

Prix d'émission : 7,800D

Nombre d'actions émises : 5 000 000 actions

Jouissance des actions : 1^{er} Janvier 2015

Capitalisation boursière après augmentation : 156MD

Ratios boursiers*

	2013	2014	2015e
PE	20,3	13,3	8,4
P/BV	1,2	1,1	0,8
Div Yield	4,5%	6,4%	6,4%

Données par action (D)*

	2013	2014	2015e
Bénéfice	0,384	0,585	0,933
Dividende	0,35	0,5	0,5
Actif net	6,7	7,0	9,8

Compte de résultat (MD)

	2013	2014	2015e
Chiffre d'affaires	85,9	97,6	96,7
Résultat technique	1,8	1,9	8,2
Résultat net	7,7	11,7	18,7

Données financières

	2013	2014	2015e
Ratio combiné	95,5%	96,3%	83,6%
ROE	5,7%	8,4%	9,6%

Performance

	2013	2014	Début 2015
Tunis Re	10,5%	12,7%	-20,5%
TUNINDEX	-4,3%	16,2%	10,9%
TUNINDEX 20	-2,2%	22,6%	11,6%

Informations boursières

Capitalisation (MD)	156,0
Nombre de titres	20 000 000
Groupe BNA	19,4%
STAR	14,5%
COMAR	11,5%
STB	4,0%
Autres	50,6%

*tenant compte du nouveau nombre d'actions

But de l'augmentation de capital :

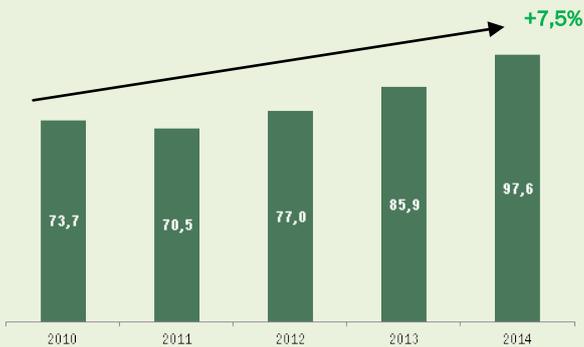
- Renforcement de l'assise financière en vue de se rapprocher aux standards nationaux ;
- Elargissement de la capacité de souscription en vue de consolider sa position sur le marché local et renforcer sa présence sur les marchés régional et international ;
- Diversification de l'activité dans les domaines à forte rentabilité

Éléments clés :

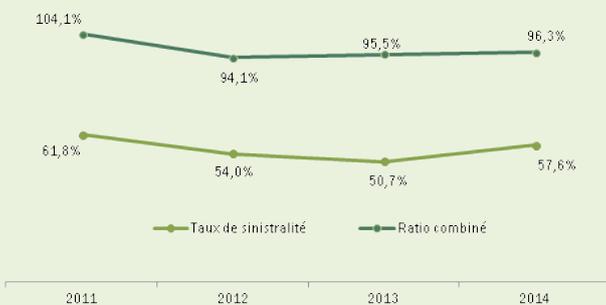
- « Tunis Re » se place en tant que réassureur national de premier ordre avec une part de marché de 19% ;
- Un portefeuille d'activité très diversifié avec une répartition équilibrée au niveau des branches d'assurances et des zones de risque ;
- « Tunis Re » est gestionnaire des pools d'assurance (Responsabilité Civile Décennale, les flottes maritime et aérienne tunisiennes) ;
- « Tunis Re » a réalisé une progression annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 11,5% durant les 3 dernières années ;
- Un ratio combiné qui ne cesse de s'améliorer pour s'établir à 96,3% en 2014 contre 104,1% en 2011 ;
- L'activité financière de « Tunis Re » dégage un taux de rendement de 5,1% en 2014 contre 3,3% en 2011 ;
- Avec 11,7MD de bénéfice net, « Tunis Re » jouit d'une rentabilité financière satisfaisante de 8,4% ;
- Des fondamentaux solides avec un taux de couverture de 140% dépassant le minimum requis par les autorités de tutelle ;
- « Tunis Re » augmente ses fonds propres de 39MD pour consolider son positionnement sur le marché local et intensifier sa présence sur les marchés étrangers ;
- Visant une meilleure rétention et par la bonne maîtrise des risques, « Tunis Re » prévoit, d'ici 2017, de multiplier son bénéfice net par deux et d'afficher une rentabilité financière de 12% ;
- Avec un prix d'émission de 7,800D, le titre « Tunis Re » affiche des niveaux de valorisation attrayants: 8,4 fois les bénéfices prévisionnels de 2015 et un rendement en dividende généreux de 6,4%.

