



MAXULA BOURSE

.Intermédiaire en bourse.

Département
Recherches & Analyses

SOUSCRIRE

**Augmentation
de capital**

TUNIS RE

Avril 2012

MAXULA BOURSE

Rue du lac Lemman, Centre Nawrez
1053 Les Berges du Lac

Tel: (+216 71) 960 530 / 71 963 116

www.maxulabourse.com.tn
research@maxulabourse.com.tn

Le porte-drapeau des réassureurs africains en quête d'excellence

Recommandation	Souscription
Valeur	Tunis Re
Secteur	Assurances
Prix cible	13,77
Cours au 23/04/2012	10,9DT
Nombre d'actions	15 000 000
Capitalisation boursière	165 600 000
Risque	Faible
Prix de souscription	10
Capital social	75 000 000
Actionnaire majoritaire	BNA Groupe
Haut 12 derniers mois	12,98 DT
Bas 12 derniers mois	9,29 DT
Performance 12 derniers mois	-11,29%

Investment highlights

- Le réassureur Tunisien Tunis Re a réussi en dépit de la fragilité du contexte politico-économique, de dresser un bilan positif dérivant un résultat bénéficiaire témoignant de la solidité de la compagnie. En outre, Tunis Re parvient à améliorer son volume d'activité consolidant la progression des acceptations conventionnelles étrangères notamment en Asie et en Afrique.

- En quête de nouvelles opportunités sur les marchés régionaux, notamment de l'Afrique subsaharienne, Tunis Re procédera à l'ouverture d'un bureau de représentation en Afrique.

- Tunis Re, soucieuse de la qualité de son activité financière, œuvre pour une amélioration continue et significative de sa notation à travers la consolidation de son assise financière.

- A.M. Best estime que Tunis Re maintient un profil stable et très bon en affaires sur le plan intérieur en tant que réassureur national créé par l'Etat.

- En ligne avec sa politique de développement, Tunis Re a procédé à une augmentation de capital de l'ordre de 30MDT et compte atteindre les 100 MDT avant la fin de l'année 2014. Une augmentation de capital qui sera a priori réservée à un partenaire stratégique.

- La politique de développement de Tunis Re témoigne d'une ambition grandissante avec la branche Retakaful qui commence à dégager un volume d'activité intéressant de 814mDT, avec une prospection sélective sur le marché asiatique.

- Très bien provisionnée et disposant d'un matelas suffisant pour faire face à ses engagements vis-à-vis de ses partenaires.

- Une politique de rétention de plus en plus avantageuse.

- Une rentabilité technique intéressante avec des ratios combinés bien maîtrisés se situant aux alentours de 87,83% à l'horizon 2015.

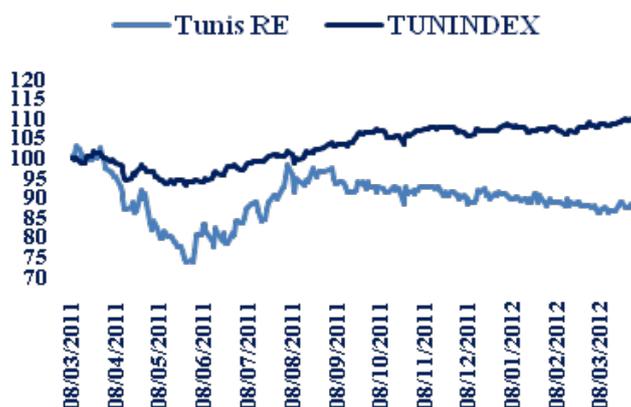
- Tunis Re opte pour une stratégie prudente et révisé son business plan à la baisse en dépit de sa résistance à la crise.

- Tunis Re table sur une croissance annuelle de 4,8% de son chiffre d'affaires pour atteindre les 92,487 MDT en 2015.

- A l'horizon 2015, Tunis Re pourrait atteindre un Bénéfice Net de l'ordre de 17 MDT.

- Tunis Re compte distribuer au titre de l'exercice 2011, un dividende de 0,325DT par action établissant ainsi le Dividend Yield à 2,83%.

- A l'issue de l'évaluation du titre Tunis Re, la valeur par action de la compagnie ressort à 13,77DT pour un total de 15 000 000 actions.



Recommandation

Un actif unique à forte présence locale et une capacité d'intervention régionale, Tunis Re s'est distinguée par un cadre technique solide, un profil de risque faible et une expertise reconnue qui lui assurent l'amélioration de sa compétitivité et la consolidation de son développement sur le marché international.

Le prix cible qui découle de notre évaluation est 13,77 DT. Le titre présente un Upside de 37% par rapport à son prix de souscription (10 DT).

Compte tenu d'un cours en bourse de 10,9DT en date du 23/04/2012, le titre affiche des niveaux de valorisation prometteurs: 1,32x ses fonds propres de 2011, comparativement à un PBK sectoriel de 2,52x, et un rendement moyen de dividende de 3,14% durant les quatre prochains exercices.

Nous recommandons de souscrire à l'augmentation de capital de Tunis Re.

Tableau de bord boursier

	BPA	PER x	DIV	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
2015	1,85	12,82	-	-	1,06	9,27%	3,60%	-
2014	0,702	15,52	0,433	3,98%	1,11	9,15%	3,11%	46,29%
2013	0,64	16,91	0,325	2,98%	1,30	7,73%	2,52%	50,43%
2012	0,5	21,81	0,325	2,98%	1,32	7,89%	2,01%	65,03%
2011	0,1	118,62	0,325	2,83%	1,56	1,28%	0,28%	335,82%
2010	0,53	27,85	0,375	3,28%	1,9	7,71%	1,44%	70,75%
2009	0,56	21,42	0,375	3,13%	2,01	9,58%	2,08%	66,96%

Une augmentation de capital qui a le vent en poupe

Dans l'optique de consolider ses capitaux propres et sa solvabilité, Tunis Re a décidé de porter son capital social de 45MDT à 75MDT.

Ainsi, le capital de « Tunis Re » sera augmenté de 30MDT par souscription en numéraire et l'émission de 6 000 000 actions nouvelles au prix de 10D, soit 5D de valeur nominale et 5D de prime d'émission.

Les nouvelles actions seront émises, à raison de deux (2) actions nouvelles pour trois (3) actions anciennes. Les actions nouvelles souscrites seront libérées en totalité à la souscription.

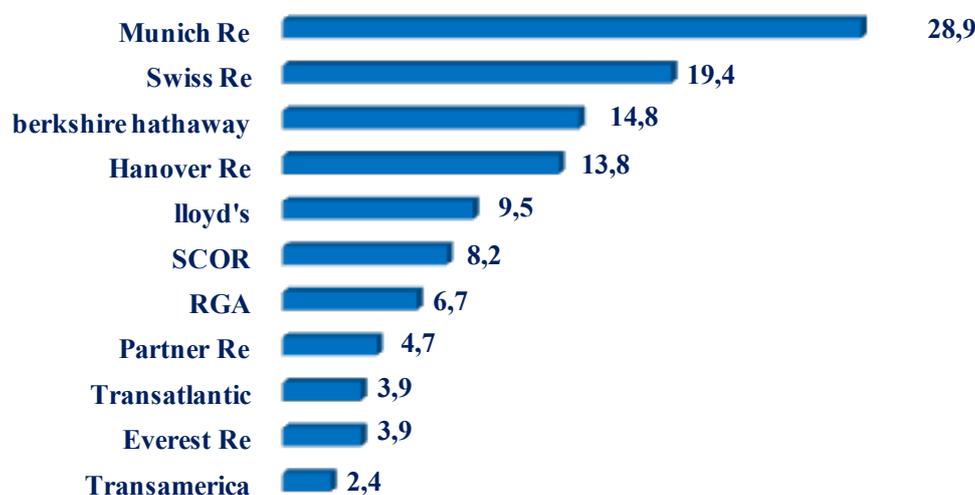
La réassurance de par le monde

Le marché mondial de la réassurance abrite une centaine de sociétés de réassurances. Selon les données 2010 de la Fédération Française des Sociétés d'Assurances (FFSA), le marché de la réassurance mondiale représente un chiffre d'affaires brut d'environ 200 milliards de dollars, en progression de 4% par rapport à 2009.

Les primes de réassurances ont enregistré un accroissement de plus de 65% entre 1998 et 2010. Cependant, elles ont connu une stagnation depuis 2007.

Par ailleurs, et bien que le marché mondial de la réassurance compte de nombreux réassureurs, la concentration de la profession est très forte du fait que les sept premiers réassureurs détiennent environ 50% du marché.

Primes nettes émises en mds USD

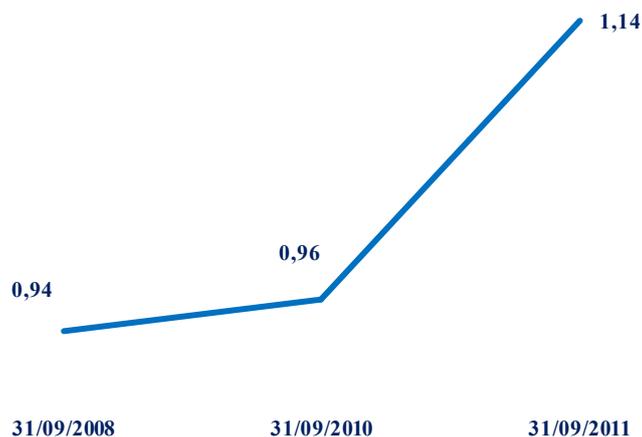


L'année 2011 demeure sans aucun doute une année pénible, autant pour les assureurs que pour les réassureurs. Les catastrophes naturelles associées à la crise souveraine ont donné naissance à un secteur en berne.

2011... La deuxième année la plus coûteuse pour le secteur de l'assurance et la réassurance après 2005

L'année 2011 a été marquée par une longue liste d'événements destructeurs et coûteux (au nombre de 304 catastrophes). Entre tremblements de terre, tempêtes hivernales, inondations et ouragans, la facture était lourde à payer. Chiffres à l'appui, les dommages assurés ont atteint un niveau record de plus de 100 milliards de dollars selon Swiss Re, contre 48 milliards de dollars seulement au compte de l'année 2010.

Evolution du ratio combiné mondial



Au premier trimestre de l'année 2011, le ratio combiné a été reporté à 154% et la capacité de réassurance a été épuisée due aux violents tremblements de terre qui ont secoué la Nouvelle Zélande et le Japon.

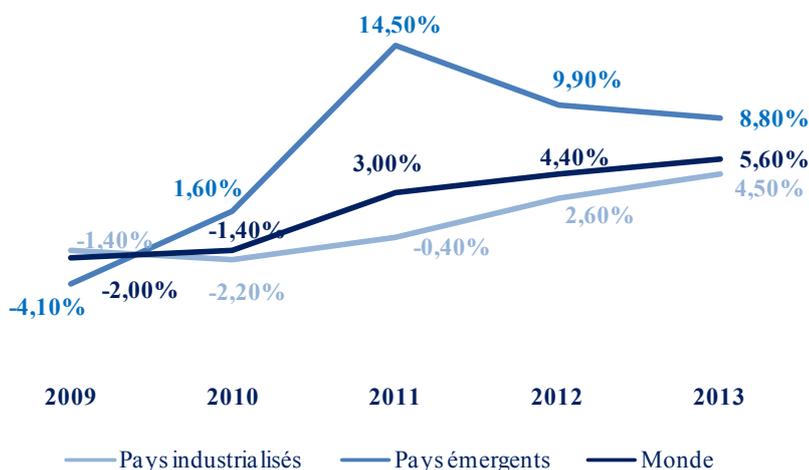
Pour le reste de l'année 2011, le ratio combiné prévu s'établira entre 108% et 110% pour l'industrie de réassurance et connaîtra une diminution pour l'année 2012 pour s'établir selon les prévisions à 100%.

