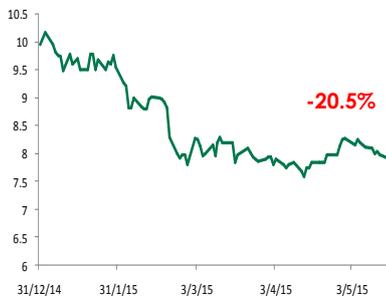


+

Souscrire

Prix de l'action: 7.900 Dt

Evolution du cours de Tunis Re depuis le début de l'année



### Dernière étape du processus de recapitalisation

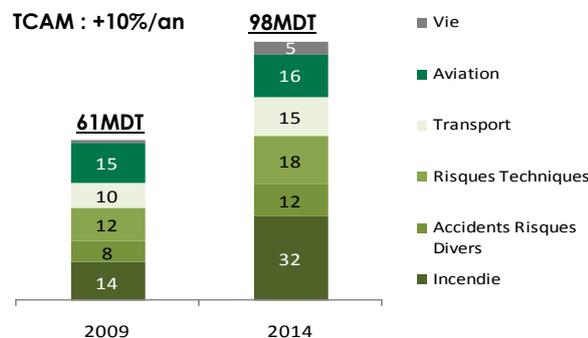
Si l'on fait le bilan de la compagnie de réassurance Tunis Re cinq ans après son introduction en Bourse, le constat est plutôt mitigé:

- **Sur le plan stratégique**, la compagnie a atteint ses objectifs : recapitalisation par le biais d'une injection de plus 70MDt via la Bourse en deux temps (2010 et 2012), maintien de sa notation, consolidation de sa position sur le marché local, renforcement de sa présence internationale.

- **Sur le plan financier**, le bilan a été moins glorieux, les résultats de la compagnie étaient en deçà des attentes. Eh pour cause! Les dégâts engendrés par les événements post révolution (estimés à 5MDT pour Tunis Re) ont perturbé la rentabilité financière du réassureur, qui n'a retrouvé ses niveaux d'avant révolution qu'à partir de 2013.

Côté chiffres, la compagnie a enregistré sur la période 2009-2014 une croissance annuelle de 10% des primes acceptées effleurant la barre des 100MDt, une croissance émanant davantage des marchés internationaux notamment les pays africains et du Golfe.

### Evolution de la structure du chiffre d'affaires de Tunis Re entre 2009 et 2014



Une croissance tirée par:  
- la branche incendie  
- les marchés étrangers

#### Actionnariat :

BNA :	16.25%
STAR:	14.50%
COMAR:	11.48%
STB:	4.01%
Autres actionnaires:	53.76%

#### Capitalisation Boursière:

158MDT (post augmentation)

#### Ratios de Valorisation:

##### Tunis Re/ Marché

P/E<sub>2015e</sub>: 11.2x / 12.9x

P/E<sub>2016e</sub>: 9.8x / 12.7x

Yield<sub>2015e</sub>: 6.3% / 3.2%

ROE<sub>2015e</sub>: 9.3%

Analyste chargée de la valeur :  
Rym GARGOURI

La croissance du top line a été accompagnée par un effort dans la rétention des primes. Rappelons que la société de réassurance, pour réduire son exposition au risque, cède les branches les plus sinistrées telles que l'aviation à d'autres sociétés de réassurance étrangères. Ce principe de rétrocession la met, certes, à l'abri de pertes exceptionnelles, mais constitue un manque à gagner conséquent en cas de non survenance de sinistres. La performance des compagnies de réassurance est, évidemment, de bien arbitrer entre la nature des contrats et le taux de cession. Ce dernier a baissé de 50% en 2009 à 45% en 2014 permettant à Tunis Re d'améliorer sa rentabilité technique passant, de 0.7MDt en 2009 à 1.9MDt en 2014.

Malgré cette amélioration, les niveaux de marge de la compagnie restent globalement en deçà de la moyenne de l'industrie. Cependant, à l'instar des compagnies d'assurances, Tunis Re arrive à compenser 'la volatilité' de l'activité technique par les revenus de placements.

