



MAXULA BOURSE

.Intermédiaire en bourse.

Département
Recherches & Analyses

Recommandation : Achat
Prix Cible = 14,09 DT

Focus Valeur **TUNIS RE**

Septembre
2013

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



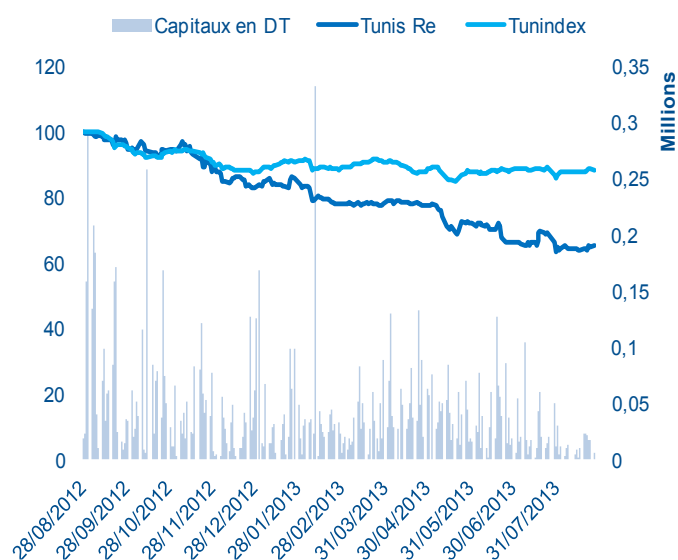
TUNIS RE

Bourse **Tunis** 
Secteur **Financier**
Sous-secteur **Réassurance**

Prix Cible : 14,09 DT

Investment highlights

Recommandation	ACHAT
Valeur	Tunis Re
Secteur	Assurances
Cours au 26/08/2013	6,680 DT
Nombre d'actions	15 000 000
Capitalisation boursière	100 200 000
Risque	Faible
Capital social	75 000 000
Actionnaire majoritaire	BNA Groupe
Haut 12 derniers mois	10,26 DT
Bas 12 derniers mois	6,5 DT
Performance 12 derniers mois	- 34,89%



- En dépit de la fragilité du contexte politico-économique, TUNIS RE est parvenue à améliorer son volume d'activité en consolidant sa position sur le marché local et à travers l'acquisition de nouvelles affaires en provenance des pays Arabes, Africains et Asiatiques pour atteindre les 77 029 mDT fin 2012.
- 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 a confirmé la notation de Tunis Re à "B+" avec perspectives stables, authentifiant ainsi la solidité de la société et sa capacité à surmonter les difficultés.
- 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 dans les normes.
- La sinistralité reprend progressivement son niveau habituel en évoluant sur une courbe baissière pour avoisiner, fin 2016, les 28 833 mDT
- Concrétisation de l'externalisation de TUNIS RE via l'ouverture, en novembre 2012, de son bureau de représentation en Côte d'Ivoire.
- Tunis Re table sur une croissance annuelle de 6,8% de son chiffre d'affaires pour atteindre les 100 202 mDT en 2016.
- A l'horizon 2016, Tunis Re pourrait atteindre un Bénéfice Net de l'ordre de 24 196 mDT.
- Tunis Re a distribué au titre de l'exercice 2012 un dividende de 0,350 DT par action, établissant ainsi le Dividend Yield à 5,24%.

Recommandation

En dépit de la conjoncture actuelle délicate, TUNIS RE a réussi à garder le cap, à travers une croissance soutenue de son activité, lui permettant de maintenir une position de premier rang dans son secteur d'activité.

Cette embellie est redevable à une politique de gestion performante assurée par un management expérimenté et aguerri conférant à l'assureur un profil de risque faible.

La société tunisienne de réassurance a tiré son épingle du jeu en montrant une bonne résistance durant deux exercices difficiles successifs.

Le prix cible qui découle de notre évaluation est 14,09 DT. Le titre présente un Upside de 40,9% par rapport à son prix de souscription (10 DT).

Compte tenu d'un cours en bourse de 6,68DT en date du 26/08/2013, le titre affiche des niveaux de valorisation prometteurs: 0,79x ses fonds propres de 2012 et un rendement de dividende de 5,24% contre une moyenne sectorielle de 3,06%.

Nous recommandons d'acheter le titre Tunis Re.

Tableau de bord boursier

	BPA	PER x	DIV	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
2013 P	0,730	9,15	0,325	4,87%	0,79	8,76%	2,86%	44,52%
2012	0,413	16,18	0,325	4,87%	0,81	6,52%	1,66%	78,74%
2011	0,296	38,83	0,35	3,05%	1,56	3,92%	0,86%	118,38%
2010	0,530	27,85	0,375	3,28%	1,90	7,71%	1,44%	70,75%
2009	0,560	21,42	0,375	3,13%	2,01	9,58%	2,08%	66,96%

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 crée 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.

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.

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 notation 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.

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.

Une bouffée d'oxygène pour Tunis Re suite à la confirmation de sa notation par AM BEST

Le rating de la société de réassurance Tunis Re est maintenu à B+ (bien) avec perspectives stables par 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 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, vient appuyer la crédibilité financière de la société et lui offre de nouvelles perspectives à l'international, et ce en dépit d'un contexte économique et financier difficile. Cette confirmation trouve son origine dans le maintien de Tunis Re d'une forte capitalisation ajustée au risque et d'une bonne résistance aux événements intervenus en Tunisie suite aux bouleversements politiques.

