséquence de l'absorption totale de l'insuffisance. Par ailleurs, si l'on s'intéresse à l'adéquation entre les primes émises et les charges sinistralles, nous trouvons un ratio S/P (charges sinistres à primes) de 79,1% contre 81,7% en 2007. La branche groupe maladie et l'assurance automobile présentent les ratios S/P les plus élevés en 2008. Les autres branches, avec des sinistres valant moins de 50% des primes qu'elles drainent, contribuent énormément à rétablir l'équilibre de la société.

Les ratios Sinistres à primes

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Auto	106,70%	115,55%	114,22%	105,17%	118,29%	100,3%	79,1%
Acceptations	57,31%	85,50%	102,00%	57,40%	104,40%	105%	85,55%
Groupe maladie	92,88%	87,52%	92,26%	95,67%	89,78%	92,3%	90%
Vie	41,52%	38,49%	36,43%	38,36%	36,40%	52,4%	37,9%
ARDS	30,01%	23,67%	26,36%	62,32%	22,37%	45,6%	70%
Aviation	-5,93%	2,01%	-9,99%	265,85%	21,24%	3%	9,5%
Incendie	194,08%	49,94%	27,17%	15,06%	16,75%	39,6%	11%
Transport	45,46%	-3,54%	12,36%	-5,97%	-1,67%	61,9%	47%
TOTAL	-	-	82,97%	92,95%	81,63%	81,7%	79%

Les indemnisations payées

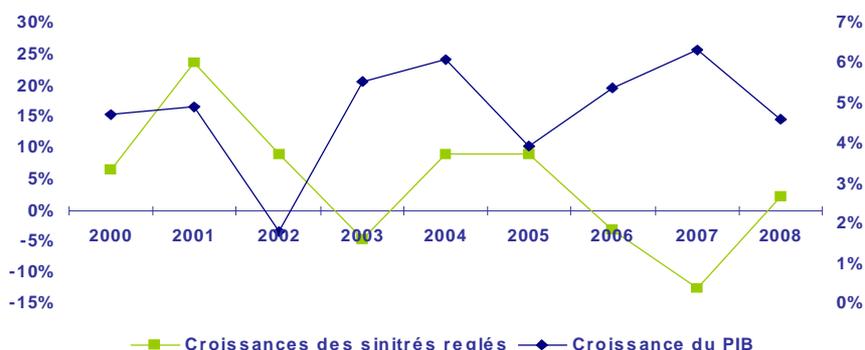
Les sinistres réglés ont enregistré durant l'année 2008 une légère croissance de l'ordre de 2,1% passant de 130,4MDT à 133,11MDT. Le paiement a concerné des dossiers relatifs à des exercices antérieurs pour un montant de 84,265MDT soit 63% de la charge, le reliquat étant relatif à l'année 2008.

Le règlement des sinistres est une affaire au long cours, c'est pourquoi il faut un grand nombre d'années pour connaître entièrement ou presque le coût total d'une année d'accident. Les primes sont néanmoins payables d'avance et doivent donc être estimées préalablement par les assureurs. Lors de l'évaluation des primes nécessaires, les assureurs sont accoutumés à considérer une certaine volatilité de la sinistralité comme étant touchée par des fluctuations qui peuvent avoir de l'effet sur les charges sinistralles, et par conséquent sur la rentabilité des contrats d'assurance. En effet, l'activité d'assurance est par nature même, sujette à des fluctuations cycliques.

La nature cyclique des assurances

Les cycles d'assurances constituent un thème stratégique pour la STAR qui s'est lancée dans une course à la rentabilité. C'est dans cette perspective que la question des cycles de l'assurance pose problème ou certaines branches tel que l'auto ou encore le transport sont réputées cycliques et complexes. Des cycles liés à la survenance de sinistres exceptionnels peuvent réduire les ressources financières des assureurs et donc engendrent une tension des prix. D'autres cycles de nature plus structurels, comme ceux résultant d'une concurrence intensifiée une pression à la baisse des prix. En Europe, ça été l'apparition de la banque-assurance. Nous nous intéressons plus précisément aux cycles sinistralles. Si les coûts sinistralles augmentent dès le début d'une récession, ils diminuent tout aussi rapidement en cas de reprise économique. Les sinistres suivent le cycle conjoncturel. La théorie économique des cycles fournit des éclairages sur la dynamique d'un marché d'assurance, sur les raisons pour lesquelles il peut être soumis à des fluctuations cycliques liés aux retournements de l'activité macroéconomique. Cela est manifeste lorsque l'on compare l'évolution des sinistres réglés à l'évolution du PIB tunisien (voir graphique). Depuis 2002, les sinistres suivent une cadence inverse à celle de l'économie tunisienne. Ceci équivaut à dire que la STAR a indemnisé plus de sinistres en période de faiblesse économique.

Evolution des sinistres et du PIB



C'est tout naturellement en assurance non-vie que ces phénomènes sont les plus sensibles en raison, d'une part du caractère plus court des engagements des assureurs, et d'autre part des fluctuations de la sinistralité dont les causes sont largement exogènes et volatiles. L'assurance vie permet, en effet, un lissage temporel qui entraîne une moindre dépendance vis-à-vis des fluctuations de courte période. De ce fait, l'activité d'assurance non-vie dans un univers concurrentiel nécessite de nombreux ajustements des tarifs à la hausse ou à la baisse. La question n'est-elle pas finalement de savoir si, en matière d'assurance de biens et de responsabilité, la STAR est aujourd'hui dans la phase croissante ou décroissante d'un cycle ?

