

Tunis Re en Bourse

En toute Ré Assurance



Souscrire à l'OPF

Mars 2010

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant (en dinars)
Catégorie A : OPCVM (SICAV et FCP) sollicitant au minimum 500 actions tout en respectant les dispositions légales en matière de ratios prudentiels	40%	800 000	5 600 000
Catégorie B : Institutionnels (autres que les OPCVM) sollicitant au minimum 500 actions et au maximum 40 000 actions	20%	400 000	2 800 000
Catégorie C : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères (autres que les OPCVM et les institutionnels) sollicitant au minimum 501 actions et au maximum 40 000 actions	20%	400 000	2 800 000
Catégorie D : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes sollicitant au minimum 20 actions et au maximum 500 actions	19%	380 000	2 660 000
Catégorie E : Personnel de « Tunis Re »	1%	20 000	140 000
Total	100%	2 000 000	14 000 000

Période de souscription: du 5/4/2010 au 16/4/ 2010

■ Objectif de l'augmentation de capital

Dans le cadre de l'orientation économique de la Tunisie à devenir une place financière internationale, le pays cible le développement des services bancaires, des services assurantiels et des institutions financières. Dans ce contexte, la société «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. Ainsi, la société a bâti sa stratégie d'évolution sur les axes majeurs suivants :

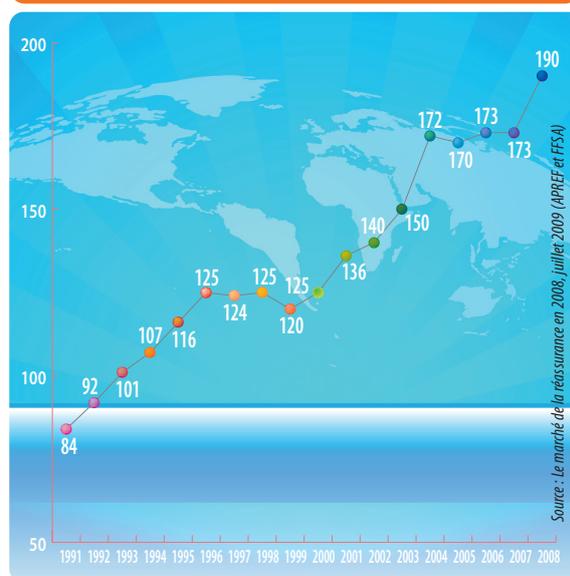


- Renforcement de son assise financière en vue de booster sa solidité et d'améliorer sa notation technico-financière ;
- Consolidation de sa position sur le marché local et renforcement de sa présence en tant que référence sur les marchés régional et international ;
- Accroissement de sa rentabilité par la diversification de son activité dans les domaines de croissance rentable, l'amélioration du système de contrôle interne et la maîtrise de sa stratégie de gestion des risques;
- Développement de son expertise métier et renforcement des actions d'assistance technique à ses partenaires en vue de valoriser son image de marque et sa notoriété.

■ La réassurance dans le monde

Malgré la crise financière, les réassureurs ont affiché en 2008 de bonnes performances comparativement aux banques, ainsi qu'une solvabilité permettant de faire face à des sinistres de grande ampleur. En effet, les répercussions de la crise ont touché à un degré beaucoup moindre le secteur d'assurance et de réassurance. Le chiffre d'affaires de la réassurance mondiale (volume des primes) a évolué à un rythme de 5% l'an durant les deux dernières décennies. L'Amérique du Nord et l'Europe restent

Evolution du volume des primes de réassurance dans le monde 1990-2008 (en M\$)



les principaux demandeurs de réassurance, puisque 51 % des primes cédées au niveau mondial viennent du marché américain et 37 % du marché européen.

Les dix premiers réassureurs dans le monde accaparent plus de 51% de part de marché en termes de primes nettes cédées en réassurance. Les trois premiers réassureurs dans le monde détiennent près de 40% du marché Non-Vie et plus de la moitié du marché Vie.

