

Principaux actionnaires

BNA (16,3%)
STAR (14,5%)
STB (4%)

Titres

Nominal	5
Nombre	9 000 000
Capitalisation boursière (MD)	93

Cours

Clôture	10,310
31/12/2010	14,760
Cours d'introduction	7

Variation

Début 2011	-30,2%
Année 2010	110,9%
Depuis l'introduction en bourse	47,3%

Plus haut – Plus bas

2011	10,310 - 15,100
2010	10,450 - 17,900

Dividende

Montant	0,375
Div Yield	3,6%

Valorisation

PE 2009	18,4
PE 2010	19,5
P/BV	1,3

Points clés :

- Une année 2010 très sinistrée ayant impacté la rentabilité du réassureur ;
- Une marge de solvabilité jugée très confortable largement en dessus de la norme internationale ;
- Une bonne maîtrise des charges avec un ratio combiné de 98% ;
- Des provisions techniques en augmentation de 31,4% mais leur couverture est assurée par les placements ;
- Une augmentation de capital de 30MD reportée pour le second semestre de l'année en cours ;
- Un renforcement des fonds propres afin d'améliorer le rating et la solidité financière de la compagnie ;
- Une valorisation chère par rapport au marché mais justifiée par le potentiel de croissance escompté ;
- Un rendement en dividende le plus élevé du secteur des assurances ;
- Nous réitérons notre recommandation : Conserver (+)

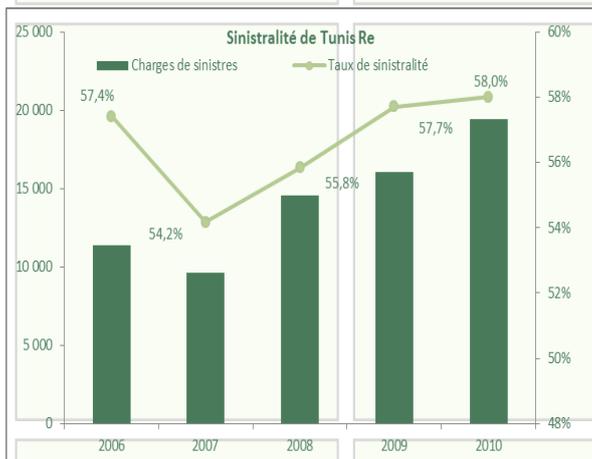
L'année 2010 peut être considérée comme une année sinistrée pour le réassureur national. D'importants sinistres ont été enregistrés dont les plus gros sont :

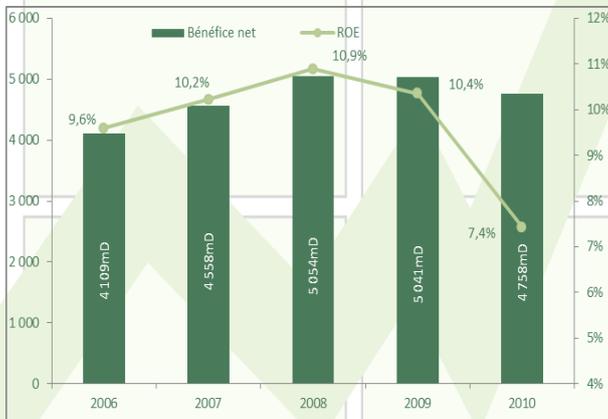
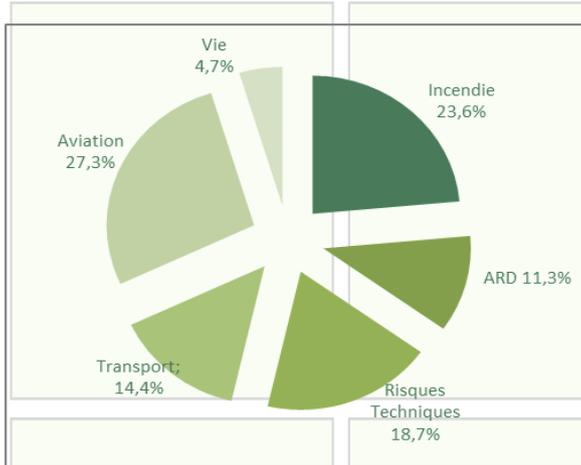
- Le crash de l'avion appartenant à Mauritania AW's survenu en juillet 2010 dont la part brute supportée par Tunis Re est de 47,4MD. Après rétrocession, la part de la société n'est que de 0,5MD ;
- Les derniers événements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011 ont occasionné des dégâts considérables dont le plus important est celui de l'hypermarché Géant. La part brute revenant à Tunis Re est de 14,3MD.