Assurance Dommages : la performance au niveau technique des dernières années peut succomber à la crise économique

L'environnement économique et financier, très dégradé en ce début d'année dans le monde, pourrait atteindre la Tunisie avec une certaine latence. L'idée est que la performance technique des assureurs peut se voir dégrader la prochaine période. Les activités d'assurance dommages, qui ont montré une belle résistance de la souscription en 2008, pourraient dans la période à venir connaître un sensible repli, touchées de plein fouet par le recul attendu du PIB tunisien en 2009. Les prévisions ont été revues à la baisse et tablent désormais sur une croissance du PIB en 2009 de 4% contre 5,1% en 2008 et un recul de 2% en zone euro durant la même période (2009), accentuant le risque d'une augmentation de la sinistralité. Pour rappel, nous avons constaté une certaine corrélation entre les niveaux de croissance économique et de sinistralité sur une base historique de huit années. Dans cette voie, l'exercice 2009 a enregistré au premier trimestre une croissance de la sinistralité à la suite de la survenue d'un gros sinistre touchant la branche incendie risque divers ou les sinistres réglés sont passés de 34MDT à 55MDT en 2008.

L'assurance fait face à des épreuves liées à des facteurs d'ordre technique, qui entraînent la nécessité d'un pilotage pour maintenir l'équilibre financier de chaque société, garantir le dénouement des contrats et assurer la rentabilité attendue des opérations.

L'activité financière

Sur une thématique de baisse des taux d'intérêt, des marchés des actions et des conséquences possibles aussi bien en termes de rendement que de solidité financière, la gestion d'actifs au sein de la STAR vient au centre de la controverse et se doit d'être rentable. Représentant à fin 2008, 79% du total actif de la STAR, en progression par rapport à 2007 (73,48%), les placements constituent l'emploi principal de la compagnie. Afin de veiller aux intérêts des assurés, la loi impose des règles bien définies en matière de choix des placements à effectuer en termes de risque et de diversification, sous la forme d'un catalogue de placements.

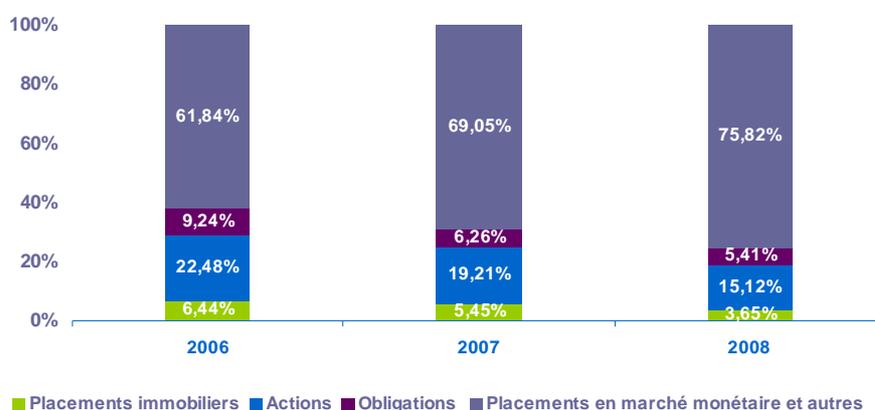
Il faut aussi rappeler que le taux de représentation a nettement progressé de 97,05% en 2007 à 140% en 2008. Notons, toutefois, que ce taux tient compte de l'augmentation de capital de la STAR qui a porté les engagements admis en représentations de 379MDT à 551MDT soit une progression de 45,26%. La STAR est donc en situation de sur-liquidité et bénéficie désormais d'un coussin de sécurité lui permettant de prendre plus de risque sur des placements à hauts rendements et doper ainsi la rentabilité.

Structure de l'actif (exprimés en pourcentage du total bilan)

Actif	2006	2007	2008
Actifs incorporels	0,02%	0,02%	0,01%
Actifs corporels d'exploitation	0,48%	0,36%	0,21%
Placement	67,94%	73,48%	79,54%
Part des réassureurs dans les provisions techniques	8,14%	9,74%	7,09%
Créances	17,06%	12,13%	8,55%
Autres éléments d'actifs	6,35%	4,28%	4,60%
Total actifs	100%	100%	100%

