

Principaux actionnaires

| | |
|--------------|--------------|
| BNA (16,3%) | STAR (14,5%) |
| COMAR (7,6%) | STB (4%) |

Titres

| | |
|--------------------------------------|------------|
| Nominal | 5 |
| Nombre après augmentation de capital | 15 000 000 |
| Capitalisation boursière (MD) | 167,7 |

Cours

| | |
|-----------------------|--------|
| Prix de souscription | 10,000 |
| Clôture au 06/04/2012 | 11,180 |
| 31/12/2011 | 11,480 |

Variation

| | |
|------------|--------|
| Début 2012 | -2,6% |
| Année 2011 | -19,7% |

Plus haut – Plus bas

| | |
|------------|-----------------|
| Début 2012 | 10,750 – 11,580 |
| Année 2011 | 9,100 – 15,450 |

Dividende

| | |
|------------------------------|-------|
| Montant à distribuer en 2013 | 0,325 |
| Div Yield | 3,3% |

Valorisation

| | |
|---------|------|
| PE 2012 | 20,0 |
| PE 2013 | 15,5 |
| P/BV | 1,1 |

Caractéristiques de l'augmentation de capital

Nombre de titres : 6 000 000 actions

Prix d'émission : 10 dinars

Parité : 2 actions nouvelles à souscrire pour 3 anciennes détenues

Jouissance des nouvelles actions : 1^{er} janvier 2012

Période de souscription : du 16 au 30 avril 2012 inclus

But de l'augmentation de capital :

- Consolider les fonds propres dans le but d'une amélioration de la notation technico financière ;
- Renforcer la présence sur le marché local et développer l'activité à l'échelle internationale.

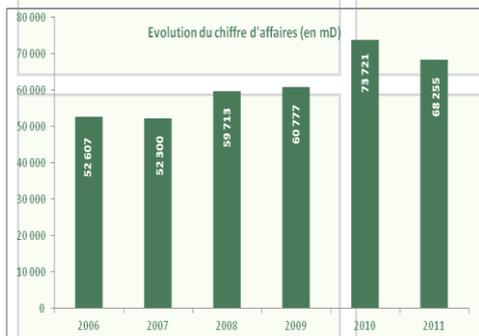
Points clés :

- Une année 2011 bénéficiaire malgré une forte sinistralité jugée exceptionnelle ;
- Des provisions techniques en augmentation de 10% mais leur couverture est assurée par les placements ;
- Mise en place de l'activité Retakaful générant un bénéfice net de 98mD avec un objectif de 741mD d'ici 2015 ;
- Un renforcement des fonds propres afin d'améliorer le rating et la solidité financière de la compagnie ;
- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 8% pour les prochaines années avec un objectif de doublement du bénéfice net d'ici 2014 grâce à une meilleure maîtrise des charges et une rétention plus importante ;
- Une opportunité d'investissement à faible risque ;
- Un prix de souscription en décote de 10,6% par rapport au cours boursier .

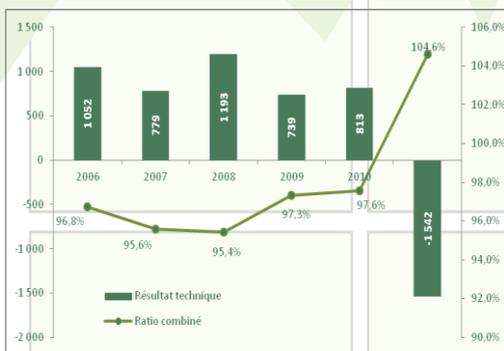
Nous recommandons de souscrire à l'augmentation de capital.

L'année 2011 pour « Tunis Re » :

Régression du chiffre d'affaires de 7% suite au retrait des avions appartenant à l'ancien régime



Une sinistralité exceptionnelle pesant lourdement sur la rentabilité



→ **Un bénéfice net de 871mD**



Les retombées de la révolution du 14 janvier 2011 ont eu un impact considérable sur « Tunis Re » que ce soit au niveau de son activité que sur sa sinistralité pesant ainsi lourdement sur la rentabilité du réassureur. Cependant, un grand salut pour « Tunis Re » qui malgré cette conjoncture exceptionnelle est arrivée tout de même à clôturer cette année très difficile avec un résultat net **bénéficiaire** de 871mD contre 4 758mD en 2010 et ce, grâce à sa solidité financière. Ce bénéfice aurait dû s'établir aux alentours de 8MD en neutralisant l'impact des événements survenus au début de l'année 2011.