L'année 2011 est uniquement devancée par l'année 2005, en termes de dommages assurés. Cette dernière est considérée comme étant l'année la plus coûteuse de l'histoire de l'assurance marquée par les ouragans Katrina, Wilma et Rita qui ont occasionné des sinistres au-delà des 123 milliards de Dollars.

Les primes de réassurances sont réparties entre 72% de réassurance non vie et 28% de réassurance vie. Suite à la faiblesse de la croissance économique aux USA et en Europe, la réassurance non vie durant la période 2011-2012 a connu une diminution de sa profitabilité.

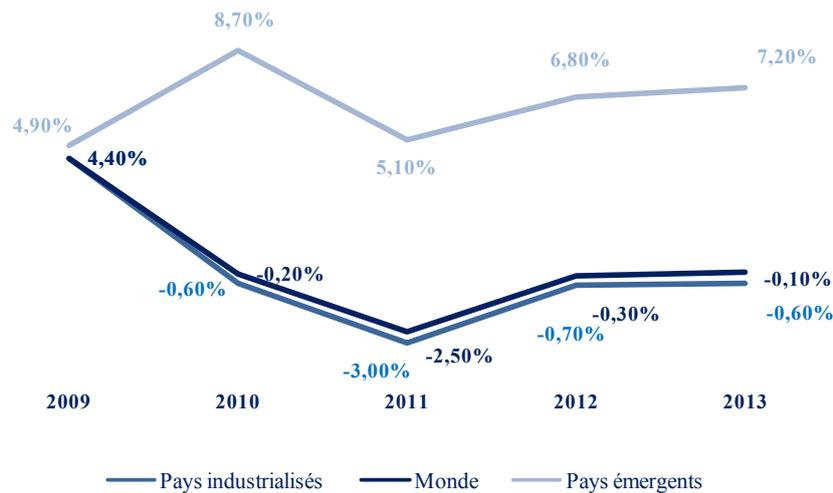
Pour ces pays industrialisés, un taux de croissance de 0.4% est prévu pour l'année 2012. Pour les pays émergents, la croissance des primes de réassurance serait plus importante avec un taux de 14.5%. Ainsi, le marché de réassurance non vie connaîtra une modeste croissance sur le court terme et une profitabilité meilleure au delà de l'année 2012.

Evolution des primes de réassurance non vie



Concernant la réassurance vie, une stagnation est prévue pour les années à venir. Pour l'année 2011, les primes de réassurance vie ont connu une diminution de 3% dans les pays développés et une évolution de 5.1% du côté des pays émergents.

Evolution des primes de réassurance vie



En 2011, la crise de la dette souveraine survenue sur le marché Européen a impacté les revenus des réassureurs qui ont enregistré un taux de rendement de 3,4% durant les 9 premiers mois de l'année, contre 4,5% durant la même période de l'année 2010. Suivant la même tendance, les rendements des capitaux propres ont connu un affaiblissement passant de 10% à 2,1% entre les neuf premiers mois de 2010 et 2011, respectivement. Sur l'ensemble de l'année 2011, un ROE de 3% à 4% est prévu contre un ROE de 11% en 2010.

Des perspectives restreintes pour 2012 mais brillantes pour 2013

Pour l'année 2012, et dû au ralentissement de l'activité économique internationale dans les pays industrialisés, les primes de réassurance connaîtront une baisse. Le ratio combiné serait égal à 100% et la rentabilité des capitaux propres pour l'industrie de la réassurance serait en légère amélioration par rapport à 2011, se chiffrant en moyenne entre 5% et 7% (D'après Swiss Re).

Le redressement de l'économie prévu pour 2013 soutiendra la reprise de croissance des primes de réassurance et l'amélioration de la performance des investissements. A cet égard, une évolution des primes de réassurance non vie serait enregistrée par rapport à l'année 2012 pour passer de 4,4% à 5,6%. De même, pour les primes de réassurance vie.

Une prestation honorable pour le secteur Tunisien, face au marasme économique ambiant

Le secteur des assurances a clôturé l'année avec les moindres dégâts et semble avoir repris des couleurs comparé aux réalisations inquiétantes du premier trimestre de 2011 en limitant la décélération de la production pour l'année 2011.

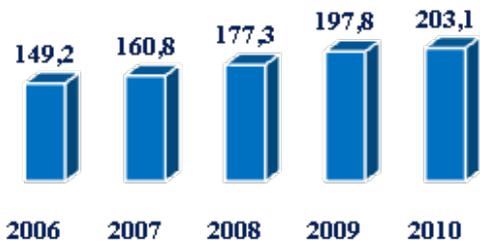
Ce secteur traverse aujourd'hui une période de stagnation compte tenu de la conjoncture économique défavorable. Ceci étant, le début de l'année 2011 fut une période délicate pour ce secteur qui a vu son chiffre d'affaires se détériorer et ses charges de sinistres grimper.

Sans surprise, ces réalisations sont la conséquence du ralentissement économique qui prévaut sur le pays étant donné la corrélation positive qui existe entre l'expansion économique et l'évolution des primes d'assurance. Ces événements sociopolitiques majeurs vont avoir des retombées sur la rentabilité technique des sociétés d'assurances. Il est à noter que le montant des dégâts qui ont touché des unités industrielles et commerciales assurées est estimé à 200MDT.

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.

Evolution des Primes Cédées en MDT

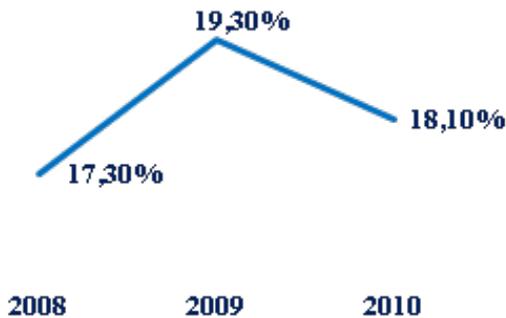


Le total des primes cédées en Tunisie évolue dans une tendance haussière pour avoisiner les 203 MDT en 2010 contre 149 MDT au titre de l'année 2006. Le taux de cession s'inscrit à 18,1% comparé à 19% pour 2009 et 17,3% en 2008.

Etant donné le niveau de sinistralité exceptionnel qu'a connu le secteur des assurances en année 2011, certaines mesures ont vu le jour au niveau du marché Tunisien notamment:

- Le redressement des tarifs à la hausse pour les branches particulièrement touchées par les événements;
- La fixation d'un nouveau tarif relatif aux risques spéciaux et particulièrement la garantie grèves, émeutes et mouvements populaires;
- La limitation des garanties des risques spéciaux et catastrophes naturelles à des niveaux tolérables.

Taux de Cession



Sinistres à la charges des réassureurs en MDT



Présentation de la société Tunisienne de Réassurance

Le premier réassureur professionnel national en Tunisie a vu le jour 31 ans auparavant et plus précisément le 25 Mars 1981. Tunis Re est une société anonyme régie par la législation et la réglementation en vigueur en Tunisie et qui prend la dénomination de Société Tunisienne de Réassurance « Tunis Re ».

Tunis Re a été créée avec un capital initial de deux millions de dinars à travers l'adhésion des entreprises d'assurances et de réassurances et le concours du secteur bancaire.

Elle a pour activité principale la réalisation des opérations de réassurance dans toutes les catégories dans tous les risques et en tous lieux.

Depuis sa création, Tunis Re a procédé à plusieurs augmentations de capital afin de remplir les exigences en termes de solvabilité financière. En 2010, son capital a atteint les 35 millions de dinars.

Tunis Re, premier réassureur Africain coté en bourse

Le 07 Mai 2010, la société Tunisienne de réassurance a réalisé son introduction en bourse à travers une levée de fond de 35 à 45 millions de dinars, dans le but de renforcer sa notoriété, consolider sa position à l'échelle nationale et poursuivre sa politique de développement à l'échelle internationale notamment au Maghreb, à l'Afrique de l'Ouest et au Moyen-Orient.

A travers cette introduction, Tunis Re demeure la première compagnie Tunisienne et Africaine de réassurances introduite en bourse.

Atteindre ses objectifs et consolider sa position à travers le renforcement des fonds propres

Dans le but de rester en ligne avec sa stratégie mise en place, Tunis Re a décidé d'augmenter son capital social de 30 millions de dinars au 06/12/2010. Cette stratégie s'articule essentiellement autour des axes suivants: l'extension de son activité pour accroître sa rentabilité ainsi qu'améliorer sa stratégie de gestion des risques, le développement de ses compétences et le renforcement de ses assises financières dans le but d'améliorer sa note et de valoriser sa notoriété et son image de marque chose qui va lui permettre d'asseoir son leadership national et rayonner à l'échelle internationale.

Le capital de confiance et de garantie que s'est construit Tunis Re par des fondamentaux toujours fiables, une bonne gouvernance et une assise financière solide devrait permettre un passage rapide à une zone de performance et de rentabilité confortable.

En plus de l'augmentation de capital, le management de Tunis Re emploie d'autres moyens afin d'atteindre ses objectifs comme l'ouverture du bureau en Afrique en vue de renforcer davantage les relations avec ses partenaires étrangers notamment de l'Afrique subsaharienne. Parallèlement, Tunis Re entame avec prudence la prospection du marché asiatique.

Un management expérimenté et aguerri

Tunis Re se dote d'un management expérimenté qui atteste d'une qualification professionnelle dans le secteur financier et susceptible de lui asseoir une bonne gouvernance lui permettant d'atteindre ses objectifs et de faire face aux situations les plus délicates. A cet égard, en plus de sa direction générale et de ses différents comités techniques déjà en place, et dont la mission est la détermination des orientations stratégiques de la société et la veille à leur concrétisation, une nouvelle structure a été instaurée, à savoir, l'Entreprise Risk Management (ERM).

Cette nouvelle entité a pour mission l'anticipation et l'identification des aléas potentiels susceptibles d'affecter la réalisation des objectifs fixés par Tunis Re et la mise en place des procédures et plans nécessaires pour la gestion efficace et appropriée de ces différents risques. Cette mesure atteste considérablement des efforts déployés par Tunis Re à instituer une politique forte en matière de gestion de risque afin de répondre au mieux et d'une manière proactive aux risques inhérents de l'environnement dans lequel elle évolue.

Par ailleurs, et fidèlement à sa volonté d'amélioration continue et en réponse aux exigences de son environnement, Tunis Re a mis en place une nouvelle structure « Window Retakaful » dédiée exclusivement à la souscription des traités Retakaful en offrant des couvertures pour tous les produits d'assurance islamiques et participer à l'ascension de cette nouvelle forme de garantie aussi bien en Tunisie qu'en Afrique, au pays du golfe et en Asie.

