

Cours au 26/01/2018 : 8,460D

Informations boursières

| | |
|---------------------|------------|
| Capitalisation (MD) | 169,2 |
| Nombre de titres | 20 000 000 |
| Groupe BNA | 21,3% |
| COMAR | 15,1% |
| STAR | 14,9% |
| Etat Tunisien | 5,2% |
| CTAMA - MGA | 5,1% |
| MAE | 5,0% |
| Autres | 33,4% |

Performance boursière

| | 2015 | 2016 | 2017 | Début 2018 |
|-------------|-------|-------|-------|------------|
| Tunis Re | -3,7% | -0,9% | -1,3% | 1,0% |
| TUNINDEX | -0,9% | 8,9% | 14,4% | 1,7% |
| TUNINDEX 20 | -1,7% | 9,9% | 21,5% | 2,3% |

Ratios boursiers

| | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-----------|------|------|-------|-------|
| PE | 11,7 | 10,6 | 12,4 | 7,2 |
| P/BV | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 |
| Div Yield | 5,9% | 5,9% | 5,9% | 5,9% |

Données par action (D)

| | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| Bénéfice | 0,722 | 0,795 | 0,683 | 1,175 |
| Dividende | 0,500 | 0,500 | 0,500 | 0,500 |
| Actif net | 9,283 | 9,567 | 10,069 | 10,789 |

Compte de résultat (MD)

| | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Chiffre d'affaires | 100,6 | 113,4 | 116,3 | 129,3 |
| Résultat technique | 6,5 | 6,3 | 5,0 | 13,3 |
| Résultat net | 14,4 | 15,9 | 13,7 | 23,5 |

Ratios financiers

| | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sinistralité | 57,6% | 52,0% | 63,8% | 49,0% |
| Ratio combiné | 91,6% | 90,5% | 97,0% | 88,0% |
| ROE | 8,4% | 9,1% | 7,6% | 12,8% |
| Ratio de couverture | 168,5% | 159,2% | 152,2% | 151,5% |
| Marge de solvabilité | 324,4% | 278,6% | 295,7% | 300,2% |

Tunis Re a pu maintenir sa présence parmi les assureurs nationaux avec une part de marché de 18,1%. L'activité à l'étranger génère quant à elle 44% des revenus dont la moitié proviennent des pays du Maghreb et du Moyen Orient.

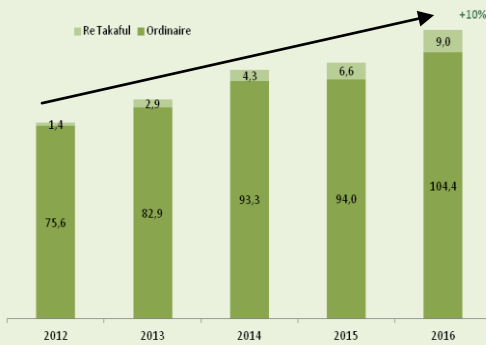
Le réassureur national Tunis Re, a pleinement réalisé ses objectifs et profite d'une croissance rapide et sûre à plusieurs niveaux.

La rentabilité des fonds propres et le respect des normes prudentielles confèrent à l'action Tunis Re un profil attrayant sur le marché.

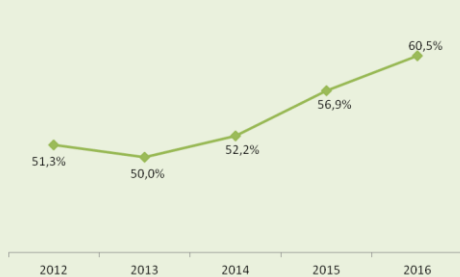
Points clés:

- Une position solide sur le marché local, avec une expérience de plus de 36 ans;
- Une bonne connaissance du marché et une excellente relation avec les cédantes;
- Un bon ancrage local, de bonnes relations commerciales durables et bon portefeuille diversifié (risques, cédantes et zone géographique);
- Une présence régionale en Afrique et en zone MENA;
- Une croissance durable et une rentabilité distinguée;
- Une gestion rigoureuse et une stratégie bien définie;
- Une bonne assise financière;
- Un respect parfait des ratios prudentiels;
- Une valorisation attrayante couplée à une très bonne rentabilité du titre.

Evolution du chiffre d'affaires

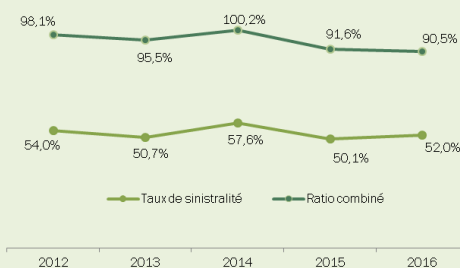


Evolution du taux de rétention



Une stratégie de diversification efficace, couplée à une structure de rétrocession bien étudiée, ayant permis de préserver un bon niveau de sinistralité.