Ainsi, le chiffre d'affaires pour l'année 2011 a atteint 68,3MD en régression de 7,4% par rapport à 2010. Ceci s'explique essentiellement par le ralentissement de l'activité économique ainsi que le retrait de quelques appareils appartenant à la famille de l'Ex-Président touchant ainsi la branche aviation qui désormais ne représente que 21% du chiffre d'affaires contre 27% en 2010.

A l'échelle internationale, le chiffre d'affaires a lui aussi baissé de 6,7% ayant concerné essentiellement les régions du Maghreb ainsi que les pays arabes (respectivement de 16,1% et 19,6%). La propagation de la révolution à l'échelle arabe a incité « Tunis Re » à réviser ses objectifs surtout pour le marché libyen.

En matière de sinistres, la charge brute avant rétrocession relative aux mouvements populaires est de l'ordre de 42MD (dont 15,7MD ont été rattachés à l'exercice 2010). En net (après rétrocession), la charge sinistre n'est que de 6,2MD. En neutralisant les sinistres liés à ces mouvements populaires, la charge sinistre relative à l'exercice de 2011 serait de l'ordre de 28,8MD, soit au même niveau que 2009. Il est bon de rappeler qu'en 2010 aussi, la charge sinistre de « Tunis Re » était importante suite au crash de l'avion appartenant à Mauritania AW's survenu en juillet 2010 et dont la part brute supportée par « Tunis Re » est de 47,4MD, mais en net elle n'était que de 0,5MD.

En conséquence, la charge de sinistres nette de la rétrocession s'établit désormais à 21,6MD supérieure de 11,1% par rapport à l'année dernière.

Le taux de sinistralité s'est donc déprécié de 6,2 points passant à 64,4% en 2011.

Le ralentissement de l'activité couplé à une augmentation sensible de la sinistralité, jugée même exceptionnelle a induit à un résultat technique déficitaire pour la première fois durant les 6 dernières années à 1 542mD contre un excédent de 813mD en 2010. Le ratio combiné s'est ainsi détérioré de 7 points pour dépasser la barre de 100% à 104,6%.

Profitant d'une bonne rémunération de ses placements malgré une légère dégradation (-4,6%), « Tunis Re » est arrivée à réaliser un bénéfice net de 871mD correspondant à un ROE de 1,8%.

En dépit d'une augmentation des provisions techniques (+10%) en raison de la forte sinistralité, « Tunis Re » affiche un ratio de couverture de 108,5%, dépassant ainsi le minimum requis par les autorités de tutelle (100%).

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 afin de satisfaire une demande en forte croissance surtout au niveau des marchés asiatiques. Cette activité a généré un bénéfice net de 98mD pour un chiffre d'affaires de 814mD.

Comment se présente l'année 2012 pour « Tunis Re » ainsi que son évolution future ? :

Dans le cadre de son augmentation de capital de 45MD à 75MD, « Tunis Re » a mis en place un plan de développement allant de 2012 à 2015 et dont les principaux axes stratégiques s'articulent au tour de :

- Renforcement des fonds propres et amélioration de son rating et sa notoriété. En plus de l'actuelle augmentation de capital, une deuxième est prévue pour 2014 pour porter le capital social à 100MD et sera réservée à un partenaire stratégique local ou étranger et qui apportera à la compagnie tout son savoir-faire technique ;
- Consolidation de son positionnement sur le marché local dont le potentiel de croissance est important : « Tunis Re » détient une part de marché de seulement 24,3% ;
- Développement de sa présence sur les marchés étrangers avec l'ouverture d'un bureau de représentation en Afrique subsaharienne au courant de cette année et qui lui permettra 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. Un autre bureau en Asie pourrait probablement voir le jour d'ici 2015 au cas où le premier bureau fera ses preuves et génèrera à la société un chiffre d'affaires additionnel consistant.