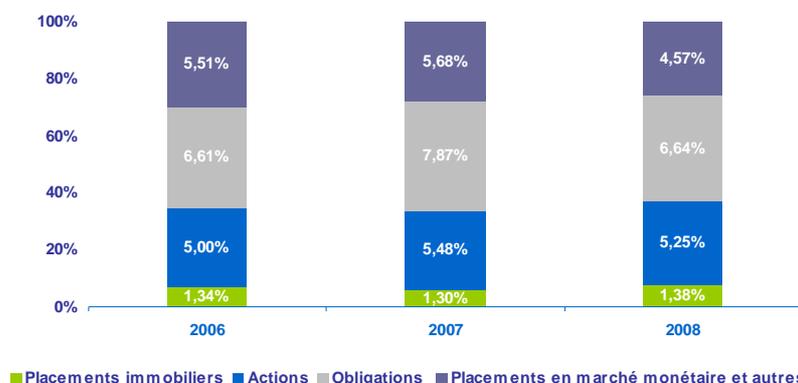
Les primes étant encaissées préalablement aux dépenses des sinistres qui sont aléatoires et décaissées ultérieurement, les compagnies d'assurances ont la possibilité de placer les montants des primes pour éventuellement fructifier ce capital et garantir le paiement des sinistres. Cette gestion d'actifs repose sur le principe que se sont les engagements des assurés inscrits aux passifs qui dictent cette politique de gestion des actifs. Un horizon de gestion plus long terme reflète donc une allocation plus tournée vers les actions et pas forcément une aversion au risque.

Répartition des placements par catégories



En assurance dommages, les compagnies se situent plus dans une optique de gestion libre, avec un penchant vers le marché des actions dans la mesure où elles ne sont pas soumises à des contraintes de rendement minimum. Ceci étant, le risque de liquidité demeure existant et on parle ici de la capacité à satisfaire à tout moment le paiement des sinistres, qui doit être pris en considération. L'horizon de l'activité dommages et la cadence de paiement des sinistres seront les clés déterminantes de la gestion d'actifs de la compagnie. Il est intéressant de souligner qu'au cours de la période 2006-2008, la part des placements monétaires à court terme de la STAR a été maintenue à des niveaux relativement très élevés, soit 75% de l'assiette total de placement en 2008, gagnant du terrain sur les placements portés sur le marché des actions et le marché obligataire. Le portefeuille obligataire est très sain, régi par des règles d'entrée bien fixées dépendant des garanties bancaires, et de notation très respectable.

Rendement par catégories de placement 2008



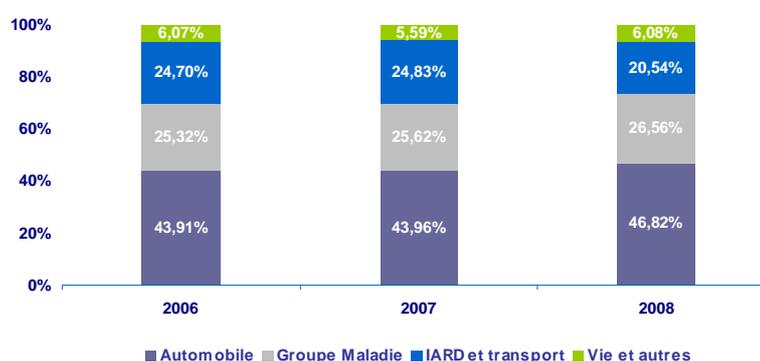
La part détenue en actions a marqué une baisse durant la période 2006-2008, passant de 22,48% à 15,12% en 2008, due essentiellement à l'élargissement de la base des engagements placés contre une quasi constance des investissements en actions. A 15%, la STAR détient toujours une marge de manœuvre, et pourrait conforter ses placements sur cette ligne tout en considérant le couple rendement risque et doper ainsi son résultat financier. Il est à signaler que la STAR maintient une position confortable sur son portefeuille de valeurs mobilières avec des plus values latentes dépassant les 30MDT et un rendement en 2008 de 5,25% relatif aux distributions de dividendes.

Un risque potentiellement faible au bilan, et des stocks de plus-values latentes qui rassurent sur la solvabilité.

L'orientation vers le court terme pourrait ainsi pénaliser le rendement moyen du portefeuille, compte tenu de la baisse des taux d'intérêt, mais reste motivée par une forte pondération du portefeuille d'activité de la STAR vers les contrats d'assurances automobiles qui constituent, en 2008, 46,8% du total des primes émises. Plus précisément, ces contrats automobiles de particuliers se caractérisent par une obligation de règlement des sinistres relativement rapide et une fréquence d'événements assez stable. Les contrats de responsabilités civiles ou les contrats d'assurance vie détiennent des durations nettement plus longues soit des périodes de 20-30 ans.

Notons que le taux de rendement global de l'ensemble des placements s'établit en 2008 quant à lui à 5,76% contre 6,21% une année auparavant. Cette baisse est attribuable à l'élargissement de l'assiette de placement sachant que le retour sur investissement des 132MDT n'est compté que sur deux mois et demi. L'année 2009, laisse présager un rendement plus élevé où les fonds de Groupama bénéficieront d'une année pleine.

Structure du portefeuille en 2008



Une remontée des taux, notamment dans un environnement de taux bas comme on vient de le traverser, peut avoir un effet favorable sur le rendement des placements et donc sur la rentabilité de la STAR et ce à ratio combiné constant (la somme des frais de gestion et des charges de sinistres sur le total des primes), c'est-à-dire à une marge technique constante. Plus concrètement, ceci lui permettrait de reconstituer des marges financières plus larges, par conséquent une aptitude à piloter les taux servis aux assurés.