Evolution de la sinistralité et de la productivité



Un résultat net en progression remarquable malgré l'impact de la contribution conjoncturelle (1,5MD).

Présentation :

Tunis Re opère dans le secteur des assurances avec plus de 36 ans d'expérience. Elle a été créée à l'initiative des pouvoirs publics ainsi que le concours des banques et des sociétés d'assurances en Tunisie.

Elle a pu maintenir sa présence, à l'échelle nationale, parmi les assureurs nationaux, ce qui lui a valu une part de marché de 18,1%, et qui la place en tant que réassureur national de premier ordre.

L'effectif de Tunis Re est composé de 82 employés avec une majorité de cadres diplômés des différentes universités Tunisiennes. Le taux d'encadrement est de 92%.

Afin de valoriser encore plus son image de marque et sa notoriété, Tunis Re a entamé depuis 2008 un processus de notation. C'est ainsi, qu'elle s'est fait attribuer en 2009 la note B+ (good) avec perspective stable par A.M BEST, société spécialisée dans la notation des sociétés d'assurance et de réassurance. Cette note a été confirmée chaque année, et ce malgré la détérioration de la note souveraine du pays à plusieurs reprises, ce qui confirme la solidité financière de la société et son potentiel à créer de la valeur. De plus, Tunis Re a été certifiée en 2016 au standard financier MSI 20000 décerné par l'institut de la Bourse de Paris témoignant encore une fois de la solidité financière de la société.

Activité :

Durant les dernières années, la société Tunis Re a affiché une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 10% sur la période 2012-2016 pour atteindre 113,4MD en 2016.

Cette amélioration a concerné toutes les branches avec une performance pour la branche « Incendie » dont l'activité a progressé de 18,3MD durant la période accaparant ainsi 37% du chiffre d'affaires global de la compagnie.

L'activité Retakaful instaurée en 2011 afin de diversifier le champ d'intervention de la société, ne cesse de progresser avec une croissance annuelle moyenne de 60% pour s'élever à 9MD en 2016 contre 1,4MD en 2012 : un créneau dont la demande est en forte croissance aussi bien à l'échelle nationale qu'internationale et surtout après la promulgation de textes visant le développement de la finance islamique au niveau des marchés asiatiques.

Côté rétrocession, les primes rétrocédées ont enregistré sur le dernier quinquennat une évolution moyenne de 5% contre 10% pour les acceptations. L'assise financière de la compagnie lui permet d'avoir une capacité rétentrice en constante évolution. Ainsi, les primes rétrocédées ont atteint 44,7MD en 2016 et le taux de rétention global s'élève désormais à 60,5% en amélioration de 9 points par rapport à 2012.

En matière de sinistralité, la compagnie affiche un niveau assez raisonnable avec un ratio de 52% en 2016, et ce malgré la survenance de plusieurs sinistres. La sinistralité s'est nettement améliorée avec une appréciation de 7,6 points par rapport à 2014. Notons qu'en 2016, la dépréciation de la monnaie locale a fortement impacté la sinistralité, une situation qui devrait se poursuivre en 2017.

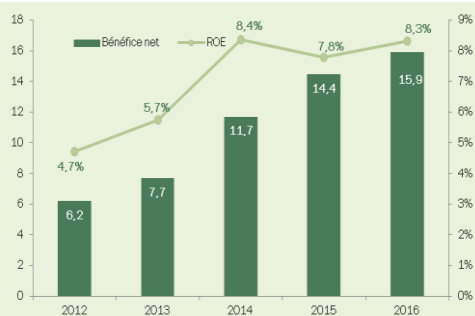
Idem pour la productivité qui, elle aussi, s'est appréciée durant ces dernières avec un ratio combiné de 93% contre 98% en 2012, grâce notamment à une meilleure optimisation des charges.

Ainsi, l'activité technique a affiché un résultat net de 6,3MD, soit plus que le triple que celui enregistré en 2014.

La recapitalisation de la compagnie durant le dernier quinquennat avec l'injection de 100MD (60MD en 2012 et 39MD en 2015) au niveau des caisses de l'entreprise a permis à Tunis Re de se doter d'une assise financière très solide. A fin 2016, les capitaux propres s'élevaient à plus de 190MD contre à peine 70MD en 2011. L'activité financière a généré des revenus de 19MD en progression de 25% par rapport à 2015 et ce grâce à une bonne gestion des placements. Le rendement des placements s'élève à 5,7% en 2016.