| (en mD) | 2010 | 2011p | 2012p | 2013p | 2014p | 2015p |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Primes acceptées | 63 313 | 70 432 | 72 116 | 76 909 | 82 998 | 88 476 |
| <i>dont Takaful</i> | | 513 | 916 | 1 014 | 1 052 | 1 106 |
| Primes acquises rétrocédées | 29 868 | 36 865 | 36 694 | 38 037 | 40 575 | 42 749 |
| <i>dont Takaful</i> | | 126 | 175 | 181 | 188 | 194 |
| Primes acquises nettes | 33 445 | 33 567 | 35 422 | 38 872 | 42 423 | 45 727 |
| Charges de sinistres | 19 457 | 21 618 | 19 938 | 21 198 | 21 679 | 23 320 |
| <i>dont Takaful</i> | | 286 | 212 | 232 | 221 | 221 |
| Frais d'exploitation | 13 175 | 13 491 | 13 965 | 15 227 | 15 891 | 16 844 |
| <i>dont Takaful</i> | | 164 | 258 | 270 | 283 | 296 |
| Résultat technique | 813 | -1 542 | 1 519 | 2 447 | 4 853 | 5 563 |
| | | -63 | 271 | 331 | 360 | 395 |
| Produits des placements | 5 770 | 5 212 | 9 333 | 10 838 | 13 389 | 16 049 |
| <i>dont Takaful</i> | | 32 | 84 | 112 | 151 | 181 |
| Charges des placements | 1 050 | 1 480 | 1 040 | 1 026 | 1 080 | 1 129 |
| Autres produits non techniques | 5 790 | 5 518 | 6 376 | 6 866 | 7 310 | 7 686 |
| <i>dont Takaful</i> | | 129 | 144 | 151 | 158 | 165 |
| Autres charges non techniques | 5 966 | 6 737 | 7 468 | 7 937 | 8 145 | 8 316 |
| Résultat avant impôt | 5 357 | 971 | 8 720 | 11 187 | 16 327 | 19 853 |
| <i>dont Takaful</i> | | 98 | 499 | 593 | 669 | 741 |
| Résultat de l'exercice | 4 758 | 871 | 7 496 | 9 666 | 14 041 | 17 095 |
| <i>dont Takaful</i> | | 98 | 499 | 593 | 669 | 741 |

Ainsi, le chiffre d'affaires affichera une croissance annuelle moyenne de 8% pour s'établir à 92,5MD en 2015 contre 74MD en 2012. La rétention devrait elle aussi s'améliorer passant de 48,4% en 2012 à 51% en 2015.

La sinistralité de la compagnie retrouvera ses niveaux de 2009 avec une amélioration de 5 points tout au long de la période du plan pour s'établir à 51% en 2015 contre 56,3% en 2012. Grâce à une meilleure maîtrise des charges opérationnelles, le ratio combiné devrait passer de 95,7% en 2012 à 87,8% à l'horizon de 2015.

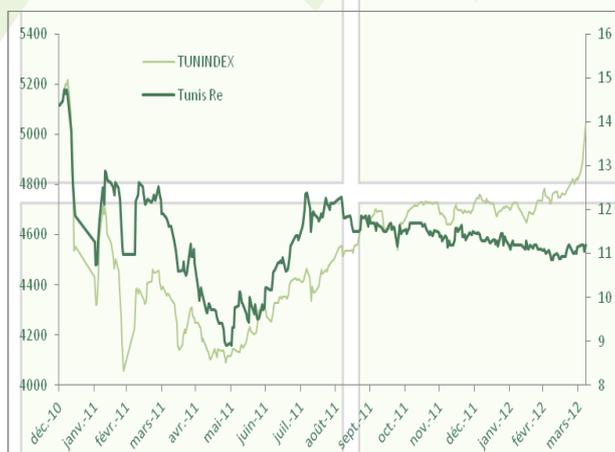
Le résultat technique devrait évoluer à une forte cadence passant de 1,5MD en 2012 à 5,6MD en 2015. Le bénéfice net quant à lui se situera aux alentours de 17MD en 2015 contre 7,5MD en 2012.

Par ailleurs, la nouvelle activité Retakaful mise en place en 2011 selon les normes de la finance islamique viendra elle aussi booster le chiffre d'affaires du réassureur national. Elle dégagera un résultat net de l'ordre de 741mD en 2015 contre 499mD en 2012.

Globalement, les perspectives d'avenir de la compagnie nous paraissent prometteuses et nous estimons que le potentiel de croissance est très important surtout à l'échelle internationale.

| | 2010 | 2011p | 2012p | 2013p | 2014p | 2015p |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Taux de rétention | 48,6% | 50,5% | 48,4% | 49,8% | 50,3% | 51,0% |
| Ratio combiné | 97,6% | 104,6% | 95,7% | 93,7% | 88,6% | 87,8% |
| Taux de sinistralité | 58,2% | 64,4% | 56,3% | 54,5% | 51,1% | 51,0% |
| Taux de couverture des provisions | 100,9% | 108,5% | 154,2% | 156,2% | 185,4% | 185,9% |
| ROE | 7,3% | 1,3% | 6,1% | 7,7% | 7,8% | 9,1% |

Aspect boursier du titre :



Durant l'année 2011 et vu le contexte politico-économique qui prévaut dans le pays, le titre « Tunis Re » a affiché une performance boursière négative de 19,7% contre -13,4% pour le secteur des assurances. Le titre a été très sanctionné par le marché en raison de la forte sinistralité de la compagnie suite aux événements qui ont secoué la scène politique durant le mois de janvier. De plus, le report de la réalisation de l'augmentation de capital prévue pour la première moitié de l'année n'a pas joué en faveur du titre.