Cependant, l'environnement financier est toujours volatil en 2009, aussi bien sur les marchés des actions que de taux, laissant présager un rendement moyen toujours sous pression pour les placements de la compagnie. Par conséquent, la composante financière du résultat de la STAR va rester sous-pression, pénalisée par les faibles rendements, une base d'actifs réduite par la distribution conséquente de dividendes pour un montant global de 31,288MDT.

Adéquation des fonds propres: des marges de manœuvres financières retrouvées

Pour assurer sa solvabilité, une société d'assurance est tenue de détenir un minimum de capital pour faire face aux « imprévus ». En effet, la probabilité de ruine d'une compagnie d'assurance est fonction décroissante de son niveau de fonds propres. La STAR a reconstruit sa solidité bilancielle et l'année 2008 est placée sous le thème de la solvabilité. La marge de solvabilité réglementaire, étant largement dépassée pour un montant de 155,9MDT, s'établit à 195,632MDT contre 31,071MDT en 2007 soit une progression de 529%. L'adéquation des fonds propres est sans appel, ou hors plus-values latentes, la marge de solvabilité de la société couvre 4,92 fois le minimum réglementaire.

La STAR est désormais dans une position de sur-capitalisation, et ce à l'issue du renforcement des fonds propres, résultant de l'opération d'augmentation de capital. Au cours de l'année 2008, les capitaux propres de la compagnie ont augmenté à presque 529% par rapport à 2007, loin de son niveau bas de 2004 à (8,327MDT). Cette forte croissance s'explique aussi par les solides résultats enregistrés au cours de cette période.

Marge de solvabilité

mDT	2004	2005	2006	2007	2008
Total bilan	383 427	416 572	441 138	484 732	662 971
Capitaux Propres	8 327	9 352	25 175	31 070	195 631
Marge de solvabilité réglementaire	45 085	34 400	39 956	37 452	39 708
Marge de solvabilité réelle	-99 302	-88 277	-31 430	31 071	195 632
Besoin/ Excédent de marge	-144 387	-122 677	-71 386	-6 381	155 924

Provisions techniques

Les provisions pour sinistres à payer (PSAP) ont augmenté de 3,25% pour atteindre les 323,939 MDT en 2008 contre 313,753MDT une année auparavant. Cette évolution tient, dans une grande mesure, à la volonté de la société de maintenir des provisions importantes pour les déclarations tardives des sinistres. La STAR a jusqu'à 2002 d'une importante insuffisance de provisionnement. Cependant et au prix d'un effort louable, elle a su renverser la tendance et peut se targuer désormais d'avoir définitivement absorbé la totalité du reliquat en 2007. En effet, les engagements de l'année 2007 sont majorés d'un montant de 56 MDT relatif à l'absorption de la totalité de l'insuffisance enregistrée en hors bilan, en 2006.

	2005	2006	2007	2008
Provision pour Sinistres à payer (en MDT)	258,749	274,527	313,753	323,939
Croissance	9,56%	6,10%	14,29%	3,25%

Le niveau de provisionnement couvrant les primes est ainsi maintenu à des niveaux élevés mais qui varient d'une branche à une autre en fonction des risques afférant à chaque catégorie. On estime que la provision est maintenue à des hauteurs intéressantes des primes et que la STAR est suffisamment provisionnée.

	Autos	Groupe maladie	IARDS et transport	Aviation et acceptation	Total
Provisions/primes branches (2008)	289%	36%	135%	164%	180%

Valorisation de la STAR

Approches par les comparables

Si on se limitait dans notre approche d'évaluation uniquement à la gestion du bilan et du compte de résultat de l'entreprise, nous opterions pour la méthode des comparables qui s'explique par le fait que la valorisation de l'entreprise est exprimée sous forme des ratios suivants :

- Un multiple opérationnel (Primes)
- Le « Price Earning Ratio » (ratio entre la capitalisation boursière et le bénéfice comptable).

La STAR sera dans ce cas de figure approchée par son homologue du le marché tunisien à savoir l'ASTREE, ainsi que deux sociétés d'assurances opérant sur le marché marocain : ATLANTA et WAFA ASSURANCES.

Compagnies	Valeur attribuée à la STAR (DT)	Valeur par action(DT)
ATLANTA	663 767 911	287,63
WAFA ASSURANCES	324 435 950	140,59
ASTREE	386 318 302	167,40
Moyenne des valeurs	458 174 054	198,542

La valeur de l'action STAR dégagée par cette méthode s'élève à 198,542DT pour un nominal de 10DT, soit une valeur globale de l'entreprise de 458,174MDT.

Cette approche ne rend pas compte de la rentabilité effective de l'activité mais peut être considérée à titre indicatif. Cette méthode purement comptable reste impuissante quant à la mesure la création de valeur ne prenant pas en compte le coût du capital.

La création de valeur et la gestion des risques dans l'assurance

C'est dans cette optique que l'Economic Value Added ou la notion du bénéfice économique va être introduite confortée par les modèles d'allocation de capital utilisés pour les sociétés d'assurances. L'idée est qu'une bonne gestion des risques aura pour conséquence une moindre exigence en termes de capitaux propres. Les assureurs sont venus à reconnaître que la gestion des risques de l'entreprise est fondamentale pour les aider à créer de la valeur pour les actionnaires, grâce à de meilleures prises de décision tenant compte des risques et à une répartition plus efficiente des capitaux.