Cette cellule naissante fera partie intégrante de l'organigramme de Tunisie Re et sera dotée d'un superviseur de conformité Charia choisi parmi les personnalités religieuses influentes et réputées en matière de Charia en Tunisie et qui assurera aux activités Retakaful de Tunis Re une conformité indéniable avec les règles et les normes de la Charia.

Par ailleurs, et en quête de nouvelles opportunités sur les marchés régionaux, notamment de l'Afrique subsaharienne, Tunisie Re a procédé à l'ouverture d'un bureau de représentation en Afrique, afin de profiter d'une activité assurance en pleine expansion, de renforcer encore plus ses relations avec ses partenaires étrangers et de garantir un suivi permanent de son activité au sein de ses pays.

La notation de Tunis Re... Bonne notation qui augmente son pouvoir de négociation

Le rating de la société de réassurance Tunis Re est maintenu à B+ (bien) par AM BEST Europe, filiale de l'agence de notation mondiale AM Best Co, qui offre un service complet dans la notation de crédits dédié aux sociétés d'assurances, en employant des symboles de notation pour différencier la solvabilité des entreprises.

La notation d'AM Best Europe repose sur une analyse quantitative et qualitative de la solidité financière de l'entreprise, son rendement d'exploitation, sa gestion des risques et son profil commercial. Elle prend également en considération la concurrence et les normes du secteur.

La confirmation de la notation, de "B+" pour la solidité financière et de "bbb-" pour la cote de crédit émetteur avec des perspectives stables, trouve son origine dans le maintien de la société Tunis Re d'une forte capitalisation ajustée au risque et d'une bonne résistance aux événements intervenus en Tunisie suite aux bouleversements politiques du 14 Janvier 2011.

En effet, les répercussions n'ont pas été significatives sur Tunis Re étant donné que cette dernière est parvenue à garder la sinistralité générée par les troubles, dont une partie a été comptabilisée dans l'exercice 2010, à un niveau acceptable grâce au plan de rétrocession efficace mis en place.

La perspective stable reflète le contexte difficile auquel Tunis Re est toujours confrontée à la suite du printemps arabe, et qui conduit l'entreprise à réviser son plan de croissance et de retarder sa levée de fonds qui a été initialement prévue pour le premier trimestre de 2011.

A travers cette notation, Tunis Re est considérée comme étant une société d'assurance sûre, solide et classée dans la catégorie "investissement" (Investment grade). Elle garde ainsi un fort pouvoir de négociation qui a une incidence directe sur les commissions acquises par Tunis Re.

Différentes notations des Homologues de Tunis Re dans la région MENA (Année 2010)

Compagnie d'assurances	Pays	Notation de la solidité financière	Cote de Crédit Emetteur	Perspectives
Tunis Re	Tunisie	B+ (Good)	bbb-	Stable
Compagne centrale de réassurance	Algérie	B+ (Good)	bbb-	Stable
Trust Re	Bahrain	A-(Excellent)	a-	Stable
Al Fajr Retakaful Insurance Compagny	Kuwait	B++ (Good)	bbb+	Stable
Kuwait Reinsurance Company	Kuwait	A-(Excellent)	a-	Stable
Arab Reinsurance Company	Liban	B+ (Good)	bbb-	Positive
Société Centrale de Réassurance	Maroc	B++ (Good)	bbb	Stable
Qatar General Insurance and Reinsurance Company	Qatar	B++ (Good)	bbb+	Positive
Arab Union Reinsurance Company	Syria	B (Fair)	bb+	Stable
Reasurans Turk Anonim Sirketi	Turquie	B++ (Good)	bbb	Stable
Gulf Reinsurance Limited	Emirats Arabes Unis	A-(Excellent)	a-	Negative

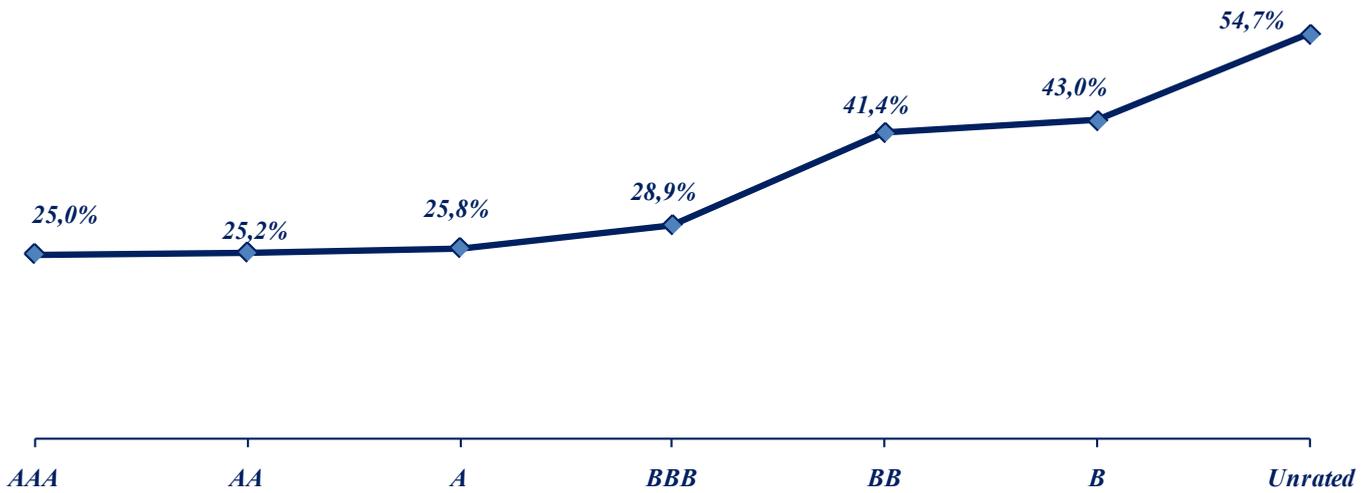
Source: A.M. Best MENA REPORT 2010

Un argument fondamental pour engranger les affaires

La sécurité financière représente une condition sine qua non pour le choix du réassureur, raison pour laquelle la majorité des cédantes se fient aux notations fournies par des agences spécialisées dans le choix des réassureurs. Être solvable et présent sur le long terme est un atout pour les réassureurs qui désirent avoir un fort pouvoir de négociation vis-à-vis des cédantes. En effet, les commissions des réassureurs dont les notations sont faibles témoignent d'une majoration par les cédantes, comparées à celles des compagnies possédant de bonnes notations. Dans cette perspective, une étude fournie par des équipes d'ACTUARIS a proposé un modèle simplifié basé sur la formule standard QIS 4, il s'agit de la "Solvabilité II-neutre". Ce modèle permet de positionner les tarifs de la réassurance en fonction de la notation de la société de réassurance dans le but d'avoir le même effet sur le capital de la cédante.

Par exemple, dans le cas d'un traité proportionnel, un réassureur noté A paye une commission de 25,8%, tandis que celui noté B, devra payer une commission de 43% des primes émises pour obtenir le même effet sur le capital de la cédante pour être "Solvabilité II-neutre".

La courbe ci-dessous présente les commissions équivalentes à verser par les réassureurs en fonction de leur notation, selon le concept "Solvabilité II-neutre":



Source: Actuaris

Ce modèle démontre les avantages dont Tunis Re pourrait bénéficier si elle parvient à améliorer sa note. Les spreads des commissions varient amplement entre les différentes notations, ce qui explique la différence de besoin de capital. A titre d'exemple, les réassureurs BB payent une commission supplémentaire de 12,5% par rapport aux réassureurs BBB.

En ce qui concerne les compagnies de réassurance non notées, le CEIOPS¹ a proposé que le ratio capital disponible/capital requis², peut remplacer les ratings des agences de notation. De ce fait, les cédantes peuvent évaluer la solidité financière des sociétés non notées à travers ce ratio selon le graphe d'équivalence.

Certes, cette notation ne remplace pas celle des agences spécialisées mais peut jouer un rôle important dans les relations cédantes et réassureurs.

Dans le but de clarifier l'orientation future de la notation de Tunis Re, notamment post augmentation, nous nous sommes basés sur la méthode du Solvency Ratio.

Le ratio Capital disponible/Capital requis de Tunis Re avant l'augmentation se situe à 126%. D'après cette méthode, la note de Tunis Re devrait être BBB. Il est à mentionner que cette note (BBB) ne figure pas dans l'échelle de notation d'AM Best. Toutefois, le "triple B" est équivalent au B+ conformément à l'échelle de notation de Standard & Poor's.

S
o
l
v
e
n
c
y
r
a
t
i
o



Source: Actuaris

L'augmentation de capital de 30MDT va permettre au réassureur Tunisien de grimper dans l'échelle du Solvency Ratio et de disposer théoriquement de la notation AAA avec un ratio de 222%.

1 Comité Européen des contrôleurs d'assurance et de pension professionnelles
 2 Capital Requis = Actifs courants - Provisions techniques (Source: AON Global Risk Consulting)

Consolidation des fonds propres: le capital permet d'engendrer activité et profit

Variation des Fonds Propres (en mDT)



A travers les augmentations de capital répétitives exercées par Tunis Re, cette dernière pourrait considérablement diminuer son exposition au risque, hausser sa marge de solvabilité et par conséquent améliorer sa notation. En augmentant son pouvoir de négociation vis-à-vis des cédantes grâce à la disposition de meilleures notations, Tunis Re bénéficiera de faibles commissions sur les primes émises par rapport aux autres réassureurs. Ainsi, elle pourra améliorer son volume d'affaires et sa rétention des primes acceptées.

En effet, compte tenu de la croissance annuelle moyenne des fonds propres sur la période 2008-2011 (8,7%), la marge de solvabilité de la compagnie s'est améliorée. Les fonds propres de Tunis Re s'établissent à 66,1MDT à fin 2011 contre 51MDT en 2008.

Le capital existant joue un rôle crucial dans l'évaluation de la capacité de règlement de sinistres d'un réassureur.