■ La réassurance en Tunisie

Le secteur de l'assurance en Tunisie a été épargné des effets directs de la crise mondiale du fait que le cadre légal dans lequel évolue ce secteur obéit à des règles prudentielles strictes en matière de placements représentant les provisions techniques qui garantissent le respect des principes de sécurité, de rentabilité, de liquidité et de répartition conformément à un catalogue de placement fixé par les autorités. En 2008, les primes cédées ont augmenté de 11,6% et le taux de cession s'établit à 20,6% des primes émises. Les branches «Incendie», «Accidents et risques divers» & «Transport (aviation comprise)» demeurent fortement réassurées.

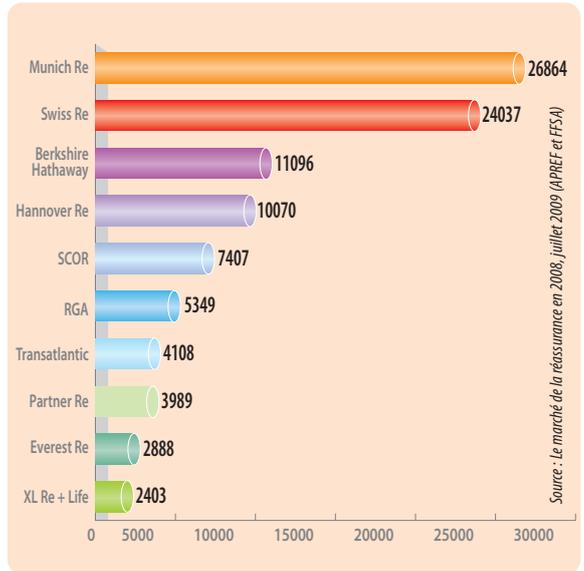
■ Présentation de «Tunis Re»

La société Tunisienne de Réassurance «Tunis Re» a été créée en 1981 à l'initiative des pouvoirs publics, avec l'adhésion des entreprises d'assurance et de réassurance et le concours du secteur bancaire, sous la forme d'une société anonyme avec un capital initial de 2MD. Plusieurs augmentations de capital ont été succédées pour répondre aux impératifs du métier de la réassurance exigeant un niveau minimum de solvabilité financière.

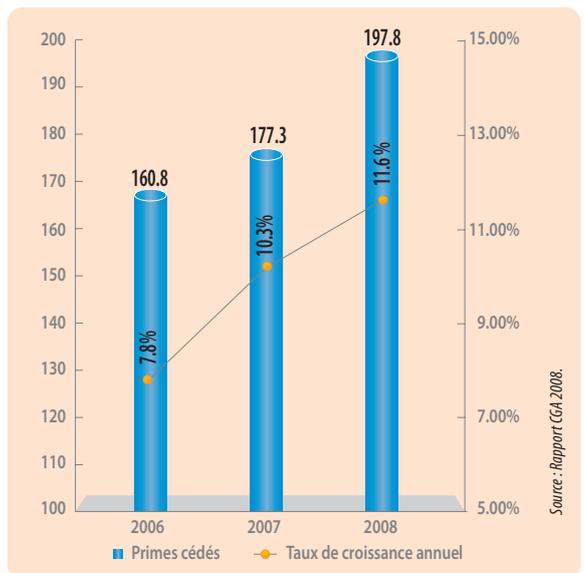
Actuellement, le capital de «Tunis Re» est de 35MD détenu principalement par des banques tunisiennes à hauteur de 39% et par des compagnies d'assurances pour 40,7%. La présence d'importantes institutions financières dans le capital de la société témoigne de la confiance qu'elles ont envers «Tunis Re».

Depuis sa création, «Tunis Re» agit dans un contexte concurrentiel et son intervention sur le marché local se réalise sur la base de relations commerciales conçues et arrêtées d'un commun accord avec les cédantes. Grâce au savoir faire et à la maîtrise du processus de souscription acquis, «Tunis Re» s'est attelée au développement de ses activités en international et particulièrement sur le plan régional prenant l'option de devenir une société régionale de réassurance. Cette vocation est déjà visée en tissant des relations d'affaires avec des cédantes des pays africains, arabes et asiatiques.