Le bénéfice net de Tunis Re a doublé en l'espace de deux ans seulement pour s'établir à 15,9MD au 31/12/2016 contre 6,2MD en 2012. Notons qu'en 2016, la compagnie a subi l'impact de la contribution conjoncturelle dictée par la loi de finances 2017 et qui s'est élevée à 1,5MD.

Tunis Re affiche donc une rentabilité financière satisfaisante de l'ordre de 8,3%. Du côté des normes prudentielles, Tunis Re affiche un ratio de couverture de 159,2% dépassant largement la norme requise de 100% et une marge de solvabilité très confortable de 278%, soit 2 fois le minimum exigé de 100%.



Comment se présente l'atterrissage pour l'année 2017 ainsi que son évolution future:

Durant l'année 2017, le chiffre d'affaires de la société a affiché une progression de 2,5% à 116,3MD. L'activité Retakaful continue de prendre de l'essor avec un accroissement du volume d'affaires de 19,4% à 10,8MD.

En revanche, la sinistralité de la compagnie s'est aggravée en raison de la survenance de sinistres importants conjuguée à l'impact du taux de change sur les acceptations étrangères. Le taux de sinistralité s'est déprécié de 9,8 points passant de 52% en 2016 à 63,8% en 2017. Aussi, le ratio combiné devra afficher une dépréciation pour s'établir à 97%.

Au titre de l'année 2017, nous estimons que la compagnie devra afficher un résultat net de 14,7MD en légère régression de 7,2% par rapport à 2016.

Pour les années futures, les orientations stratégiques du management pour les cinq prochaines années reposent essentiellement sur :

→ Consolidation de la position de Tunis Re sur le marché local et développer son rôle sur le marché régional ;

→ Renforcement du système de gestion de risque afin de mieux optimiser l'activité :

| (en mD) | 2016 | 2017p | 2018e | 2019e |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| Chiffre d'affaires | 113 434 | 116 253 | 129 295 | 138 134 |
| Evolution | 12,8% | 2,5% | 11,2% | 6,8% |
| Primes rétrocédées | 44 764 | 48 146 | 50 718 | 54 041 |
| Evolution | 3,2% | 7,6% | 5,3% | 6,6% |
| Charges de sinistres | 33 541 | 40 860 | 37 395 | 35 882 |
| Evolution | 17,9% | 21,8% | -8,5% | -4,0% |
| Produits financiers | 18 881 | 19 048 | 21 805 | 24 101 |
| Evolution | 50,0% | 0,9% | 14,5% | 10,5% |
| Résultat net | 15 905 | 13 668 | 23 503 | 32 928 |
| Evolution | 10,1% | -14,1% | 72,0% | 40,1% |

Estimations de Tunis Re

| | 2016 | 2017p | 2018e | 2019e |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Taux de rétention | 60,5% | 58,5% | 60,8% | 60,9% |
| Ratio combiné | 90,5% | 97,0% | 88,0% | 82,0% |
| Taux de sinistralité | 52,0% | 63,8% | 49,0% | 43,0% |
| Taux de couverture | 159,2% | 152,2% | 151,5% | 154,3% |
| ROE | 9,1% | 7,6% | 12,8% | 16,4% |

Estimations de Tunis Re

Aspect boursier du titre:



En 2017, le titre Tunis Re a affiché une tendance baissière avec une performance négative de 1,3% contre un rendement de l'ensemble de la place de +14,4%. Cette contre performance n'est pas justifiée eu égard aux fondamentaux solides de la compagnie. Actuellement, le titre se traite à des **niveaux de valorisation très attrayants**. Il est valorisé à 11,5x ses bénéfices estimés pour 2017 affichant ainsi une décote par rapport à ses pairs de 18,4% et de 26,3% par rapport à l'ensemble de la place.

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 0,9 sa valeur comptable contre une moyenne d'un échantillon de réassureurs nationaux et internationaux de 1,2.

De plus, le titre offre un rendement en dividende alléchant de 5,9% contre une moyenne de 4,4% pour ses concurrents : **une rémunération que nous jugeons assez généreuse**.

Nous recommandons de renforcer votre position sur le titre.

| | Pays | P/BV |
|------------------|----------------|------------|
| Tunis Re | Tunisie | 0,9 |
| STAR | Tunisie | 0,6 |
| Swiss Re | Suisse | 0,8 |
| Munich Re | Allemagne | 1,0 |
| SCOR | France | 1,1 |
| Moyenne | | 1,2 |
| Hannover Re | Allemagne | 1,4 |
| Astrée | Tunisie | 1,8 |
| Assurances Salim | Tunisie | 2,0 |