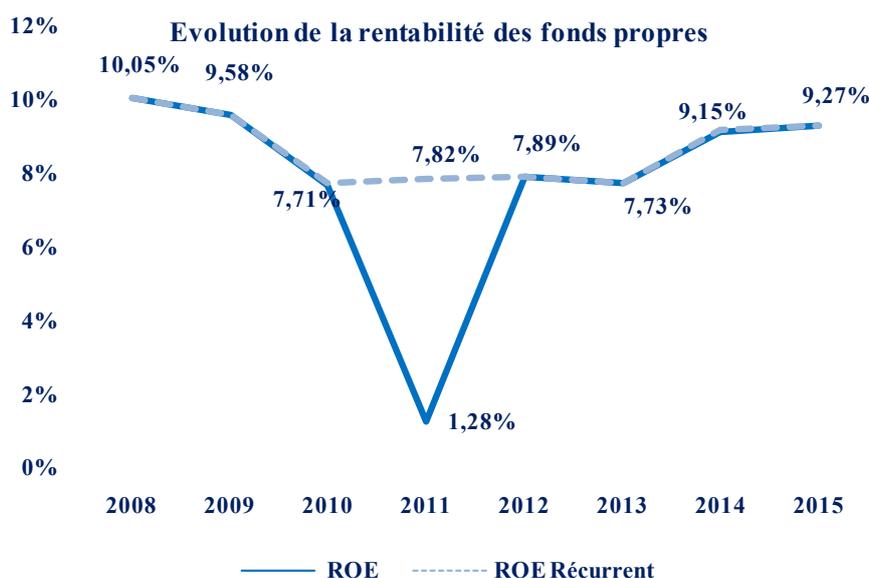
Analyse financière

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
RESULTATS mDT								
PRIMES SOUSCRITES	59 713	60 777	73 720	70 432	72 116	76 909	82 998	88 476
PRIMES ACQUISES	26 108	29 655	33 445	33 567	35 422	38 872	42 423	45 727
RESULTAT TECHNIQUE	1 192	739	813	-1 542	1 519	2 447	4 853	5 563
RESULTAT PLACEMENT	5 052	4 010	4 720	5 212	9 333	10 838	13 389	16 049
BENEFICE NET	5 054	5 041	4 758	871	7 496	9 666	14 041	17 095
SITUATION FINANCIERE								
FONDS PROPRES	51 454	53 746	69 734	66 109	123 804	126 175	180 716	188 007
ROE	10,05%	9,58%	7,71%	1,28%	7,89%	7,73%	9,15%	9,27%

Evolution de la rentabilité

Au fil des années, Tunis Re a joui d'une croissance stable et solide de ses résultats. Dès lors, la rentabilité financière de Tunis Re a gardé une tendance stable. Toutefois, à l'issue de l'exercice 2011, la forte baisse du bénéfice de la compagnie a affecté négativement la rentabilité des fonds propres qui ressort à 1,28% contre 7,71% en 2010. A cet égard, excluant les éléments exceptionnels qu'a subit la compagnie en 2011, à savoir la perte de l'affaire Aviation, le ROE récurrent ressort à 7,82%.

Sur la période de Business plan, Tunis Re va enregistrer une appréciation de sa rentabilité financière, ainsi, le ROE pourrait atteindre 9% à fin 2015.



Gestion technique

	2008	2009	2010	2011
Marge opérationnelle mDT	11 529	11 780	13 988	11 949
Frais d'exploitation	10 336	11 042	13 175	13 491
Ratio combiné net	89,65%	93,73%	94,19%	112,90%
Résultat technique net	1 193	739	813	-1 542
Marge technique	4,57%	2,65%	2,43%	-4,59%

A cause de la sinistralité exceptionnelle qu'a connue le pays à partir de la fin de 2010, Tunis Re a vu ses résultats techniques se détériorer puisque le réassureur a dû subir des charges de sinistres plus importantes et des provisions techniques plus lourdes. Par conséquent, le résultat technique net s'est largement dégradé et est passé d'une performance positive de 0,813MDT en 2010 à un déficit de 1,542MDT à fin Décembre 2011.

Cette contre performance incombe à la baisse de la marge opérationnelle de 14% conjuguée à une augmentation des frais d'exploitation de l'ordre de 2,4%.

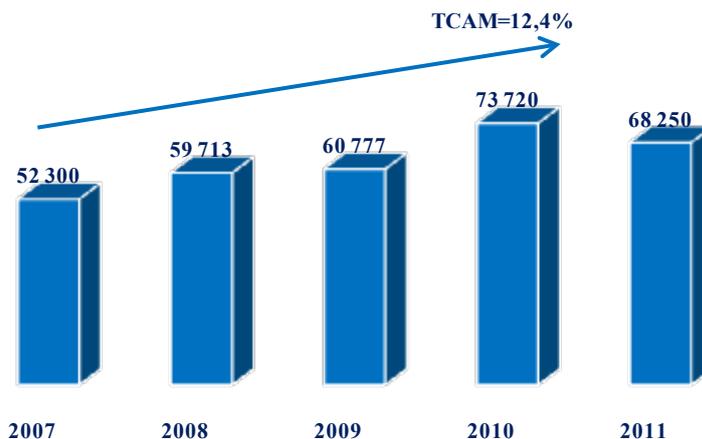
Le ratio combiné, indicateur clé jugeant la capacité bénéficiaire de l'activité technique ressort à 112,9% en 2011 en amélioration par rapport à 2010, franchissant ainsi la barre des 100%.

La marge technique, définie par le résultat technique rapporté aux primes nettes de rétrocession, a quand à elle perdu quelques points de bases passant de 2,43% en 2010 à -4,59% à fin Décembre 2011.

En neutralisant l'effet des événements exceptionnels survenus en Tunisie, le résultat net de Tunis Re aurait atteint les 8 MDT, étant donné que les charges nettes de provenance de ces événements a totalisé les 6,2MDT et les primes de reconstitution sont de l'ordre de 1,3MDT.

Les efforts du réassureur Tunis Re ressentis au niveau de l'évolution constante de son chiffre d'affaire

Evolution du Chiffre d'affaires Tunis Re (mDT)



Le chiffre d'affaires global de Tunis Re a suivi une tendance haussière sur la période 2007-2010 en enregistrant une croissance moyenne de 12,42%.

Sur un historique de cinq ans, les primes acceptées de l'année 2010 ont atteint le plus haut niveau, soit 73,3 millions de dinars, dépassant ainsi les prévisions qui figuraient dans le prospectus d'introduction en bourse de Tunis Re et qui étaient de 67,2 millions de dinars.

Pour le premier semestre de l'année 2011, Tunis Re a su préserver la même tendance et ce en dépit de la conjoncture économique difficile qu'a connu le pays. Les primes acceptées se sont inscrites en hausse de 13,4% par rapport au premier semestre de l'année 2010 (hors activité Retakaful).

Néanmoins, le chiffre d'affaires total de l'année 2011 a été tiré vers le bas par le déclin de certaines branches d'activité du réassureur. Cependant, il est à noter que grâce aux efforts fournis par Tunis Re pour conserver ses affaires souscrites en 2010 et pour renouveler en 2011 les affaires facultatives en portefeuille en provenance du marché Tunisien, cette dernière est parvenue à limiter la casse et amortir les effets indésirables de la révolution.

Variation chiffre d'affaires hors branche aviation (mDT)



Par ailleurs, il est à noter que la branche Aviation a subi une baisse de 21% suite d'une part, au retrait des appareils appartenant à la famille de l'ex président et d'autre part à la chute de l'activité du transport aérien dans les régions touchées par les troubles sociopolitiques survenus au cours de 2011. Si on élimine l'effet de cette branche d'activité qui est fortement rétrogradé, le chiffre d'affaires de Tunis Re au titre de l'exercice 2011 aurait réalisé une amélioration de 0,7%.

Structure du Chiffre d'affaires



Les acceptations conventionnelles évoluent sur un trend haussier sur les quatre dernières années en affichant une progression moyenne sur cette période de 6% pour atteindre les 42,958 MDT au titre de l'année 2011. Ce montant représente 63% du chiffre d'affaire total en 2011.

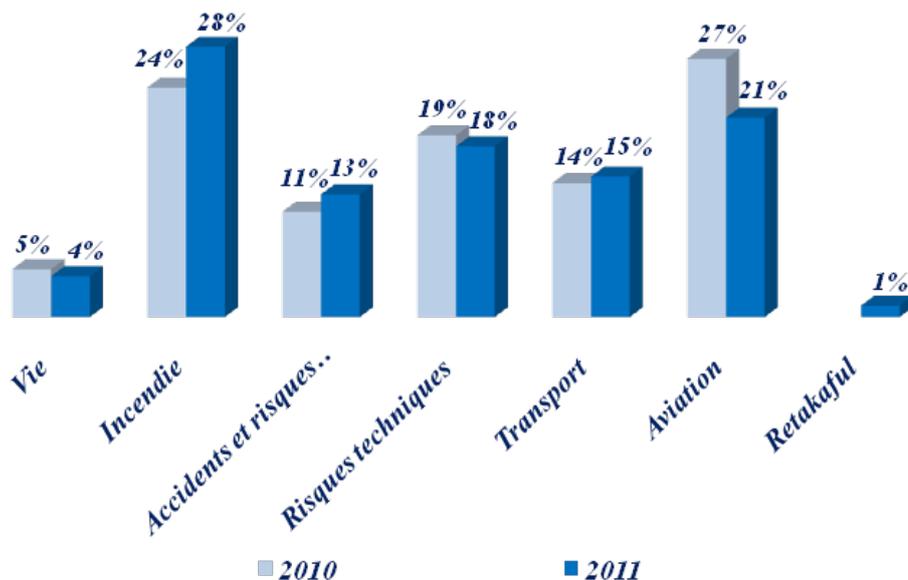
Le chiffre d'affaire réalisé par Tunis Re au titre des affaires facultatives, solution opportune consensuelle, participe à raison de 37% au chiffre d'affaires total et s'élève à 25,297MDT en 2011 contre 23,321 MDT pour l'année 2008. Cette rubrique s'est bien portée en 2010 en atteignant un niveau relativement élevé(30,870 mDT) et en représentant 42% du chiffre d'affaires global.

Le portefeuille, éclaté sur de nombreux pays, varie sur de nombreuses branches

La branche incendie s'accapare 28% du chiffre d'affaires total au titre de l'exercice 2011, elle prend ainsi la place de la branche aviation qui était la branche la plus pondérée en 2010 et qui participe désormais à raison de 21% au chiffre d'affaires global. Ce recul est imputable à la chute des primes de provenance de la branche aviation de 21% comparée à l'année 2010.

L'importance de ses deux branches dans le chiffre d'affaires de Tunis Re est tributaire d'une part des diverses actions commerciales et d'autre part de la position de Tunis Re en qualité de gestionnaire du pool d'assurance aviation englobant l'ensemble des lignes aériennes Tunisiennes.

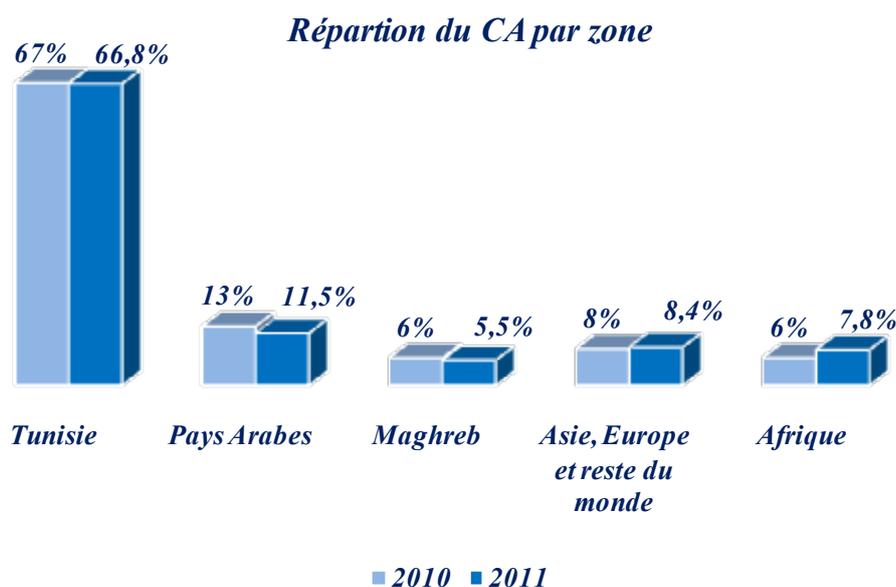
La politique de développement de Tunis Re témoigne d'une ambition grandissante avec la branche Retakaful qui commence à dégager un volume d'activité intéressant, avec une prospection sélective sur le marché asiatique.