Primes de réassurance cédées aux 10 premiers réassureurs au monde en 2008 (en milliards USD)



Evolution des primes cédées (en MD)



■ Activité de «Tunis Re»

Le chiffre d'affaires global de «Tunis Re» a affiché une nette évolution sur la période 2006-2008 avec une croissance moyenne sur la période atteignant 4,2%.

L'année 2008 a été marquée par un niveau remarquable des acceptations pour un montant de 59,7MD, soit une progression de 14,2% par rapport à l'année 2007. Cette évolution résulte essentiellement des augmentations des primes de la plupart des branches tant pour les affaires tunisiennes qu'étrangères.

Les primes en provenance de la Tunisie représentent une part prépondérante dans la structure du chiffre d'affaires de la société (70%). L'importance du chiffre d'affaires émanant de ce marché est le fruit de l'effort commercial mené par «Tunis Re» afin de promouvoir sa part dans cette zone.

En effet, «Tunis Re» a pu maintenir sa présence parmi les assureurs nationaux, ce qui lui a valu une part de marché de 21,1%, et qui la place en tant que réassureur national de premier ordre.

Au niveau du chiffre d'affaires provenant de l'étranger, les Pays Arabes détiennent la part la plus importante avec 46% du portefeuille étranger en 2008, confirmant ainsi le recentrage des activités de la compagnie sur cette région. Le Maghreb a été toujours le centre d'intérêt pour «Tunis Re» puisqu'il contribue à hauteur de 22% du chiffre d'affaires international avec une évolution de 41% par rapport à 2007.

La répartition du chiffre d'affaires par branche indique une prépondérance des branches «Incendie» et «Aviation» dans la structure du portefeuille global, marquant chacune une part respective de 24% et 22%. L'importance du chiffre d'affaires «Incendie» dans le portefeuille de «Tunis Re» est le fruit des diverses actions commerciales. Quant à la branche «Aviation», son chiffre d'affaires puise sa légitimité dans le fait que «Tunis Re» est gestionnaire du pool d'assurance aviation englobant l'ensemble des lignes aériennes tunisiennes.

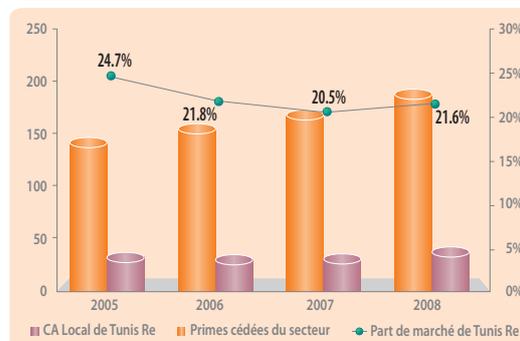
La branche «Vie» représente 2% du chiffre d'affaires de «Tunis Re» expliquée par les cessions limitées des cédantes au niveau de cette branche

La rétrocession constitue un vecteur important dans la politique de développement de la société. Ainsi, le programme de protection de «Tunis Re» tient compte du niveau de risque conservé, niveau qui doit être cohérent avec la capacité financière.

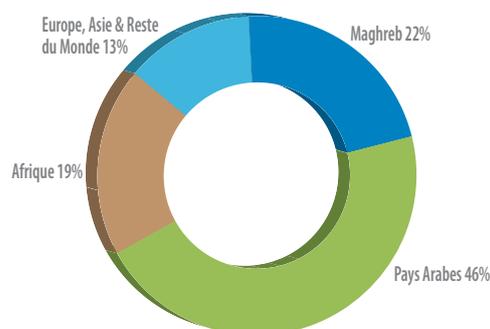
Evolution du chiffre d'affaires (en MD)



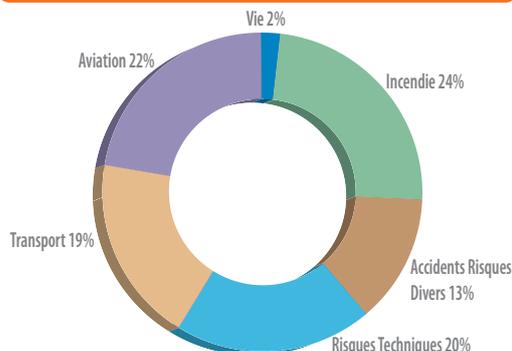
Part de marché



Chiffre d'affaires à l'étranger



Chiffre d'affaires par branches en 2008





En 2008 le programme de couverture en rétrocession a connu une modification par rapport aux années antérieures. En effet, le schéma de rétrocession a été révisé sur la base d'une étude faite par un cabinet étranger spécialisé, favorisant le renforcement de la rétention.