Notre approche d'évaluation se fonde sur un modèle de gestion utilisé par de grands assureurs mondiaux. Au-delà de son utilité directe d'économie de fonds propres, ce modèle interne est nécessaire dans un contexte beaucoup plus large, relevant du pilotage de la compagnie et de l'appréciation du profil de risque. La méthodologie suivit se détaille comme suit :

- La première étape consiste à déterminer la valeur économique par :
 - Une allocation de capital par activité
 - Une rentabilité normalisée propre à chaque activité
 - Un cout de capital par activité
- La deuxième étape consiste à déterminer la valeur totale de la STAR par :
 - La valorisation
 - La réévaluation de l'actif (actif net corrigé)
 - La différence entre fonds propres réels et fonds propres économiques

La valeur économique

La pierre angulaire de l'évaluation est le capital économique qui peut se définir comme le montant minimal de capital, évalué sur des bases réalistes, qu'un assureur devrait détenir pour absorber des pertes inattendues dues aux risques auxquels il est exposé. L'objectif est de maximiser la valeur actionnariale (sous un ensemble défini de contraintes).

Il s'en suit que le secteur de l'assurance fait aujourd'hui face au choix difficile que la banque a fait il y a déjà quelques années : l'enjeu est la réduction du capital à immobiliser. Faut-il développer un modèle interne de mesure des risques ou appliquer des « formules standards » proposées par les organismes régulateurs. Ainsi, la méthode de valorisation entamée pour la STAR reposera sur une approche de capital économique et de gestion des risques pour chacune des branches (Auto, IARD et transport, Groupe maladie, aviation et acceptations et vie). Ceci nous mènera à valoriser séparément les branches en se basant sur une somme des parties et donc de les comparer, mais aussi la comparaison de la création de valeur par activité sera possible. Il est à noter que les modèles des agences de notation, et celui de Standard & Poor's en particulier, sont basés sur une approche économique des risques (Risk based model).

Construction du modèle de capital économique

La société est divisée par branche selon la segmentation permise par les données disponibles. Selon la marge de solvabilité nécessaire pour exécuter chacune de ces activités, des capitaux sont ainsi alloués. Ces marges sont attribuées en répliquant le modèle SolvencyII, nouveau référentiel prudentiel, et ce en incorporant nos propres hypothèses qui varient selon le risque et la durée des contrats d'assurance de chaque branche. Solvency II, devrait profondément changer le mode de fonctionnement des compagnies d'assurances, étant donné que le nouveau système apporte une forte motivation à gérer l'ensemble des risques. Cela implique, en corollaire, qu'on évite aux assureurs l'imposition d'une immobilisation excessive et coûteuse de capital.

Allocation de capital par activité

Les travaux en cours sur Solvency II prévoient que selon la marge de solvabilité nécessaire pour le fonctionnement de chacune des branches (généralement au-dessus de la marge réglementaire), des capitaux sont ainsi alloués. Des hypothèses ont été émises à cet égard :

- L'assurance Auto est la plus consommatrice de fonds propres, du fait du poids très pesant de la responsabilité civile dans la branche (47%) : nous allouons l'équivalent 50% du chiffre d'affaires de la branche.
- Pour les branches IARD et transport, aviations et acceptations, les sociétés allouent généralement entre 30% et 40% du chiffre d'affaires selon l'horizon de leur portefeuille. Par prudence nous optons pour des fonds propres à hauteur de 40% des primes.
- L'activité Groupe maladie est considérée de faible risque. Nous retenons un taux de 10%.
- A l'assurance vie, 5% et 6% des provisions techniques sont généralement allouées. Nous optons pour un taux de 5% .

Rentabilité normalisée propre à chaque activité

La détermination de la rentabilité normalisée ou la rentabilité sur les capitaux alloués est basée sur :

- la détermination d'une marge technique ou opérationnelle à partir d'une estimation du ratio combiné de chaque branche. Ce ratio est défini comme étant la somme des frais de gestion et des charges de sinistres sur le total des primes. Un ratio supérieur à 100 %, comme pour les branches auto et groupe maladie ne permet pas à la STAR de réaliser un profit sur ces activités.
- La détermination d'un résultat financier issu d'une assiette de placements calculée à partir des provisions techniques qu'on juge suffisantes pour honorer les engagements de la STAR et des capitaux propres économiques qui constituent l'assiette de placements de chaque branche. Les produits financiers (dividendes, intérêts, loyers et plus-values) viennent plus que compenser l'insuffisance des primes par rapport aux coûts d'assurance. Le taux de rendement des placements appliqué pour les besoins de l'évaluation est celui réalisé par la STAR durant l'année 2008, soit un taux de 5,76%.
- Par crainte de doper le résultat financier, les taux de provisions techniques par rapport aux primes sont inférieurs à ceux appliqués par la STAR mais couvre largement les engagements de la société.
- Un résultat avant impôt est ainsi calculé pour chaque branche auquel on applique une taxe fiscale de 35%.