Depuis le début de l'année en cours, le titre a continué dans sa tendance baissière puisqu'il a perdu 2,6% de sa valeur contre une performance du secteur des assurances de 5,6% suite à la bonne progression du titre STAR de 10,1%.

| | Pays | P/BV |
|------------------|----------------|------------|
| Swiss Re | Suisse | 0,6 |
| Munich Re | Allemagne | 0,7 |
| SCOR | France | 0,8 |
| Hannover Re | Allemagne | 0,8 |
| Moyenne | | 1,2 |
| Tunis Re | Tunisie | 1,1 |
| STAR | Tunisie | 1,8 |
| Assurances Salim | Tunisie | 2,7 |

Actuellement et sur la base d'un prix d'émission de 10D (soit une décote de 10,6% par rapport au cours actuel), le titre « Tunis Re » se valorise à 20 fois les bénéfices estimés pour l'année 2012 : une valorisation en ligne avec la moyenne du 21x.

Se basant sur le critère Book Value, la valorisation de « Tunis Re » se compare favorablement par rapport aux sociétés tunisiennes ainsi qu'à d'autres compagnies étrangères, telles que Munich Re ou Swiss Re. En effet, le titre se valorise à 1,1 sa valeur comptable contre une moyenne d'un échantillon de réassureurs nationaux et internationaux de 1,2.

En matière de rémunération des actionnaires, le management de la société prévoit une distribution de 0,325D par action au titre de l'exercice écoulé. Une distribution qui doit être confirmée par le conseil d'administration et approuvée par la prochaine AGO. Sur la base de cette distribution, le titre offre un rendement en dividende de 2,9% et ce pour les anciennes actions. En effet, les nouvelles actions émises porteront jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2012, et ne bénéficieront pas de la distribution des dividendes au cours de cette année. Elles seront alignées aux actions anciennes à partir de la date de distribution des dividendes relatifs à l'exercice 2011.

En revanche et au titre de l'exercice 2012, le management prévoit la distribution d'un dividende de 0,325D par action, soit un rendement de 3,3% (sur la base d'un prix de souscription de 10D), un rendement que nous jugeons attrayant par rapport à l'ensemble du marché.

Sur un autre plan et en matière de gouvernance, « Tunis Re » a lancé un appel à candidature au poste d'un administrateur représentant les petits porteurs conformément à l'engagement pris par la société lors de son introduction en bourse. La prochaine assemblée devrait élire le nouvel administrateur après son approbation par l'autorité de tutelle (CGA). Rappelons à ce stade que l'administrateur élu doit répondre à des conditions particulières prévues par l'article 50 ter et 85 du code des assurances telle que la compétence et l'expérience dans le domaine des assurances.

Recommandation :

« Tunis Re » a pu maintenir sa présence parmi les assureurs nationaux avec une part de marché de 24,3% et la place en tant que réassureur national de premier ordre. L'activité à l'étranger génère quant à elle 33% des revenus dont 51% proviennent des pays du Maghreb et du Moyen Orient.

Les retombées de la révolution du 14 janvier 2011 ont eu impact considérable sur « Tunis Re » que ce soit au niveau de son activité que sur sa sinistralité pesant ainsi lourdement sur la rentabilité du réassureur.

Pour les prochaines années, « Tunis Re » tient le pari de l'internationalisation en confortant son positionnement sur le marché local et en s'imposant en tant que réassureur régional professionnel leader.

L'actuelle levée de fonds permettra au réassureur national d'améliorer sa notation dans le but de s'aligner aux standards internationaux et d'accéder à de nouveaux marchés. Un bureau de représentation en Afrique Subsaharienne devra être ouvert au courant de cette année afin de tirer profit du potentiel de croissance existant au niveau de cette zone.

Le business plan de « Tunis Re » prévoit une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 8% et un doublement du bénéfice net à l'horizon de 2014.

La souscription à l'augmentation de capital de « Tunis Re » constitue à notre avis une opportunité d'investissement à faible risque.

Compte tenu de tout ce qui précède, nous recommandons de souscrire à l'augmentation de capital.