Les primes rétrocedées ont atteint 31 445mD en 2008 contre 33 618mD en 2007, enregistrant ainsi une amélioration de 6,5%. En effet, le taux de rétention global s'est amélioré de 32,5% pour atteindre 47,3% en 2008 contre 35,7% en 2007 : C'est la conséquence de l'effet de la restructuration partielle du programme de rétrocession.

Du côté des sinistres, «Tunis Re» a connu une sinistralité d'un niveau très raisonnable, malgré la survenance d'importants sinistres en 2008 pour une valeur globale de 1 528mD. En effet, la sinistralité s'est située à 55,8% en 2008.

Le ratio combiné est la meilleure mesure d'efficacité de la gestion des compagnies d'assurance et de réassurance. Pour «Tunis Re», il n'a cessé de s'améliorer d'une année à une autre pour se stabiliser autour de 95% en 2008. Ceci témoigne de la rigueur de la société en matière de contrôle des charges.

	2005	2006	2007	2008
Ratio combiné	99,1%	94,8%	95,6%	95,4%

L'activité financière de «Tunis Re» est constituée de placements financiers, monétaires, immobiliers et des dépôts espèces auprès des cédantes en représentation des engagements techniques.

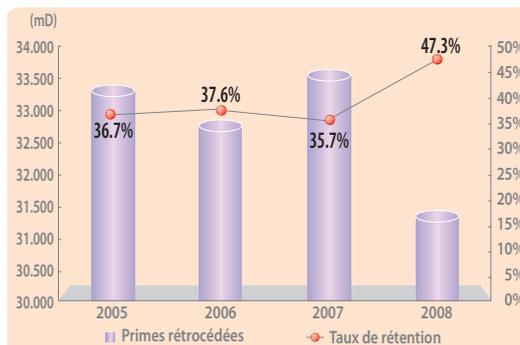
Elle s'est caractérisée en 2008 par un volume de 130MD contre 120,4MD en 2007, soit un accroissement de 8%. En terme de structure, les placements monétaires représentent 48% de l'ensemble des placements, contre 15% pour les placements financiers.

La raréfaction des valeurs présentant des risques limités a amené «Tunis Re» à recourir de plus en plus aux instruments du marché monétaire dont les taux de placement sont indexés au TMM.

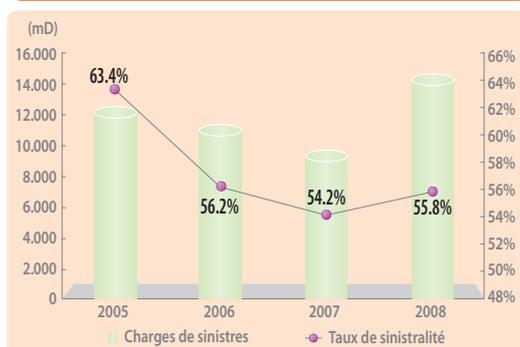
En 2008 et malgré les fortes agitations des marchés financiers internationaux, «Tunis Re» a été épargnée dans une large mesure de la crise financière. En effet, les produits financiers ont enregistré une progression de 15,8% passant de 5,3MD en 2007 à 6,1MD en 2008.

Cette évolution s'explique par l'amélioration des revenus relatifs aux placements financiers qui ont atteint 1,3MD, et ce suite à la réalisation de plus values sur cessions de titres cotés. Le rendement global des placements ne cesse d'augmenter d'une année à une autre pour s'établir à 4,7% en 2008.