En conséquence, la charge de sinistres nette de la rétrocession s'établit désormais à 19,5MD supérieure de 21,1% par rapport à l'année dernière.

Le taux de sinistralité s'est donc déprécié passant de 57,7% en 2009 à 58% en 2010.

En ce qui concerne l'activité, le chiffre d'affaires de la société a





augmenté de 21,3% à 73,7MD dépassant ainsi les projections du business plan de 9,6%. L'amélioration a concerné toutes les branches et un grand saut revient à la branche « Vie » dont l'activité a performé de 145% à 3,5MD et elle gagne ainsi 2,4 points dans la structure du chiffre d'affaires de la compagnie à 5%.

L'augmentation sensible de la sinistralité a limité la progression du résultat technique seulement de 9,8% à 813mD (contre 750mD en 2009). Le ratio combiné quant à lui, mesurant l'efficacité de la gestion des compagnies d'assurances et de réassurance s'est amélioré à 98%, soit une appréciation de 0,7 points.

Quant à l'activité financière, elle a généré des revenus de 5,4MD en progression de 5% par rapport à 2009. Les placements ont évolué de 15% à 153MD suite à l'injection des fonds issus de la dernière augmentation de capital opérée sur le marché financier par ouverture du capital et introduction sur la cote de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

D'un autre côté et en raison de l'augmentation sensible de l'écart de conversion suite à la dépréciation du dinar par rapport aux monnaies étrangères, la compagnie de réassurance a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice net de 4,7MD en régression de 5,3% et en décalage par rapport au business plan de 23%. Tunis Re aurait pu largement respecter ses prévisions, voire même les dépasser si la sinistralité s'était établie à un niveau normal.

Malgré l'augmentation sensible des provisions techniques (+32%) en raison de la forte sinistralité, Tunis Re arrive tout de même à afficher un ratio de couverture de 100%, soit le minimum requis par les autorités de tutelle. Quant à la solvabilité de la société, elle se situe à 95% : un niveau jugé très confortable par rapport à la norme internationale qui se situe à 80%.

Les retombées des derniers évènements sur l'activité de Tunis Re et Perspectives d'avenir :

Le secteur des assurances a été très impacté par les derniers évènements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011. Plusieurs unités industrielles et commerciales ont été touchées dont 144 centres commerciaux et 322 agences bancaires. Le total des dégâts assurables engendrés par ces émeutes et mouvements populaires totalise 200MD à la charge du secteur des assurances.

Pour Tunis Re, la charge brute avant rétrocession est de 48MD dont 15MD comptabilisée au titre de l'exercice 2010. Le reste (soit 33MD) sera supporté par l'exercice en cours. La charge nette de sinistre a été estimée à 3MD.

Par ailleurs, le ralentissement économique qui prévaut actuellement en Tunisie a affecté sensiblement la production du secteur des assurances. Un fléchissement qui a touché essentiellement les contrats d'assurances liés à l'activité commerciale (Transport des Facultés et Crédit à l'exportation) et ceux relatifs aux opérations d'investissement. La

reprise dépendra certainement des nouvelles orientations du pays ainsi que les perspectives futures relatives au climat économique, social et politique dans le pays.

Cependant et suite aux différents sinistres enregistrés, une éventuelle augmentation tarifaire au niveau de la couverture des risques socio-politiques est très envisageable et le développement d'un potentiel assurable au niveau régional jouera en faveur de l'activité de Tunis Re.

D'un autre côté, la propagation du vent de la révolution sur les marchés arabes affectera certainement l'activité de la société. En 2010, la zone MENA représente à elle seule 19% du volume d'affaires. Ainsi, la société révisera à la baisse ses objectifs fixés afin de minimiser son exposition sur cette zone où le risque de sinistralité est très important.