Hypothèses

En DT	Autos	Groupe maladie	IARDS et transport	Aviation et acceptation	Vie
Provisions techniques (en % primes)	251%	40%	50%	30%	100%
Capitaux alloués (en % primes)	50%	10%	40%	40%	5%
Taux de rendement financier	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%	5,76%
Résultat financier	15 903 731	1 541 853	2 504 242	272 914	363 127
Ratio combiné	101,77%	103,01%	68,05%	61,97%	67,55%
Marge technique	-1 622 756	-1 610 237	15 436 436	2 574 261	1 596 521
Résultat net avant impôt	14 280 975	-68 384	17 940 678	2 847 175	1 959 649
Taux impôt	35%	35%	35%	35%	35%
Résultat net	9 282 634	-68 384	11 661 440	1 850 663	1 273 772
Rentabilité des fonds propres alloués (RORAC)	20,23%	-1,28%	60,35%	68,35%	92,02%

Toutes les hypothèses sont présentées ci dessus et donnent de différentes rentabilités de fonds propres normalisées par branche. En fonction des fonds propres qu'elle consomme, chaque branche présente un rendement en adéquation avec les risques qu'elles encourent. La rentabilité de la branche auto est relativement basse, vu le montant des capitaux propres qu'elle mobilise et de son ratio combiné dépassant les 100%.

Le coût des fonds propres

La troisième étape consiste à valoriser de façon indépendante chacune des activités. Ainsi selon le risque, nous définissons un coût des fonds propres à chaque activité. Le bêta de chaque branche sera choisi selon le risque des branches et selon essentiellement la politique de réassurance. Par exemple une branche fortement réassurée tel que l'aviation aura un beta faible.

Détermination du coût des fonds propres

Prime de risque	7%	
Rf	5,08%	Coût de FP
Bêta auto	1,2	13,48%
Bêta groupe maladie	1,1	12,78%
Bêta IARD et transports	0,9	11,38%
Bêta aviations et acceptations	0,8	10,68%
Bêta vie	1,1	12,78%
Total		12,69%

La prime de risque utilisée dans le calcul du coût des fonds propres des différentes branches est de 7%, faisant ressortir un coût des fonds propres de la société de 12,69%.

La valorisation par la somme des parties

Le critère de valorisation retenu est une méthode mixte à travers le compte de résultat (marge opérationnelle et résultat financier), et une approche bilancielle (notamment à travers l'actif net réévalué et la marge de solvabilité). Le premier volet de l'évaluation se base sur la création de valeur, différence entre la rentabilité dégagée par la société et le coût du capital nécessaire pour exercer cette activité.

Ceci se traduit mathématiquement par une approche de goodwill adaptée à la rentabilité des capitaux économiques ou alloués par la décomposition de l'Actifs net réévalué entre actifs alloués et non alloués pour les différentes branches, reposant ainsi sur une base des sommes des parties :

$$V = ANR + \text{Goodwill}$$

$$V = (FP - CA) + ER + CA + GW$$

$$V = (FP - \sum iCA_i) + ER + \sum iCA_i + i[\sum CA_i[(1 + RORAC_i) - (1 - Ke)] / (1 + Ke)^t]$$

$$V = ANR + \sum [(RORAC - Ke) CA / (1 + Ke)^t] \\ = (FP - \sum iCA_i) + ER + (\sum iCA_i(RORAC_i) / (Ke))$$

ANR : Actif net réévalué

Ke : le coût du capital

CA : Capitaux alloués ou économiques (Risk Adjusted Capital)

RORAC : La rentabilité des capitaux alloués pour chaque activité (Return on Risk Adjusted Capital)

ER : sont les éléments de réévaluation (plus-values latentes, tout ajustement comptable).

Valorisation par la somme des parties

En mDT	2008
Auto	
Marge de solvabilité normalisée	50%
Capitaux propres alloués	45 880
Rentabilité des fonds propres alloués	20,23%
Coût des fonds propres	13,48%
Valorisation	68 877
Groupe maladie	
Marge de solvabilité normalisée	10%
Capitaux propres alloués	5 353
Rentabilité des fonds propres alloués	-1,28%
Coût des fonds propres	12,78%
Valorisation	-535
IARD et Transport	
Marge de solvabilité normalisée	40%
Capitaux propres alloués	19 322
Rentabilité des fonds propres alloués	60,35%
Coût des fonds propres	11,38%
Valorisation	102 500
Aviation et acceptations	
Marge de solvabilité normalisée	40%
Capitaux propres alloués	2 707
Rentabilité des fonds propres alloués	68,35%
Coût des fonds propres	10,68%
Valorisation	17 333
Vie	
Marge de solvabilité normalisée	5%
Capitaux propres alloués	1 384
Rentabilité des fonds propres alloués	92,02%
Coût des fonds propres	12,78%
Valorisation	9 969
Total somme des parties	198 144

La réévaluation de l'actif

La valeur de l'entreprise est égale à la valeur réelle de son actif net, en l'occurrence, la valeur qu'elle aurait si l'ensemble de ses actifs était valorisé à la valeur réelle. Dans cette optique nous procédons au calcul de l'Actif Net Réévalué qui consiste à intégrer l'ensemble des éléments non pris en considération tels que les plus-values latentes nettes d'impôt et les sous provisionnements. En 2008, on estime que la STAR tient un niveau de provisionnement assez large, couvrant parfaitement ses engagements.