Répartition du Chiffre d'affaires par zone...Tunis Re trouve le refuge dans les marchés d'Afrique et d'Asie vue la conjoncture délicate qui prévaut dans les pays arabes

Pour l'année 2011, on remarque une prédominance des primes de provenance locale à raison de 66,8% chose qui découle de la place importante que Tunis Re a réussie à avoir dans le marché national.

Suite aux troubles survenus dans quelques pays arabes et Africains, le chiffre d'affaires en provenance du marché étranger a réalisé une décélération de 7%.



Cette baisse trouve son origine dans la chute des primes de provenance du Maghreb et essentiellement les primes acceptées au titre des affaires libyennes. D'autant plus, le chiffre d'affaires en provenance des pays arabes a chuté de 19,38% suite à la perte de l'affaire Aviation Koral Blue appartenant à la famille de l'ex président.

Cette défaite n'a pas empêché Tunis Re d'aller de l'avant et de chercher des solutions ailleurs notamment en Asie et en Afrique dont les primes de provenance de ses marchés ont permis à Tunis Re de limiter la casse en réalisant des hausses respectives de 4% et 17%.

Année 2011 marquée par le lancement de l'activité Re Takaful pour Tunis Re

La société Tunisienne de réassurance a créé en 2011 sa cellule Re Takaful afin de répondre d'une part, aux besoins des compagnies d'assurance Takaful pour une couverture Re Takaful qui devient de plus en plus importante et faire face d'autre part, aux exigences des marchés de la région MENA. Cette activité a générée depuis sa création en 2011 un chiffre d'affaires de l'ordre de 0,810 MDT.

Le Retakaful est une assurance pour les opérateurs Takaful. Ces opérateurs se protègent ainsi contre les pertes extraordinaires en payant aux réassureurs une prime convenue au préalable à partir du fonds de solidarité.

A l'encontre de la réassurance qui constitue un moyen d'atténuation de la sinistralité, le Retakaful assure un partage de risque entre les opérateurs en leur permettant une plus grande flexibilité financière grâce à une injection de capitaux supplémentaires.

Actuellement, le Moyen Orient, l'Afrique du Nord et l'Asie du Sud-Est constituent les marchés les plus actifs dans l'industrie de l'assurance Takaful. En 2009, la contribution totale du Takaful s'est établie à 11 118 millions USD enregistrant une croissance de 18% par rapport à 2008. La part la plus importante revient au Moyen Orient avec 37% du total de la contribution. Par ailleurs, et avec 1,57 milliard de musulmans dans le monde entier, ce marché reste toujours sous exploité.

Aujourd'hui, l'assurance Takaful est considérée comme étant un substitut à l'assurance classique, autant pour les participants musulmans que pour les non-musulmans. A titre indicatif, à Singapour, 50% des participants qui ont pris part à un investissement basé sur la Sharia'a, sont des non-musulmans.

Aussi, cette industrie constitue un facteur incontournable de développement de l'assurance vie dans les sociétés musulmanes et un catalyseur des progrès de la bancassurance.

Evolution de l'assurance Takaful par région (Million USD)



Nombre des opérateurs Takaful en 2010	
Afrique	32
Sous continent Indien	12
Extrême Orient	40
les Emirats Arabes Unis	77
Levant	9
Moyen Orient (non Arabe)	18
Reste du monde	7
Total	195

Source: World Islamic Insurance Directory ,6thWorld Takaful Conference ,
Dubai 10 Avril 2011

La quête permanente de Tunis Re pour bien assumer son rôle de réassureur professionnel se confirme

La politique de rétention suivie, dont découle le programme de rétrocession, constitue un important volet de développement pour Tunis Re. Ce programme mis en place par la compagnie est tributaire du profil du risque des affaires conservées. Dans ce sillage, le taux de rétrocession a suivi un trend baissier sur la période 2006-2011 pour atteindre 49,27% à fin Décembre 2011, contre 62,42% en 2006. Cette révision laisse deviner une consolidation des acquis de la compagnie de part la rétention plus importante des affaires qui va s'en suivre.

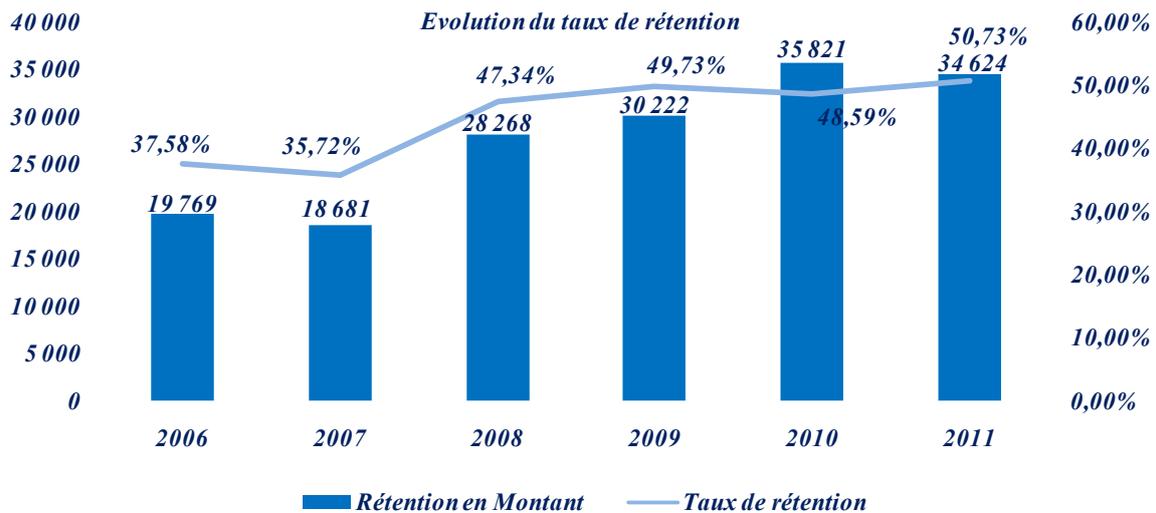
En mDT	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Rétention en Montant	19 769	18 681	28 268	30 222	35 821	34 624
Taux de rétention	37,58%	35,72%	47,34%	49,73%	48,59%	50,73%
Rétrocession en Montant	32 837	33 619	31 445	30 555	37 899	33 632
Taux de rétrocession	62,42%	64,28%	52,66%	50,30%	51,40%	49,27%
Les commissions reçues	6 164	6 866	5 425	4 052	4 438	4 784

Amélioration du programme de rétention boostée par les levées de fonds

Le développement de Tunis Re que lui procure sa stratégie de levées de fonds joue un rôle primordial dans son efficacité de gestion de risques. On peut ressentir cette efficacité au niveau de son programme de rétention. Etant donné qu'à travers son développement, Tunis Re pourra faire face au risque, ainsi, cette dernière va se trouver en mesure d'améliorer sa rétention des primes acquises.

Le niveau de rétention s'est amélioré durant les cinq dernières années en marquant une évolution de 85,3% grâce

à l'amélioration du volume des affaires durant cette période pour atteindre les 34 MDT et le taux de rétention a grimpé de 37,58% en 2006 à 50,73% en 2011.



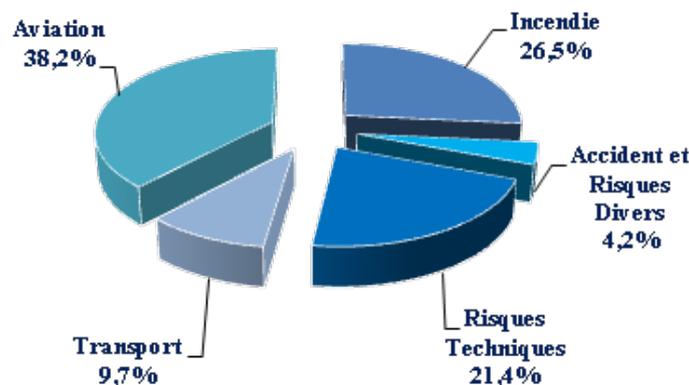
Les primes rétrocedées s'élèvent à 34,624MDT en 2011 contre 35,821MDT sur une année glissante, enregistrant un fléchissement 3,3%. Par ailleurs, les commissions reçues des rétrocessionnaires ont marqué une hausse de 9,5% et totalisent 4,784MDT, soit 7% du chiffre d'affaires.

Représentant à hauteur de 88,7% du total des rétrocessions, la branche non vie a enregistré une baisse de plus de 11% en 2011 sur une année glissante.

La ventilation des rétrocessions fait apparaître une prépondérance de la branche aviation qui reste la plus rétrocedée avec un montant de 12,838MDT, soit un taux de 38,2% suivie de l'incendie avec un taux de 26,5% et un volume des rétrocessions incendie de 8,924MDT.

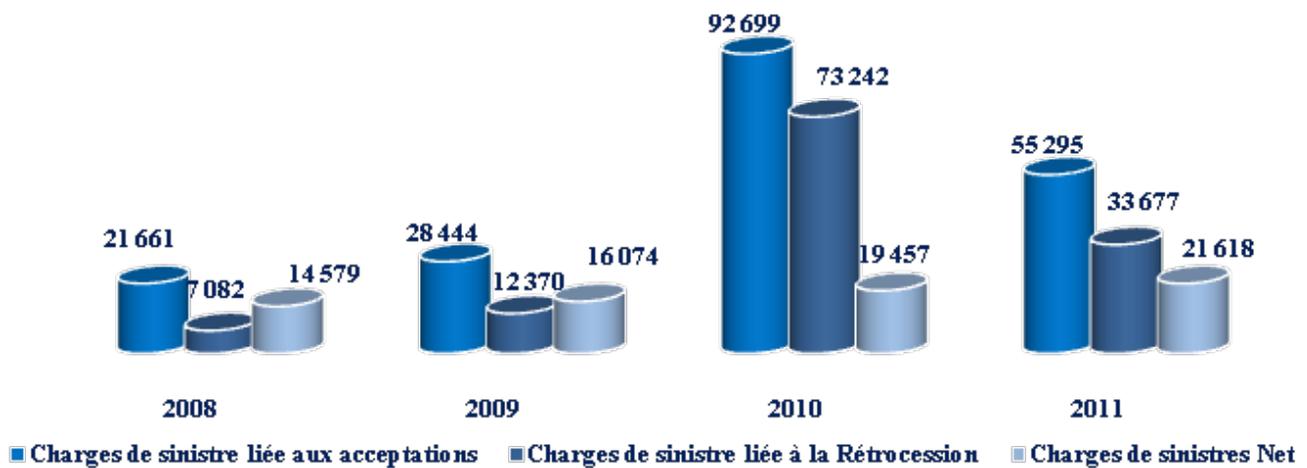
Rétrocession	2010	2011
Non vie	99,96%	88,74%
Vie	0,04%	0,04%
Activité Retakaful	0,00%	0,41%

Ventilation des Rétrocessions en 2011



La Charge de Sinistre : Après une année 2010 exceptionnelle, un retour à la normale se dessine...