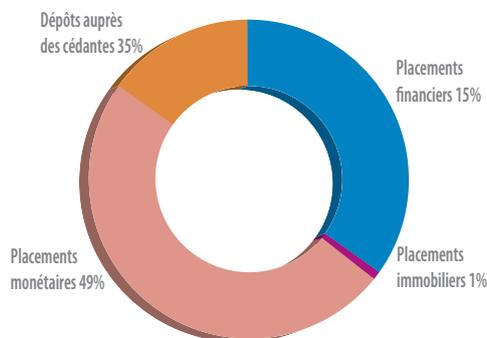
Les Primes rétrocedées



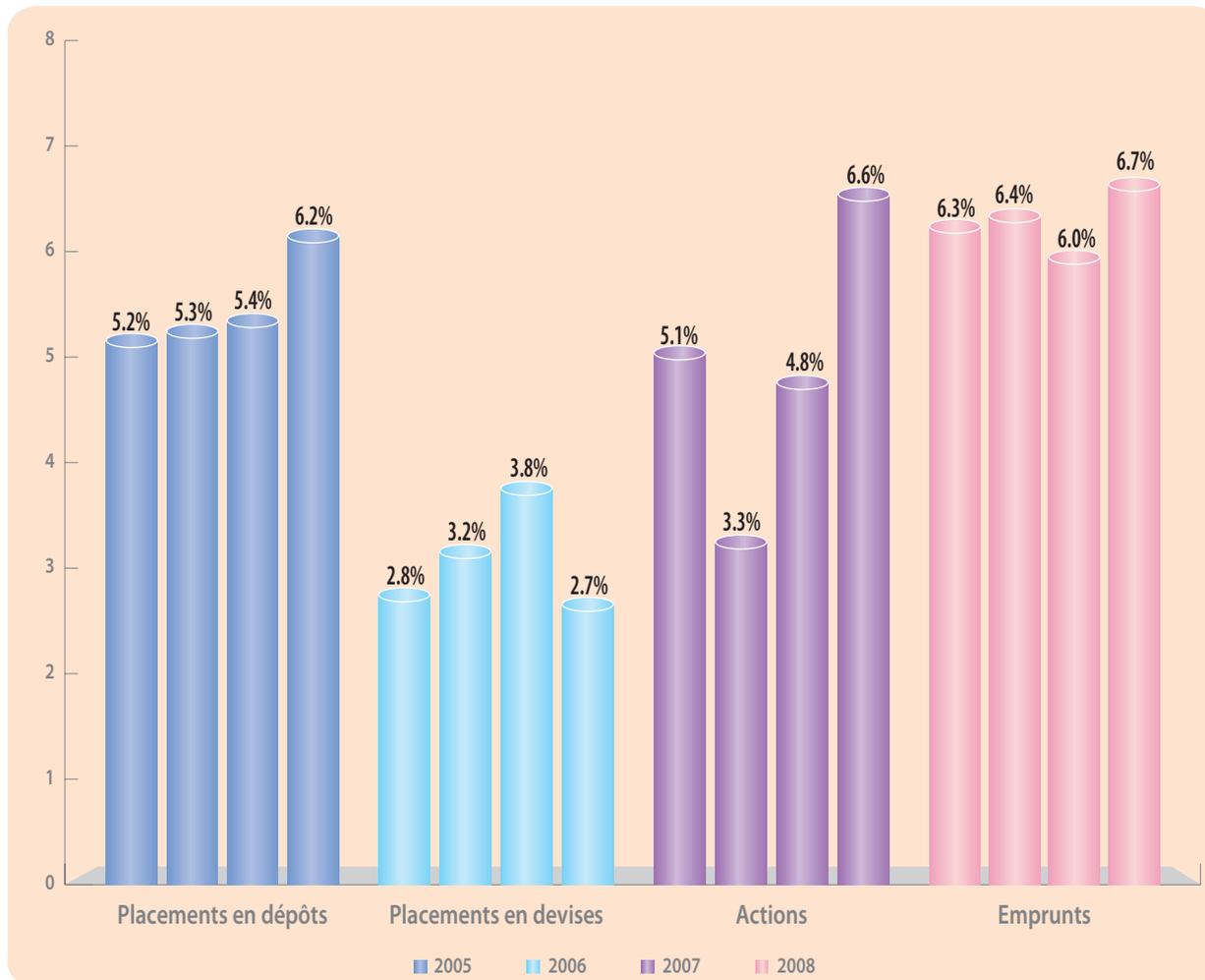
La sinistralité



Placements en 2008



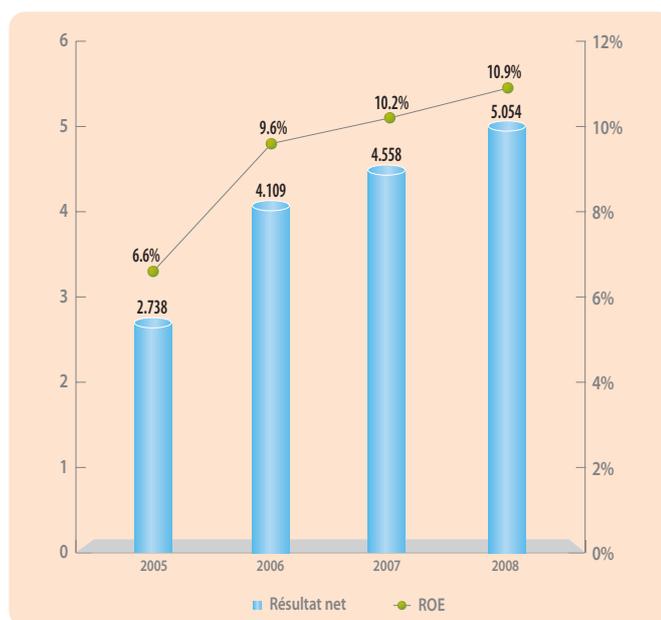
Rendement par placement



Sur les 3 dernières années, «Tunis Re» a affiché une croissance moyenne de ses bénéfices de 23% pour atteindre 5MD en 2008 contre 2,7MD seulement en 2005, ce qui lui a permis de jouir d'une rentabilité financière satisfaisante de l'ordre de 11% en 2008.

11%

de rentabilité
financière
en 2008





Compte de résultat : Historique & Prévisionnel

(en mD)	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Primes acceptées	52 607	52 300	59 713	62 585	67 226	72 270	77 784	83 647
<i>Evolution</i>		-0,6%	14%	5%	7%	8%	8%	8%
Primes acquises brutes	53 861	50 178	54 666	58 453	62 615	67 525	73 409	78 987
Primes acquises nettes	20 179	17 710	26 108	29 655	33 359	35 358	37 963	40 893