La réévaluation des différents postes du bilan de la société a fait surgir un écart de réévaluation négatif de 10,908MDT et ressort à 184,723MDT, après prise en compte de plus values latentes atteignant les 31MDT et la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2008.

Calcul de l'Actif Net Réévalué (en DT)

	2008
Total Actif	662 971 465
passifs courants	467 339 881
Actif net comptable	195 631 584
Retraitements (+) ⁽¹⁾	31 354 096
Incidences fiscales (-)	10 973 934
Dividendes 2008	31 288 271
Actif net réévalué	184 723 475

⁽¹⁾ Par soucis de prudence, les values latentes sur actions sont revalorisées au cours moyen du mois de décembre 2008.

La différence entre fonds propres réels et fonds propres économiques

La troisième étape consiste à corriger la valorisation issue des deux étapes précédentes pour tenir compte des capitaux propres réels de la société. A l'issue de ce calcul, nous ajoutons donc à cette somme des parties, la différence entre les fonds propres réels (Actif Net Réévalué) et les capitaux alloués. Ceci revient à valoriser le déficit ou l'excédent au coût des fonds propres. La STAR se retrouve dans une situation d'excédent, la valorisation de ce dernier à sa valeur nominale le pénalise généralement puisque son rendement est égal au coût des fonds propres, inférieur au rendement normalisé de l'activité. En étant bien provisionnée, les fonds propres de la STAR peuvent se retrouver en berne et ne sont la que dans les cas extrêmes.

Valorisation totale

Activité	Capitaux	Capitaux	RORAC	Cout du FP	Marge nette	Résultat	V(CA)	Valorisation		
	alloués (CA)	alloués (CA)						CA	par action	V(CA)
	mDT	en % (total)	%	%	%	mDT	mDT	x	En DT	%
Automobile	45 880	61%	20,23%	13,48%	10,1%	9 282	68 877	1,5	29,846	34,76%
Groupe Maladie	5 353	7%	-1%	12,78%	-0,1%	-68	-535	-0,1	-0,23	-0,27%
IARD et transports	19 322	26%	60%	11,38%	24,1%	11 661	102 500	5,3	44,41	51,73%
Aviations et acceptations	2 707	4%	68%	10,68%	27,3%	1 850	17 333	6,4	7,51	8,75%
Vie	1 384	2%	92%	12,78%	4,6%	226	9 969	7,2	7,20	5,03%
Total Somme des parties	74 648	100%					198 144		85,86	100%
Excédents	110 075						110 075		47,69	
Evaluation total							308 220		133,56	

Le principal avantage de cette approche est d'apprécier le poids de chaque branche dans le total des capitaux alloués, dans la valorisation globale, et par conséquent de déceler les branches qui ont un problème de rentabilité et leur part dans la société. En raisonnant en termes de marge et de capitaux employés, on conclut que :

- La branche auto consomme près de deux tiers des capitaux économiques du fait de la part importante de la responsabilité civile (47% en 2008), grande consommatrice de fonds propres. En contre partie, la branche est relativement bien margée et créatrice de valeur puisqu'elle montre une rentabilité des capitaux économiques (RORAC) de 20,23% pour un coût de capital de 13,48%. La branche auto constitue, par ailleurs, le tiers de la valorisation de la STAR.
- La branche IARD et transport, ou branches d'équilibres, communément connue pour être des plus margées, consomme 26% des capitaux alloués, et représente plus de 50% de la valorisation. Cette branche est fortement créatrice de valeur avec un RORAC de 60% contre un coût des fonds propres de 11,38%.
- La branche Groupe maladie détient la rentabilité la plus faible mais ne mobilise que 7% des capitaux alloués.

La valorisation de la STAR fait ressortir un prix de 133,56DT après distribution de dividende. Lors de notre dernier rapport paru à l'occasion de l'opération de privatisation de la STAR (2008), nous avons essayé de déterminer le prix d'un ticket d'entrée minimum pour l'investisseur stratégique qui a été de 164 DT. L'offre de GROUPAMA, retenu pour la privatisation, a présenté un prix de souscription de 132MDT soit 163,428 DT l'action, dans les limites de notre fourchette de prix. Le prix déterminé lors du dernier rapport tient donc compte d'une prime de contrôle que détient Groupama. Les évaluations peuvent nécessiter des modifications pour tenir compte des droits de l'actionnaire. Quant on évalue une part qui permet le contrôle de la société évaluée, on considérera le plus souvent qu'une prime de contrôle doit être ajoutée à la valeur des actions détenues par un minoritaire. Il est à noter que la détermination du prix de la STAR a été, pour un investisseur particulier ou minoritaire, de 111,35 DT/Action soit une prime de contrôle aux alentours de 40%. En appliquant cette même prime de contrôle à notre nouvelle valorisation, la valeur avec contrôle de la STAR serait de 196,71DT.