Evolution de la charge de Sinistre (en MDT)



La charge sinistre liée aux acceptations, constituée des sinistres réglés et de la variation de la provision pour sinistres, s'est énormément aggravée en 2010 passant à 92,6MDT. En effet, durant cette période, une sinistralité exceptionnelle a été constatée suite au sinistre aviation de Mauritania AW's qui a eu lieu en juillet 2010 pour un montant de 47MDT et aux dernières vagues d'émeutes et de soulèvement populaires survenues en Tunisie qui ont coûté à Tunis Re 3,7 MDT.

En 2011, le retour à la normale de la sinistralité s'est fait ressentir avec une baisse de plus de 40% de la charge sinistre liée aux acceptations à 55,2MDT et ce malgré les événements exceptionnels survenus dans le pays courant 2011. Cette baisse est tributaire à la régression de la charge sinistre de la branche aviation de 40% après avoir atteint un niveau exceptionnel en 2010 et à la politique efficace de rétrocession suivie par Tunis Re qui a neutralisé l'effet des troubles sociopolitiques qu'a connu le pays.

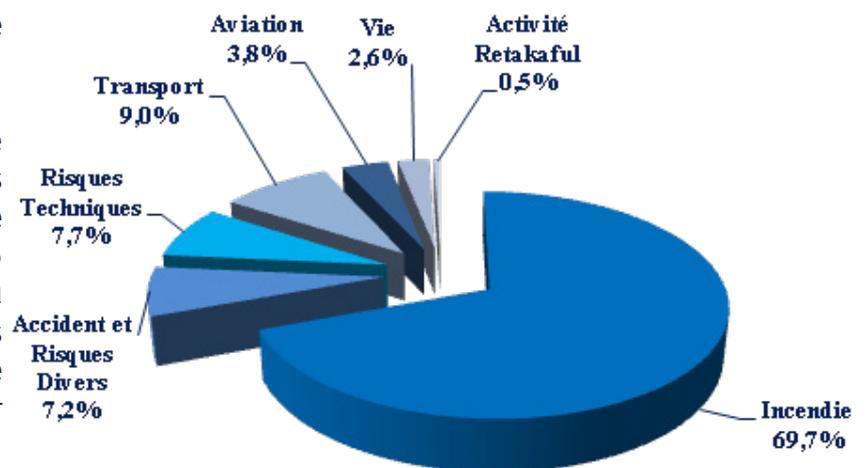
Sur la même lignée, la charge des sinistres payés au titre des rétrocessions a marqué une diminution de 54% en 2011 pour s'établir à 33,6MDT contre 73,2MDT en 2010.

Impact des événements survenus en Tunisie sur les différentes charges de sinistres par branches

L'essentiel de la charge de sinistre de Tunis Re est accentué au niveau de la Tunisie avec une pondération de 85% en 2010.

A l'issue de l'exercice 2011, la branche incendie constituée principalement par les sinistres automobile et dont le montant à la charge de Tunis Re est de l'ordre de 38,5MDT (contre 28,335 MDT en 2010) accapare une part de 69,7% du total des sinistres. Cette aggravation de sinistres qui a touché la branche incendie est imputable à la situation sécuritaire pénible lors du premier semestre 2011.

Répartition Charge de Sinistre par Branche en 2011



Cependant, ce chiffre exceptionnel a été amorti par le recours à la rétrocession pour ces sinistres d'où un impact minime sur les résultats techniques. A cet égard, la charge de sinistre nette s'est inscrite à 21,6MDT à fin Décembre 2011 contre 19,4MDT une année auparavant.

Sinistralité : Un effort assez soutenu qui sauve la mise ...



Sur le volet de la Sinistralité, Tunis Re réalise une très bonne performance au niveau de la maîtrise du risque et de la charge de sinistralité, et présente ainsi un ratio S/P (charges sinistres à primes) net de rétrocession confortable soit largement en dessous des 100% et ce malgré la hausse du business de Tunis Re qui se traduit par l'augmentation du taux de rétention des primes.

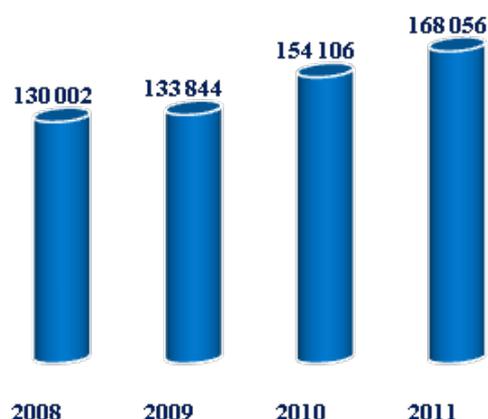
Gestion des Placements

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.

Sur la période 2008-2011, les placements ont marqué une croissance annuelle moyenne de 9%.

A l'issue de l'exercice 2011, Tunis Re s'est caractérisée par un volume de placement de 168,056MDT contre 154,106MDT en 2010, marquant un accroissement de 9,05% tributaire de l'amélioration de la structure de ce type de placement dans le portefeuille et d'une meilleure gestion des placements.

Evolution des Placements (en mDT)

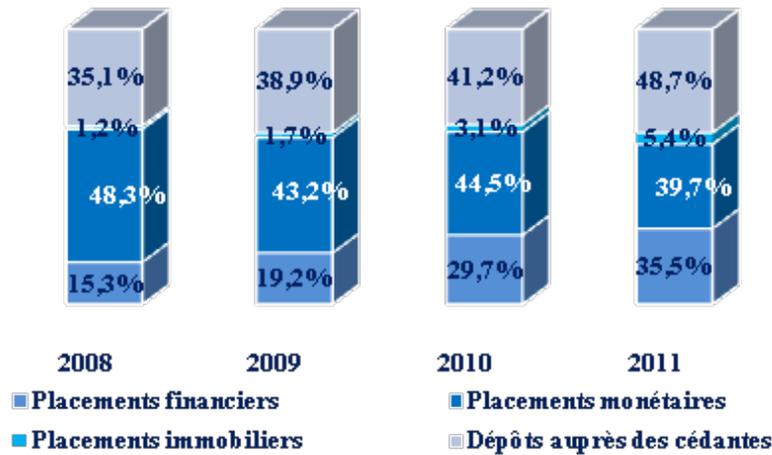


Structure des Placements

En mDT	2008	2009	2010	2011	Var 2010-2011
Placements financiers	19 893	24 915	38 663	46 215	19,53%
Placements monétaires	62 821	56 160	57 892	51 569	-10,92%
Placements immobiliers	1 613	2 227	3 983	6 983	75,32%
Dépôts auprès des cédantes	45 675	50 542	53 568	63 289	18,15%
Total des Placements	130 002	133 844	154 106	168 056	9,05%

En termes de structure, le portefeuille de Tunis Re a marqué, en 2011, un changement brusque au profit des dépôts auprès des cédantes qui accapare la part de lion de l'ensemble des placements, soit 48,7% contre 41,2% sur une année glissante.

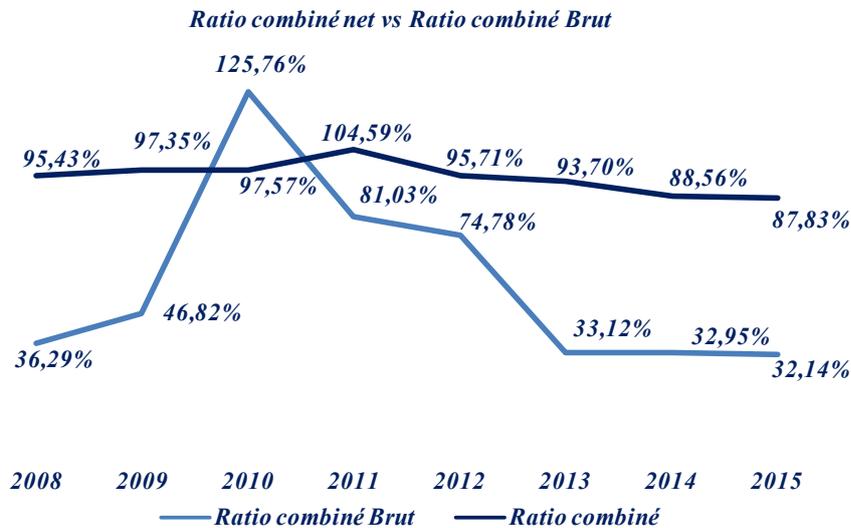
Structure des placements



En outre, le portefeuille de la compagnie a été fortement reposé sur les placements monétaires à court terme, dans une proportion de près de 40%. Cette catégorie totalise un montant de 51,5MDT en 2011 contre 57,5MDT en 2010, en régression de 11%.

L'année 2011 a été marquée par une forte sinistralité, ses répercussions sur la gestion technique se font sentir à travers un ratio combiné en hausse et qui a franchi le seuil de 100% pour atteindre les 170,9%.

Le ratio combiné



A partir de 2012, le ratio combiné net va progressivement baisser sur les cinq prochaines années et retrouver des niveaux acceptables ce qui démontre l'amélioration de l'efficacité de gestion de Tunis Re et le bon niveau de rentabilité technique de son activité qu'elle pourrait atteindre.

Il est à noter que le ratio combiné net mondial est de 110%. Du côté du ratio combiné Brut, ce dernier affichera des niveaux très encourageants les quatre prochaines années pour atteindre 32,14% en 2015.

Une Solvabilité toujours aux normes...

L'approche d'analyse financière s'articule autour d'une décortication des sources de rentabilité financière de Tunis Re, adossée par une analyse de la solvabilité et de l'adéquation entre les provisions et les placements.

Solvabilité	2008	2009	2010	2011
FP mDT	51 455	53 746	69 773	66 979
Primes Nettes mDT	28 267	30 221	35 821	34 453
Ratio FP/Primes Nettes	182,03%	177,84%	194,78%	194,41%

La croissance annuelle au niveau des fonds propres a permis au réassureur Tunis Re de renforcer sa solidité financière et de maintenir ainsi ses niveaux confortables de marge de solvabilité, qui évolue au dessus du niveau minimum exigé pour la période 2008-2011.

La marge de solvabilité suit une tendance haussière durant cette période pour atteindre les 194,41% en 2011, et ce en dépit de l'année difficile qu'a traversée le secteur des assurances et réassurances en Tunisie qui a subi des répercussions sans en être à l'origine.

Tunis Re dispose des ressources nécessaires pour faire face à ses engagements et aux événements imprévus.

Ratio de couverture	2008	2009	2010	2011
Placements nets	112 598 824	116 408 835	148 106 113	164 715 000
Provisions techniques acceptation	104 225 847	115 925 316	152 747 874	153 989 000
Placement/provision	108,03%	100,41%	96,96%	106,96%

Afin d'être capable d'honorer ses engagements, Tunis Re doit disposer de suffisamment d'actifs sûrs, liquides et rentables. Le ratio placements sur provisions nous renseigne sur la qualité de gestion d'actifs. La solvabilité du réassureur est rassurante étant donné que ce ratio se situe à un niveau supérieur à 100%, exceptée pour l'année 2010. Néanmoins, Tunis Re est parvenue à se rattraper en 2011 en réalisant un ratio égal à 106,96%.