Nous recommandons de souscrire à l'augmentation de capital

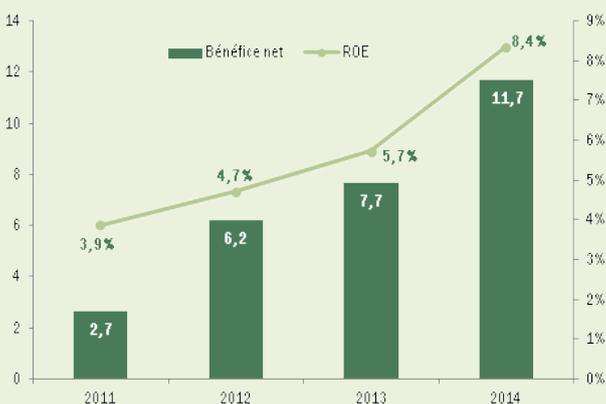
Evolution du chiffre d'affaires de Tunis Re



Les ratios de Tunis Re



Evolution du bénéfice net



L'activité de Tunis Re s'est caractérisée en 2014 par un accroissement de son chiffre d'affaires de 13,7% à 97,6MD dépassant ainsi largement les projections publiées au niveau du prospectus d'augmentation de capital (objet de la présente note).

L'amélioration a concerné toutes les branches avec une performance pour la branche « Incendie » dont l'activité a progressé de 14% à 32,3MD. Le chiffre d'affaires local occupe toujours la première place avec 63% de représentation.

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 73,5% pour s'élever à 4,3MD en 2014 contre à peine 0,8MD en 2011 : un créneau dont la demande est en forte croissance surtout au niveau des marchés asiatiques.

Côté rétrocession, les primes rétrocédées ont atteint 46,7MD contre 43MD en 2013 enregistrant ainsi une augmentation de 8,6%. Le taux de rétention global s'élève désormais à 52,2% en amélioration de 220pb.

En revanche, l'augmentation sensible de la sinistralité par rapport aux projections a limité la progression du résultat technique au niveau escompté. La compagnie a affiché un résultat technique de 1,9MD en progression de 3,1% par rapport à 2013 et en décalage de 55,2% par rapport aux prévisions. La survenance de plusieurs sinistres importants (Nouvelair, Air Algérie, SOBOCO, ...) pour une valeur estimée à 26,3MD et la dépréciation du dinar par rapport au dollar (impact estimé à 2MD) ont fortement impacté le taux de sinistralité de la compagnie qui s'établit désormais à 57,6% en 2014 contre 50,7% en 2013. Malgré cette forte sinistralité, le ratio combiné de Tunis Re mesurant l'efficacité de la gestion des compagnies d'assurances ne s'est détérioré que de 0,8 points pour s'élever à fin 2014 à 96,3% et ce en raison d'une meilleure optimisation des charges.

Quant à l'activité financière, elle a généré des revenus de 12,6MD en progression de 27% par rapport à 2013 avec un taux de rendement de 5,1% en appréciation de 100pb.

Le réassureur national a clôturé l'année 2014 avec un bénéfice net de 11,7MD en progression de 52,4% par rapport à l'année dernière et en décalage de 22% par rapport aux prévisions.

En terme de solidité financière, Tunis Re affiche un taux de couverture de 140,2%, dépassant largement le minimum requis par les autorités de tutelle, un ratio de solvabilité de 275% et une rentabilité financière de 8,4%.

Les orientations stratégiques de Tunis Re pour les cinq prochaines années reposent sur les axes suivants :

1- Renforcement des Fonds propres

La consolidation des fonds propres permettra à la compagnie d'accéder à une meilleure notation, facteur déterminant pour renforcer sa position en tant que réassureur professionnel local et régional.

2- Consolidation de la position de Tunis Re sur le marché local et développer son rôle sur le marché régional

Tunis Re compte poursuivre la consolidation de son positionnement sur le marché local et intensifier sa présence sur les marchés étrangers notamment dans les régions qui présentent des similitudes aussi bien sur le plan socio-économique que socioculturel

Ainsi, le chiffre d'affaires de « Tunis Re » connaîtra une croissance annuelle de 4% pour s'établir 114MD en 2018 contre 97,6MD en 2014.

Le bénéfice net sera multiplié par 2 d'ici 2016 à 22MD contre 11,7MD en 2014. Cette performance est la résultante d'une amélioration de la sinistralité et une meilleure optimisation des charges. La compagnie devra afficher une rentabilité financière de 10,2% au terme du plan contre 8,4% en 2014.