Tableau récapitulatif de la valorisation de la STAR

En DT	Valorisation 2008	Valorisation 2009
Valeur sans contrôle	111,35	133,56
Valeur avec contrôle	164	186,98

La valeur réglementaire

Dans un second temps, sur une approche plus globale de la STAR basée sur la marge réglementaire fixée par les organes de tutelles. L'exigence minimale de fonds propres est régie par le système de la marge de solvabilité : les assureurs doivent disposer d'un niveau de fonds propres et de plus-values latentes sur les placements financiers supérieur à une exigence de marge de solvabilité qui est exprimée en pourcentage des primes perçues. Le rapport pris en compte est de 23%.

Hypothèses

mDT	STAR
Provisions techniques (en % primes)	100%
Capitaux alloués (en % primes)	23%
Taux de rendement financier	5,76%
Résultat financier	12 131
Ratio combiné	93,70%
Marge technique	10 770
Résultat net avant impôt	22 901
Taux d'impôt	35%
Résultat net	14 886
Rentabilité des fonds propres alloués (RORAC)	37,49%

Valorisation Totale

Activité	Capitaux	Capitaux	RORAC	Cout			Valorisation	
	alloués (CA)	alloués (CA)		du FP	Marge nette	Résultat	V(RAC)	par action
	mDT	en % (Primes	%	%	nette	mDT	mDT	
STAR	39 708	23%	37,49%	12,69%	8,71%	17 881	117 294	50,83
Excédents	184 723		12,69%	12,69%			184 723	80,05
Evaluation total							302 017	130,874

La valorisation par les capitaux réglementaires ressort à 130,874DT. Le poids des excédents est plus important et représente près de 61% de la valorisation. Nous rappelons que cette méthode n'a qu'un intérêt indicatif.

RECOMMANDATION

Nous revoyons à la hausse notre valorisation à 133,5DT et réitérons notre recommandation à l'achat. Cette valorisation basée sur le capital économique et le profil des risques de la STAR, jugée comme prudente, pourrait rejoindre la valorisation de marché estimée à 198DT, si toutefois la STAR s'engageait dans un processus d'investissement pour tirer profit du cash qui figure dans son bilan ; des investissements qui peuvent toucher sa structure interne, entre réorganisation et modernisation des outils de gestion. Une refonte de l'image de la STAR qui inclue une extension et une rénovation du réseau d'agences. L'apport de Groupama, en terme de savoir faire et d'image pourrait commencer à donner ces fruits dans les années à venir où le partenaire de la STAR commence à agir activement dans l'activité de la compagnie. Ces réalisations marqueront un important jalon vers une nouvelle identité de la STAR.

A défaut d'un plan d'investissement et d'élargissement d'activité, il semblerait intéressant de rendre l'excédent de liquidité, figurant aux passifs, aux actionnaires pour optimiser l'actif économique. Autrement dit, cette sur-liquidité issue de l'augmentation de capital aurait un coût caché. En restituant la trésorerie aux actionnaires, on peut améliorer la rentabilité économique.

En toile de fonds de ces orientations, la question qui se pose est faut-il s'attendre que les bonnes surprises de 2008 se répètent l'année 2009? Nous restons confiants sur les perspectives des marchés financiers. Nous défendons, en effet, l'idée que la reprise des marchés financiers pourrait être bénéfique pour le résultat financier de la STAR qui est le deuxième levier de rentabilité de la compagnie d'assurance. Par ailleurs, la cadence de réalisation de ce plan d'investissement aura un impact sur la rentabilité de la STAR. Si on se situe dans une philosophie d'investissement patiente et des perspectives d'investissement à long terme, les résultats ne seront pas forcément affectés. Au contrario, si la stratégie de la STAR serait essentiellement basée sur des investissements intensifs en capital, la rentabilité pourrait se trouver plomber par cette pseudo restructuration. Investir dans la STAR, reviendra à capitaliser sur les rendements solides que réalisera la compagnie sur le long terme.

Pour conclure, c'est la baisse des marchés actions et la crainte d'un ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires qui sont les principaux risques. Par peur d'excès d'optimisme, c'est un rythme de progression des bénéfices relativement modérée qu'on anticipe. Ces projections restent pourtant tout à fait honorable dans la mesure où la vague de restructurations qui a dopé les résultats touche à sa fin et où les dépenses d'investissement vont être orientées à la hausse. La STAR, n'a cependant pas cessé de dépasser les attentes, poussant sa rentabilité un peu plus haut à chaque publication annuelle.

Département Recherches et Etudes

Nabil DOUIHECH
Responsable département

Najla Ben Jemia
Meriem Slimani
Hela Zarrouk

Département Asset Management

Salwa KHALDI
Responsable département

Imen RAZGALLAH
Nacir TRIKI

Département Back Office

Nabil GUEDRI
Responsable département

Hajer KOUKI
Kaouther ALOUI
Mahmoud AOUADI

Département Commercial

Belhassen KHAYATI
Responsable département

Aymen ARFAOUI
Amina DAYEKH

Département Marché

Hatem HLAOUI
Responsable département

Monia HAMROUNI
Rym CHOUCHE

Département Comptable et Financier

Monia ABED
Responsable département

Leila HAJRI
Meriem GUIRAS

Contrôle Interne

Taher LATRACH

CONTACTS: MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez-1053-Les berges du Lac

Tél : (+216 71) 960 530/ 960 292

Fax : (+216 71) 960 565

www.maxulabourse.com.tn

E-mail : maxulabourse@topnet.tn