Structure du bilan

Gestion des provisions: Des provisions techniques sur un Trend haussier...

Evolution des Provisions Techniques en mDT



Les provisions techniques liées aux acceptations, constituées essentiellement de provisions pour primes non acquises et de provisions pour sinistres, ont marqué une croissance annuelle moyenne de 14% sur la période 2008-2011, atteignant les 153,9MDT à fin décembre 2011 en stagnation sur une année glissante.

Toute société de réassurance doit avoir le niveau nécessaire de provisions qui lui permet d'être en mesure d'honorer à tout instant ses engagements résultant des contrats d'assurances. Tunis Re est très bien provisionnée et dispose d'un matelas suffisant pour faire face à ses engagements vis-à-vis de ses partenaires.

	2008	2009	2010	2011
Provisions pour primes non acquises	37 583 169	42 930 225	53 338 080	51 161 000
Provisions pour sinistres à payer	66 642 678	72 995 091	99 409 794	102 828 000
Autres provisions techniques	12 103	245 340	463 073	800 000
Total	104 237 950	116 170 656	153 210 947	154 789 000

Les provisions techniques ont marqué un renforcement pour s'inscrire à 154 789MDT en 2011, soit en hausse de 33,24% par rapport à l'année 2009. L'année 2010 a attesté d'un niveau important de provisions étant donné la sinistralité relative à Mauritania Airways.

Au titre de l'exercice 2011, Tunis Re a constitué les provisions nécessaires pour les sinistres relatifs aux émeutes et mouvements populaires dans la rubrique provisions pour sinistres à payer pour un montant de 7,5MDT. Cette rubrique a atteint en 2011 les 102,828 MDT, soit 66% des provisions totales et en progression de 3,4% par rapport à l'année précédente. En ce qui concerne les provisions pour sinistres à payer, une baisse de 4% s'affiche en 2011 par rapport à 2010.

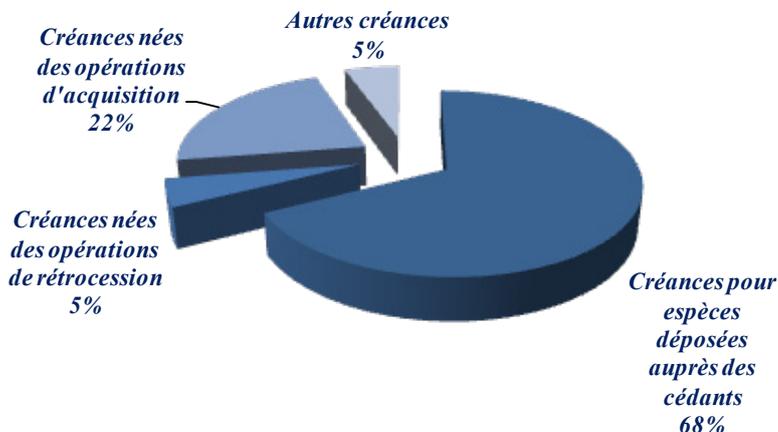
	2008	2009	2010	2011
Provisions techniques nettes	50 962 353	57 902 222	68 485 810	74 620 000
Primes nettes souscrites	59 713 000	60 777 000	73 720 000	68 255 000
Provisions techniques/primes nettes souscrites	85,35%	95,27%	92,90%	109,33%

Une partie de ses provisions techniques constitue la part des rétrocessionnaires. Cette part représente 51,79% de l'ensemble des provisions techniques.

Les provisions techniques nettes de la part des rétrocessionnaires couvrent 1,09 fois les primes nettes constituées pour l'année 2011, soit en amélioration par rapport à l'année écoulée où les provisions ne couvraient que 92% des primes nette souscrites.

Structure de l'actif: la gestion des créances

Répartition des Créances d'assurances 2011



Les créances d'assurances sont un élément de taille dans l'examen de risque de crédit.

On distingue les créances pour espèces déposées auprès des cédants, les créances nées des opérations de rétrocession, les créances nées des opérations d'acquisitions et les autres créances qui représentent respectivement 68%, 5%, 22% et 5% des créances totales au titre de l'exercice 2011.

	2008	2009	2010	2011
Total créances d'assurances	64 834 490	73 050 598	106 908 925	93 657 000
Total actif ajusté	176 242 682	183 982 404	245 453 960	228 876 000
Créances de réassurances/Total actif ajusté	36,79%	39,71%	43,56%	40,92%
Créances hors dépôts/Total actif ajusté	10,87%	12,23%	21,73%	13,27%
Créances de réassureurs/ Fond propres moyens	111,19%	125,28%	183,34%	160,61%

Le total des créances d'assurances s'est inscrit en baisse de 12,39%, pour s'établir à 93,657 MDT en 2011 contre 106,908 MDT en 2010, suite à la régression des créances sur les rétrocessionnaires de 53% et des créances nées des opérations d'acquisitions de 47%.

Le total des actifs ajustés de la part des rétrocessionnaire dans les provisions techniques avoisine les 228,876 MDT en 2011 et le taux créances de réassurance rapporté au total actif ajusté a diminué de 300 points de base mais se situe toujours à un niveau acceptable.

La liquidité

	2008	2009	2010	2011
Créances déposées auprès des cédantes	45 674 534	50 541 760	53 568 200	63 289 000
Dettes pour dépôts reçus des rétrocessionnaires	25 589 684	25 327 103	37 897 160	36 878 000
Solde	20 084 850	25 214 657	15 671 040	26 411 000

Les créances déposées auprès des cédantes évoluent plus que proportionnellement que les dettes pour dépôts reçus des rétrocessionnaires, le solde résultant du rapport entre ces deux derniers demeure en constante évolution et a atteint les 26,411MDT en 2011.

Dans le cas de la survenance de niveaux exceptionnels de sinistralité, Tunis Re devra faire face à cette situation dans un laps de temps réduit. Néanmoins, et grâce à sa bonne gestion de flux, le cash flow généré par son activité est généralement perçu avant la date du paiement des sinistres.

Les perspectives d'avenir

La réassurance contribue à exploiter pleinement le potentiel du secteur de l'assurance en tant que catalyseur de la croissance économique. Cette dernière est devenue un acteur important du secteur de l'assurance où elle y joue une influence croissante grâce au fait que la réassurance permet aux cédantes de faire face aux pics de sinistralité.

L'industrie de la réassurance présente des perspectives de développement intéressantes sur le moyen et long terme liées essentiellement à une croissance du secteur des assurances. A cet égard, une ascension des primes souscrites peut être enregistrée grâce à plusieurs facteurs notamment :

- la multiplication des catastrophes naturelles au cours des ces dernières années.
- la dégradation des prestations de la sécurité nationale ce qui représente une opportunité pour développer l'assurance IARD.
- les nouvelles mesures gouvernementales dans le domaine social notamment, l'augmentation des salaires et la lutte contre le chômage, vont entraîner l'accroissement de l'épargne des particuliers. D'un autre côté, la politique nationale dans le domaine du logement qui favorise l'acquisition des logements par les particuliers permettra d'induire un effet direct sur l'augmentation des souscriptions dans l'assurance logement.
- l'intérêt croissant pour la micro finance et la finance islamique en Tunisie, à l'instar du reste du monde en général et de la région MENA en particulier, contribuera inévitablement au développement de la micro-assurance et des assurances Takaful.

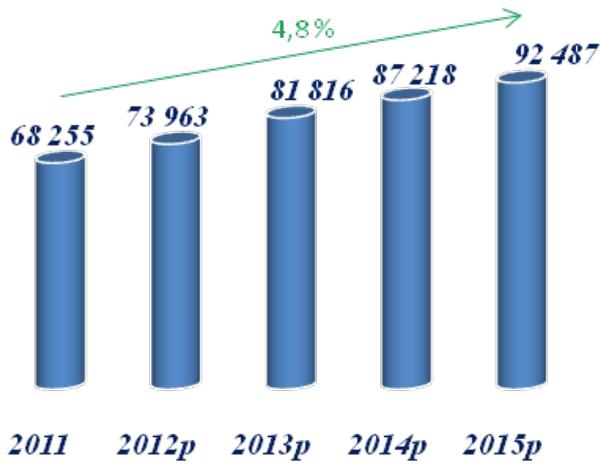
A cet égard, les produits Takaful qui répondent aux attentes d'une certaine catégorie de clients pourront jouer un rôle favorable dans la vulgarisation de l'assurance en général et le développement des assurances de personnes en particulier. Par ailleurs, la micro finance qui vise le financement des PME et TPE exclues du système bancaire, jouera le rôle de locomotive dans le développement de la micro assurance à travers une offre de produits adaptés aux besoins de cette classe d'investisseurs.

Un plan de développement révisé à la baisse et assez prudent

Suite à l'augmentation de capital en numéraire de 30MDT, Tunis Re a présenté un nouveau plan de développement qui englobe des données prévisionnelles de 2011-2015.

En dépit de la résistance de la société à la conjoncture difficile et le fait qu'elle a pu surmonter cette épreuve délicate avec les moindres dégâts, Tunis Re a choisi de réviser à la baisse son plan de développement par mesure de prudence et dans un souci de préserver la crédibilité dont elle a toujours fait preuve.

Chiffre d'affaires prévisionnel (mDT)



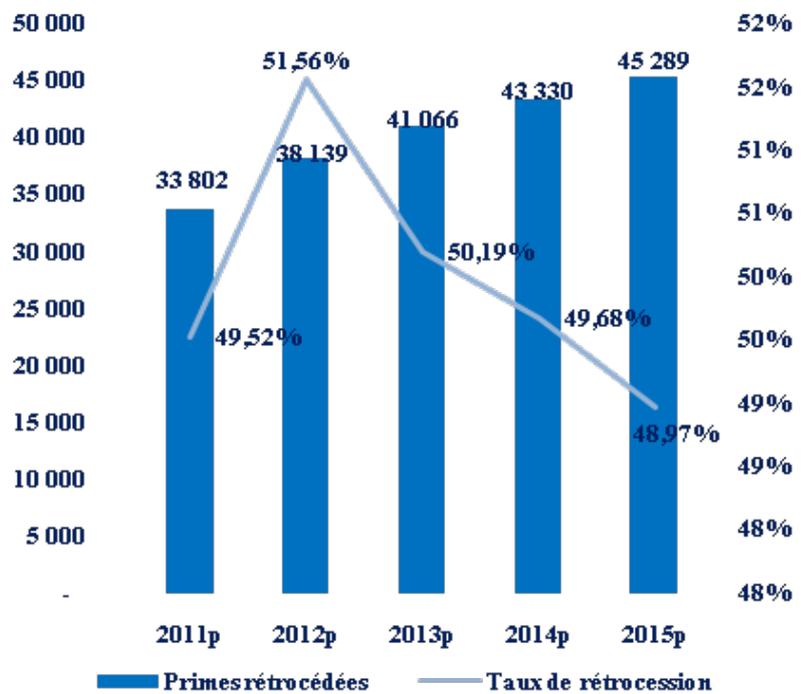
Le plan de développement de Tunis Re a été révisé à la baisse, et ce, en dépit des réalisations encourageantes de l'année 2010 étant donné que le chiffre d'affaires de l'année en question a dépassé les prévisions avec un taux de réalisation de 110%.