<i>Evolution</i>		-12,2%	47,4%	13,6%	12,5%	6,0%	7,4%	7,7%
Charges de sinistres	11 349	9 594	14 579	16 789	18 246	18 722	19 679	20 721
Frais d'exploitation	7 779	7 338	10 336	11 583	13 156	14 283	15 199	16 075
Résultat technique	1 052	779	1 193	1 283	1 957	2 353	3 085	4 098
<i>Evolution</i>		-25,9%	53,2%	7,6%	52,5%	20,2%	31,1%	32,8%
Produits des placements	5 095	5 335	6 118	6 154	6 573	7 403	8 416	9 610
Charges de placements	732	958	1 065	865	902	967	1 041	1 101
Autres produits non techniques	5 816	6 014	5 819	6 111	5 925	5 780	5 486	5 285
Autres charges non techniques	6 390	5 937	5 962	6 056	5 900	5 651	5 401	5 349
Résultat avant impôt	4 840	5 232	6 103	6 626	7 652	8 918	10 545	12 543
<i>Evolution</i>		8,1%	16,6%	8,6%	15,5%	16,5%	18,3%	18,9%
Impôt sur les sociétés	712	674	1 048	1 138	1 314	1 532	1 811	2 154
Résultat net de l'exercice	4 109	4 558	5 055	5 488	6 338	7 386	8 734	10 389
<i>Evolution</i>		10,9%	10,9%	8,6%	15,5%	16,5%	18,3%	18,9%