Par contre, il est important de signaler que les sinistres engendrés par la révolution libyenne seront exclus de la couverture en réassurance vu leur caractère de risque « Guerre civile ».

Sur un autre plan et dans le but de diversifier davantage son activité et son champ d'intervention, la société a mis en place une structure Retakaful, opérationnelle depuis le début de cette année afin de satisfaire une demande en forte croissance surtout au niveau des marchés asiatiques. Cette activité a généré sur les trois premiers mois de cette année un chiffre d'affaires de 267mD.

Globalement, les perspectives d'avenir de la compagnie nous paraissent prometteuses. Même si à court terme, nous pensons qu'une forte sinistralité (jugée exceptionnelle) devra impacter la rentabilité de la société, mais à moyen terme, le potentiel de croissance est très important surtout à l'échelle internationale. L'ouverture prochaine d'un bureau de représentation en Afrique subsaharienne permettra à la société de tirer profit du potentiel de croissance existant dans cette zone sans compter la proximité vers d'autres marchés et le contact direct avec les partenaires. La nouvelle activité Retakaful mise en place selon les normes de la finance islamique viendra elle aussi booster le chiffre d'affaires du réassureur national.

La prochaine consolidation des fonds propres devra permettre à la société d'améliorer son rating et sa solidité financière dans le but de renforcer sa position sur le marché local et développer son activité internationale.

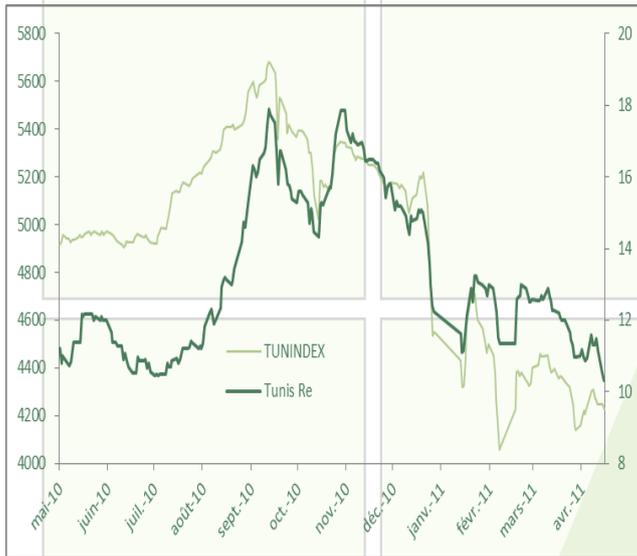
Rappelons que la dernière AGE a décidé d'augmenter le capital social de 30MD : 27MD par souscription en numéraire au prix de 11,500D l'action et 3MD par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour 15 détenues.

Au vu des circonstances actuelles du marché boursier, il a été décidé de reporter ladite augmentation de capital pour le second semestre de cette année. Un éventuel ajustement des conditions d'émission est envisagé à la lumière de l'évolution du cours boursier.

De plus, une deuxième augmentation de capital pour le porter à 100MD serait peut être réservée à un partenaire stratégique qui lui apportera toute son assistance technique.

Par ailleurs, le management a promis d'actualiser son business plan pour la période 2011-2015 en tenant compte de l'impact des derniers événements ainsi que la révision des objectifs fixés sur la zone MENA.

Aspect boursier et recommandation :



D'un point de vue boursier, le titre Tunis Re a été parmi les gros gagnants de la bourse en 2010. Il a affiché une performance boursière de 111%. Néanmoins, depuis le début de cette année 2011 et vu le contexte politico-économique qui prévaut actuellement dans le pays, le titre a perdu plus de 30% de sa valeur.

Actuellement, il se valorise à 19,5 fois ses bénéfices de 2010 : une surcote de 56% par rapport au secteur des assurances et 45% par rapport à l'ensemble du marché. Cette prime se justifie par la croissance escomptée pour les prochaines années.

De plus, il offre un rendement en dividende de 3,6% (sur la base d'une distribution de 0,375D par action, soit le même niveau que celui de l'année dernière) parmi les plus élevés du secteur des assurances.

Compte tenu de tout ce qui précède, nous réitérons notre recommandation sur le titre : Conserver (+).