Pour 2015, le management projette un bénéfice net de 18,7MD, soit +59,6% par rapport à 2014 : un niveau que nous jugeons accessible surtout après un retour à la normale du niveau de la sinistralité.

Compte d'Exploitation prévisionnel

(en mD)	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p
Chiffre d'affaires	70 520	77 029	85 878	97 634	96 749	101 989	107 677	113 936
<i>Evolution</i>		9,2%	11,5%	13,7%	-0,9%	5,4%	5,6%	5,8%
Primes acquises	35 670	40 454	41 186	51 312	50 008	52 845	55 798	59 406
<i>Evolution</i>		13,4%	1,8%	24,6%	-2,5%	5,7%	5,6%	6,5%
Prod. Placements alloués, trans, de l'Etat de résultat	1 451	1 602	1 819	1 858	1 758	1 703	1 716	1 768
Charges de sinistres	22 040	21 835	20 870	29 568	22 050	22 228	22 501	23 864
Frais d'exploitation	16 538	17 832	20 287	21 696	21 493	22 564	23 795	25 224
Résultat technique	-1 457	2 390	1 848	1 905	8 223	9 756	11 218	12 086
<i>Evolution</i>		+264,0%	-22,7%	3,1%	331,7%	18,6%	15,0%	7,7%
Prod. Placements alloués, trans, de l'Etat de résultat	-1 451	-1 602	-1 819	-1 858	-1 758	-1 703	-1 716	-1 768
Produits des placements	5 679	7 498	9 903	12 586	13 859	16 090	16 745	17 345
Charges de placements	1 578	2 287	3 448	3 083	1 218	1 207	1 227	1 265
Autres produits non techniques	7 359	13 695	12 994	13 181	15 552	16 137	16 654	17 701
Autres charges non techniques	5 888	12 672	10 553	9 662	13 217	14 048	14 406	15 026
Résultat avant impôt	2 665	7 021	8 925	13 069	21 441	25 025	27 267	29 073
<i>Evolution</i>		163,5%	27,1%	46,4%	64,1%	16,7%	9,0%	6,6%
Impôt sur les sociétés	3	830	1 252	1 378	2 781	2 985	3 097	4 068
Résultat net de l'exercice	2 661	6 192	7 673	11 691	18 660	22 039	24 171	25 005
<i>Evolution</i>		132,7%	23,9%	52,4%	59,6%	18,1%	9,7%	3,5%

Ratios Financiers

(en mD)	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p
Taux de rétention	49,3%	51,3%	50,0%	52,2%	52,4%	52,5%	52,8%	51,4%
Ratio combiné	104,1%	94,1%	95,5%	96,3%	83,6%	81,5%	79,9%	79,7%
Charges de sinistres / Primes	61,8%	54,0%	50,7%	57,6%	44,1%	42,1%	40,3%	40,2%
Frais d'administration / Primes acceptées	7,1%	7,3%	7,3%	7,2%	7,1%	7,1%	6,9%	7,0%
Placements / Provisions techniques	101,2%	137,1%	145,5%	140,2%	171,6%	175,1%	176,5%	179,1%
Provisions techniques / Primes acceptées	238,3%	222,7%	192,1%	187,3%	177,9%	171,6%	167,1%	164,2%
Provisions techniques / Total Bilan	43,8%	40,9%	40,3%	42,0%	36,3%	35,4%	35,1%	34,9%
Bénéfice net / Capitaux propres	3,9%	4,7%	5,7%	8,4%	9,6%	10,5%	10,7%	10,2%

Caractéristiques de l'émission et Recommandation boursière

Les caractéristiques de l'augmentation de capital de Tunis Re se présentent comme suit :

Nombre d'actions émises : 5 000 000 actions nouvelles

Valeur nominale : 5 dinars

Prix d'émission des nouvelles actions: 7,800D, soit une valeur nominale de 5 dinars et une prime d'émission de 2,800D

Montant de l'opération : 39MD

Période de souscription réservée aux anciens actionnaires: du 18/05/2015 au 05/06/2015 inclus

Jouissance des actions : Les actions portent jouissance à partir du 1^{er} janvier 2015

Parité : à raison d'une (1) action nouvelle pour trois (3) actions anciennes

Période de souscription réservée au public: du 10/06/2015 au 17/06/2015 inclus

Recommandation

Avec un prix d'émission de 7,800D, le titre Tunis Re est valorisé moins que sa valeur comptable (P/BV de 0,8) et 8,4 fois les bénéfices projetés pour 2015 : une valorisation que nous jugeons assez attrayante par rapport à ses pairs et à l'ensemble du marché. de plus, le titre offre un rendement en dividende de 6,4% parmi les plus élevés : une rémunération assez généreuse pour les actionnaires.

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