p: prévisionnel

Ratios financiers : Historique & Prévisionnel

	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Taux de rétention	37,6%	35,7%	47,3%	50,2%	50,6%	50,6%	50,9%	51,1%
Ratio combiné	94,8%	95,6%	95,4%	95,7%	94,1%	93,4%	91,9%	90,0%
Charges de sinistres / Primes	56,2%	54,2%	55,8%	56,6%	54,7%	53,0%	51,8%	50,7%
Frais d'administration / Primes acceptées	5,56%	5,29%	4,87%	5,3%	5,2%	5,3%	5,1%	5,0%
Placements / Provisions techniques	110,9%	117,9%	108,0%	103,9%	113,4%	111,9%	110,9%	109,6%
(Placements + Avoirs en banques, chèques & Caisse) / Provisions techniques	121,87%	124,53%	125,02%	120,3%	129,9%	128,8%	127,5%	126,6%
Provisions techniques / Primes acceptées	177,2%	185,3%	174,6%	178,0%	178,1%	177,5%	176,3%	174,8%
Provisions techniques / Total Bilan	45,5%	45,3%	45,4%	47,7%	46,0%	46,4%	46,7%	47,1%
Bénéfice net / Capitaux propres	9,6%	10,2%	10,9%	11,3%	10,3%	11,5%	12,8%	14,2%

p: prévisionnel

Stratégie de développement de «Tunis Re»

«Tunis Re» a bâti sa stratégie d'évolution autour des principaux axes de développement suivants :

1 - Consolider la position de « Tunis Re » sur le marché local et développer son rôle sur le marché régional

Afin de conquérir de nouveaux marchés, étendre sa présence dans les marchés cibles et nouer des relations avec de nouveaux partenaires, «Tunis Re» compte atteindre ses objectifs grâce à :



- «L'internationalisation de l'activité de la société par l'ouverture de bureaux de représentation sur le marché régional (en Afrique subsaharienne ; ...);
- La valorisation de son image à travers le renforcement des actions d'appui et d'assistance technique à ses partenaires;
- Une politique de souscription orientée vers la rentabilité avec une optimisation de tous les processus opérationnels de gestion des ressources au sein de l'entreprise ;
- Une maîtrise de la gestion des risques.

Ces actions permettront à «Tunis Re» de se confirmer davantage sur le marché local en tant que réassureur national professionnel leader d'une part, et de mieux se positionner en tant que référence régionale sur le marché international d'autre part.

2 - Développement des compétences

«Tunis Re» table sur le renforcement continu des expertises et des connaissances acquises et ce à travers des actions de formation ciblées, afin d'intégrer tout le personnel dans la stratégie de l'entreprise. La performance future de «Tunis Re» repose aussi sur sa capacité à fidéliser ses cadres et à embaucher les meilleurs éléments.

3 - Accroître la rentabilité

«Tunis Re» possède la capacité de souscrire et de diversifier tous les types de risques assurables. Dans ce cadre, ses efforts seront orientés vers la diversification de son activité dans les domaines de croissance rentable, l'amélioration de son système de contrôle interne et une gestion du risque maîtrisée, cohérente et équilibrée basée sur une évaluation ajustée du risque.

4 - Renforcement des fonds propres

Le renforcement des fonds propres constitue une étape primordiale pour la société en vue d'améliorer le rating et sa solidité, facteur déterminant pour la consolidation de sa position en tant que réassureur professionnel local et régional.

L'activité technique sera aussi améliorée par l'élargissement de la base de souscription et une capacité plus grande à retenir les risques grâce à une assise financière plus importante.

Ainsi, le chiffre d'affaires de «Tunis Re» connaîtra une croissance annuelle de 8% pour s'établir à 83,6MD en 2013 contre 59,7MD en 2008. Le bénéfice net sera multiplié par 2 à 10,4MD contre 5MD en 2008, et la société devra afficher une rentabilité financière de 14% au terme du plan contre 10,9% en 2008.