Dotée d'une assise financière dépassant des 250MDt, le réassureur profite d'une enveloppe généreuse de produits financiers dépassant les 12MDT et permettent d'afficher un résultat net de 11.7MDt pour 2014 (contre 5MDt en 2009).

Des résultats qui devraient s'améliorer davantage grâce à l'augmentation de capital, objet de cette note, que souhaite réaliser la compagnie en guise de dernière étape du plan de recapitalisation annoncé lors de son introduction en Bourse.

### Modalités de l'augmentation de capital

- **Montant (nominal)** : 25MDt portant le capital de 75MDt à 100MDt via la création de 5 000 000 actions nouvelles
- **Montant levé** : 39MDt
- **Prix d'émission** : 7.8Dt (5Dt nominal+ 2.8Dt prime d'émission)
- **Parité**: 1 action nouvelle pour 3 anciennes
- **Jouissance** : 01/01/2015
- **Période de souscription** : du 18/05/2015 au 05/06/2015 inclus

La recapitalisation de la société s'inscrit dans le cadre du renforcement des fonds propres afin de:

- se préparer au projet de loi en cours qui a fixé le capital minimum réglementaire des réassureurs à 100MDt
- maintenir sa notation (B+ par AM Best) afin de pouvoir conquérir de nouveaux marchés étrangers
- élargir la capacité de souscription de la société avec des fonds propres plus solides qui atteindraient les 185MDt à l'issue de la recapitalisation.

Tunis Re semble sur la bonne voie pour retrouver un nouveau palier de résultats. Etant plus prudents que le business plan présenté par le management, nous pensons que d'ici 2016, la compagnie devrait être en mesure d'afficher un bottom line de 16MDt, résultant de l'amélioration du taux de sinistralité et des produits financiers.

Outre l'évolution positive de l'environnement économique et financier, notre opinion de '**Souscrire**' à l'augmentation de capital est motivée par deux aspects: **une valorisation attrayante 0.8x son actif net réévalué et une rémunération généreuse (un yield de 6.3%).**

en MDt	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e
Primes acquises nettes	27.855	33.445	35.670	40.454	41.186	51.312	54.217	57.555
<i>croissance</i>	7%	20%	7%	13%	2%	25%	6%	6%
Charges de sinistres	16.074	19.457	22.039	21.833	20.869	29.568	27.133	28.598
<i>croissance</i>	10%	21%	13%	-1%	-4%	42%	-8%	5%
<b>Résultat technique</b>	<b>0.739</b>	<b>0.813</b>	<b>-1.456</b>	<b>2.391</b>	<b>1.848</b>	<b>1.906</b>	<b>5.494</b>	<b>6.195</b>
<i>croissance</i>	-38%	10%	-279%	-264%	-23%	3%	188%	13%
<b>Marge technique</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.4%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.8%</b>
Produits des placements	5.227	5.770	5.678	7.497	9.902	12.586	13.559	15.671
<i>croissance</i>	-15%	10%	-2%	32%	32%	27%	8%	16%
Charges de placements	1.217	1.050	1.577	2.286	3.448	3.083	3.237	3.399
<i>croissance</i>	14%	-14%	50%	45%	51%	-11%	5%	5%
Autres produits non techniques	5.371	5.790	7.359	13.695	12.99	13.181	15.55	16.14
Autres charges non techniques	4.730	5.966	5.888	12.672	10.55	9.662	13.22	14.05
Impôt	0.350	0.598	0.003	0.830	1.252	1.378	2.106	2.406
<b>Résultat Net</b>	<b>5.041</b>	<b>4.759</b>	<b>2.663</b>	<b>6.193</b>	<b>7.673</b>	<b>11.691</b>	<b>14.095</b>	<b>16.101</b>
<i>croissance</i>	0%	-6%	-44%	133%	24%	52%	21%	14%

Source: Prévisions de Tunisie Valeurs

**Analystes:**

Rym GARGOURI BEN HAMADOU

Lilia KAMOUN TURKI

Aicha MOKADDEM

Hamza BEN TAARIT