Cette décision trouve son origine dans la conjoncture délicate qui a impacté négativement l'activité de Tunis Re. Ce plan table sur une évolution annuelle de l'ordre de 4,8% afin d'atteindre les 92,487 MDT en 2015.

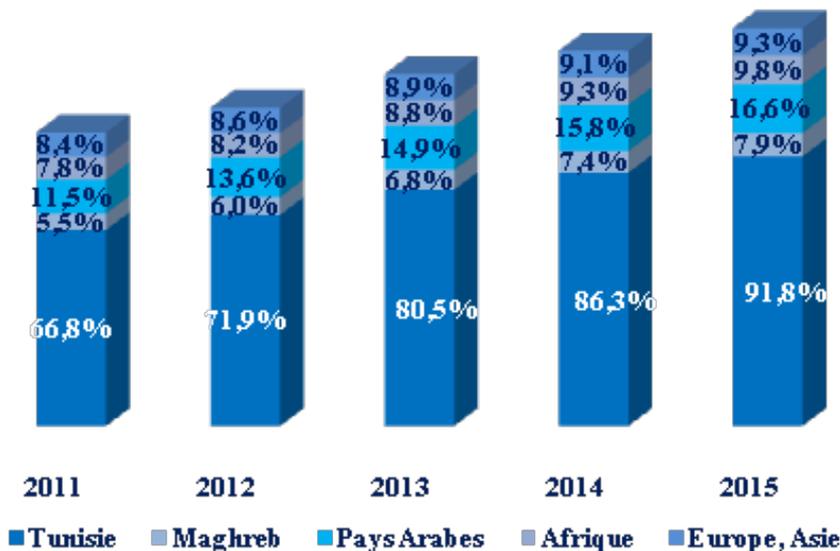
Entre l'année 2011 et l'année 2012, le taux de rétrocession augmentera de 49,52% à 51,56%.

Pour ce qui est des années 2013-2015, Tunis Re maintiendra sa politique de rétrocession et veillera à augmenter son volume d'activité en baissant le taux de rétrocession à 48,97% en 2015, grâce à une augmentation plus que proportionnelle du volume d'affaires par rapport à la rétrocession.

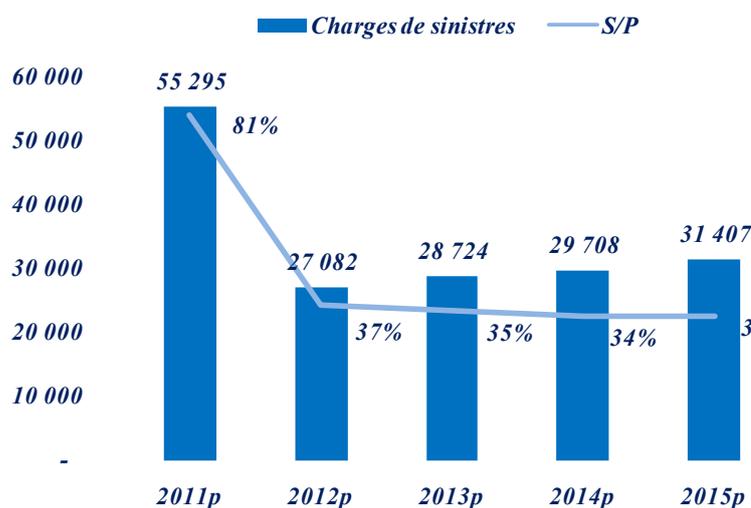
Evolution des Primes rétrocedées en mDT



Répartition du Chiffre d'affaires par Zone



Sur la période de Business Plan 2011-2015, la compagnie va maintenir la même stratégie en termes de répartition du chiffre d'affaires par zone, avec une prépondérance du chiffre d'affaires du marché Tunisien, soit une moyenne de 79,5%.



Etant donné le niveau important de la sinistralité atteint en 2011, cette charge a été estimée à 55,295 MDT, soit en hausse de 114% par rapport au montant présenté dans le plan de développement 2009-2013.

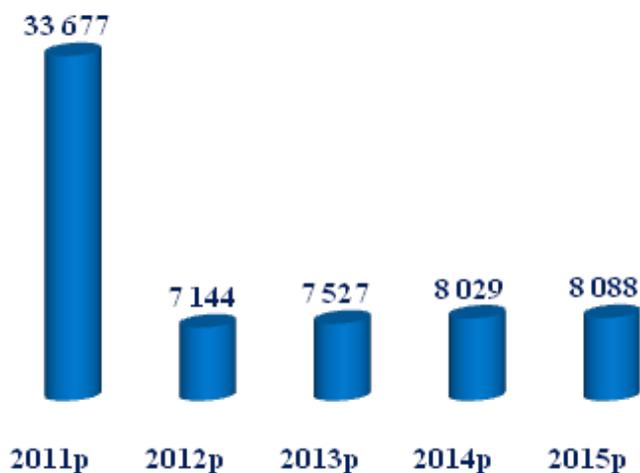
A partir de l'année 2012, la charge de sinistres retrouvera son niveau habituel en s'inscrivant en baisse de 51% par rapport à 2010 pour avoisiner les 28 MDT.

Le ratio S/P est estimé en 2015 à 34% et ce en dépit de l'expansion du volume d'affaires de Tunis Re ce qui témoigne d'une bonne gestion des risques.

Charges de sinistres rétrocédées

Il est à rappeler que les événements d'émeutes survenus en Tunisie en 2011 ont entraîné une charge sinistre estimée dans le plan 2011-2015 à 30, 089 MDT et qui se sont rétrocédées à hauteur de 78%. Cette charge a provoqué un écart de 374% au titre de l'année 2011 avec l'ancien plan 2009-2013.

Au titre des années 2012 et 2013, la charge sinistre rétrocédée présentera des écarts respectifs de -15% et -17% comparée à l'ancien plan.



Le résultat net estimé pour l'année 2011 est de 0,871 MDT et le résultat technique est négatif de 1,542 MDT. A partir de l'année 2012, l'impact des événements se fera ressentir de moins en moins puisque le résultat technique évoluera de presque 200%, pour atteindre les 1,519 MDT en 2012 et le résultat net sera de 7,496 MDT soit en progression de 71%. En 2015, et d'après le nouveau plan de développement, le résultat technique et le résultat net atteindront respectivement les 5,563 MDT et 17,095 MDT.

Evolution du Résultat net et du Résultat technique (en mDT)



La baisse prononcée des marchés boursiers a négativement impacté le revenu des placements, chose qui a entraîné la constitution des provisions de dépréciation supplémentaires et contribuant ainsi à la diminution des résultats et des marges de solvabilité.

Activité financière

L'objectif de l'activité financière consiste à assurer l'équilibre financier et permettre d'effectuer des choix financiers. Tunis Re a choisi d'adopter une politique de diversification de son portefeuille et d'amélioration de sa rentabilité tout en préservant la sécurité et la liquidité. Elle table ainsi à hausser la part des placements sur le marché financier. Les plus fortes hausses se feront ressentir au titre des années 2012 et 2014 qui seront caractérisées par des augmentations de capital, soient des envolées respectives de 39% et 25%.

Les placements vont atteindre 315,6 MDT en 2015 contre 168,1 MDT en 2011, soit une évolution moyenne de 16%. Ces placements sont constitués de placements financiers, monétaires, immobiliers et des dépôts auprès des cédantes. Ces derniers évolueront en moyenne entre 2011 et 2015 respectivement de 36%, 7,6%, 25,8% et 5,6%.

Sous l'effet des deux opérations d'augmentation de capital prévues, les revenus des années 2012 et 2014 marqueront des évolutions notables respectives de 74% et 25%. Les produits des placements sont estimés à 16,049 MDT en 2015 suivant une évolution moyenne de 26% durant la période 2011-2015.

Tunis Re reste généreuse envers ses actionnaires avec un taux de distribution de 6,5% en 2011

En dépit des difficultés rencontrées suite aux événements inattendus survenus en Tunisie, Tunis Re n'a pas changé sa politique de distribution de dividendes qui consiste à fidéliser ses actionnaires. En effet, il est à remarquer que les dividendes distribués n'ont pas subi de fortes volatilités.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dividendes des actions	2 362 500	2 625 000	3 375 000	2 925 000	4 875 000	4 875 000	6 500 000
taux de distribution en % de la valeur nominale	7,50%	7,50%	7,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%

Le taux de distribution est fixé durant la durée du business plan à 6,5% du nominal de l'action et ce conformément à sa politique prévisionnelle qui consiste à fixer le taux de rendement au TMM majoré de 3%.

Tunis Re: Une valeur solide à l'achat

Tunis Re a enregistré de bons résultats durant ces dernières années. Avec une appréciation remarquable de son chiffre d'affaires, la compagnie a su tirer son épingle du jeu. De surcroît, via l'augmentation de capital, Tunis Re a montré sa volonté de poursuivre la consolidation de sa croissance et de confirmer sa position d'acteur de référence dans le secteur des réassurances en Tunisie.

En dépit des difficultés rencontrées lors de l'exercice 2011, Tunis Re se prévaut d'un profil de risque intéressant qui s'est amélioré au fil des années d'activité, mieux encore la compagnie n'a enregistré aucun risque de ruine.

En s'appuyant sur les méthode d'évaluation à savoir : l'Actualisation des cash-flows futurs, MVA et les comparables boursiers, et en se basant sur des hypothèses restrictives pour la valorisation du titre Tunis Re, nous aboutissons à un cours cible de 13,77DT.

Lors de son introduction en bourse, deux ans plus tôt, l'action avait été proposée suivant un prix largement escompté. Ces dispositions avaient été adoptées pour faciliter l'accession de la société au marché boursier et préparer le terrain aux augmentations de capital à venir à des niveaux de prix en adéquation avec la valeur intrinsèque du titre.

Ainsi, l'action Tunis Re, évaluée alors à 7 DT, se transigeait uniquement à 9,94x son résultat net 2010, 0,93x ses fonds propres et justifiant d'un rendement de dividendes de l'ordre de 5,4%.



Aujourd'hui, Tunis Re est parvenu à renforcer sa position en tant qu'acteur majeur sur le marché local, et ce en dépit du contexte actuel. En effet, le développement de son activité a cristallisé sa solidité et a conforté ses bonnes pratiques de gestion de risque. Par conséquent, le prix proposé (13,77DT), colle au mieux à la réalité de la société et à sa valeur intrinsèque.

Au vu de la valorisation proposée et des perspectives de croissance prometteuses de la compagnie, nous recommandons d'accumuler le titre dans les portefeuilles et de souscrire ainsi à l'augmentation de capital de Tunis Re.



MAXULA BOURSE

.Intermédiaire en bourse.

Département
Recherches & Analyses

Avril 2012

Rue du Lac Léman, Centre Nawrez
1053 Les Berges du Lac

Tel: (+216 71) 960 530 / 960 026
Fax: (+216 71) 960 565

www.maxulabourse.com.tn
research@maxulabourse.com.tn