Chiffre d'affaires
prévisionnel

8%

de croissance
annuelle

Bénéfice net
prévisionnel

x2

Bénéfice net 2013

10,4MD

ROE
prévisionnel

14,2%





■ Evaluation de la Société

L'évaluation de la société «Tunis Re» a été réalisée par l'intermédiaire en bourse « MAXULA BOURSE » sur la base d'un business plan de la période allant de 2009 à 2013. L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode de l'Actif Net Réévalué ;
- La méthode d'Actualisation des Cash Flow Futurs ;
- La méthode de la Somme des Parties.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 4,49% pour la période 2009-2013 et 5,52% au-delà de 2013 ;
- Une prime de risque de marché de 7,55% ;
- Un bêta spécifique de 1,2.

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 1%.

Méthode	Coefficient de pondération	Capitalisation théorique (en mD)	Prix de l'action (en Dinars)
Actif Net Réévalué	25%	65 267	7,048
Actualisation des Cash Flow Futurs	25%	63 434	7,251
Somme des Parties	50%	66 749	7,417
Moyenne		65 547	7,283

La méthode des Sommes des Parties, étant considérée comme la méthode la plus adaptée au contexte assurantiel, une pondération de 50% lui a été attribuée dans le calcul de la valeur totale de la compagnie. La valeur globale moyenne de l'entreprise ressort à 65 547 mD soit une valeur par action 7,238 dinars pour un total de 9 000 000 actions.

10

■ Prix proposé

Le prix proposé est de 7D, soit une décote de 4% par rapport à la moyenne des méthodes. Ce prix correspond à une valorisation de la société « Tunis Re » de 63MD.

Avec un prix d'introduction de 7D, le titre affiche des niveaux de valorisation attractifs :

- 11,5 fois les bénéfices estimés de 2009 et 9,9 fois ceux de 2010 ;
- Un rendement en dividende attractif de 5,4% : parmi les plus élevés du marché boursier ;
- Un titre valorisé à son actif net comptable.

	2008	2009p	2010p
PE	12.5	11.5	9.9
PB/V	1.2	1.2	0.9
Div Yield	5.4%	5.4%	5.4%

p : prévisionnel



■ Analyse SWOT

Points forts

- Une expertise métier développée depuis environ 30 ans ;
- Développement d'une part de marché importante sans recours à la cession obligatoire sur le marché tunisien ;
- Proximité du marché tunisien ;
- Portefeuille diversifié avec développement d'une base de données sur la sinistralité permettant une bonne appréciation des risques ;
- Une politique de rétention de plus en plus avantageuse ;
- Une rentabilité technique intéressante avec des ratios combinés bien maîtrisés ;
- Un niveau de fonds propres adéquat ;
- Gestion des affaires Pool : Aviation, Maritime et RC Décennale.

Points faibles

- Exploitation limitée du potentiel d'internationalisation ;
- Programme de rétrocession dépendant d'un marché de rétrocession international très restreint en nombre de réassureurs et de capacité ;
- Un niveau de rating qui constitue un handicap pour l'exploration de certains marchés.

Opportunités

- Un potentiel important non exploité : faible taux de pénétration (2% du PIB) ;
- Croissance des volumes des investissements : Implantation des IDE en Tunisie ;
- Externalisation de l'activité de la société sur le marché régional pour mieux diversifier le portefeuille : Implantation d'un bureau de représentation dans la zone de l'Afrique Subsaharienne ;
- Développement de nouveaux créneaux : Assurance islamique Takaful, micro assurance, ... ;
- Développement de l'assistance technique pour faire évoluer l'image de « Tunis Re » et fidéliser davantage ses partenaires.

Menaces

- Emergence de méga assureurs avec des fonds propres et des capacités de souscription importantes résultant des opérations de cession et d'acquisition au niveau international ;
- Accroissement de la capacité de souscription des compagnies de réassurance régionales suite au renforcement de leurs fonds propres ;
- Passage obligé par des courtiers pour certains marchés.





27 bis, Rue du Liban Lafayette, 1002 Tunis
Tel.: 71 788 228 - Fax: 71 786 239



Société Tunisienne de Réassurance

Siège social : Avenue Mohamed V

BP 29 – 1073 Tunis

Tél : 71 844 011

Fax : 71 784 940