D'autant plus, la confirmation de la notation de TUNIS RE sert d'argument commercial solide pour la société pour conforter ses réassureurs étrangers afin de lui faciliter le placement à moindre coût de ses risques régionaux.

A travers cette notation, Tunis Re est considérée comme étant une société de réassurance 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.

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

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

Tunis Ré s'apprête à augmenter son capital qui passera de 75 à 100 millions de dinars. L'opération qui sera réservée à un partenaire stratégique est susceptible d'être portée à plus de 25%. Le processus devrait aboutir en 2014 via un appel d'offre international .

Analyse financière

L'analyse financière d'une compagnie d'assurance ou de réassurance est axée sur deux parties dont la première s'articule autour d'une décortication des sources de rentabilité financière, qui consiste à raccorder la rentabilité économique, indicateur primordial qui exprime l'efficacité du processus d'exploitation, aux rendements des placements.

La première partie est adossée par une analyse de la solvabilité et de l'adéquation entre les provisions et les placements, étant donné l'importance de la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements à tout moment.

L'analyse financière constitue manifestement un instrument appréciable d'aide à la décision dans la mesure où elle permet la lecture, le retraitement et l'interprétation de l'information comptable et financière disponible.

Évolution de la rentabilité

mDT	2008	2009	2010	2011	2012	TCAM
Résultat Net	5 054	5 041	4 758	2 661	6 192	5,21%
Fonds Propres	51 455	53 746	69 734	68 578	131 479	26,43%
ROE	9,82%	9,38%	6,82%	3,88%	4,71%	

L'activité de TUNIS RE a généré au titre de l'exercice 2012 un résultat bénéficiaire de 6,191 MDT contre 2,661 MDT sur une année glissante, soit une progression concluante de plus de 132% (contre un taux de -44,07% entre 2010 et 2011). Dans ce sillage, la compagnie a jouie d'une croissance stable de ses résultats avec une croissance annuelle moyenne sur la période 2008-2012 de 5,21%.

Toutefois, à l'issue de l'exercice 2011, la baisse du bénéfice de la compagnie a affecté négativement la rentabilité des fonds propres qui ressort à 3,88% contre 6,82% en 2010. Il est à rappeler que l'année 2011 était une année exceptionnelle et sinistrée, et grâce aux efforts déployés par TUNIS RE, le résultat net relatif à cette année a clôturé l'exercice au vert.

Les bonnes réalisations relatives à l'exercice 2012 démontrent que TUNIS RE est parvenue à surmonter les difficultés et confirmer sa solidité.

Gestion technique

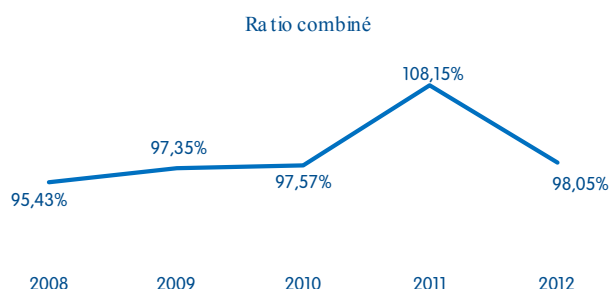
mDT	2008	2009	2010	2011	2012
Marge opérationnelle	33 005	26 986	-29 387	18 953	31 019
Frais d'exploitation Nets	10 336	11 042	13 175	16 538	17 832
Ratio combiné net	95,43%	97,35%	97,57%	108,15%	98,05%
Résultat technique net	1 193	739	1 932	-1 457	2 390
Marge technique	4,57%	2,65%	5,78%	-4,08%	5,91%

La marge opérationnelle de la TUNIS RE a diminué sur la période 2009-2011 en passant de 26 986 mDT à 18 953 mDT. Cette baisse émane de la sinistralité exceptionnelle qui a caractérisée cette période. Toutefois, et suite au retour de la sinistralité à son niveau normal, la marge opérationnelle a attesté, en 2012, une reprise significative en grimpant de 18 953 mDT à 31 019 mDT (+64%).

Par ailleurs, les frais d'exploitation nets se sont accrus suivant une courbe haussière sur la période 2008-2012 passant de 10 336 mDT à 17 832 mDT, enregistrant ainsi un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 14,61%. En dépit de cette croissance, l'exercice 2012 a été couronné par un résultat technique

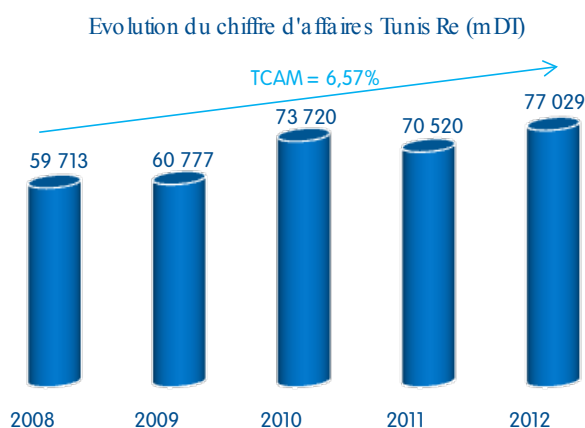
excédentaire de 2 390 mDT, en nette amélioration par rapport à l'année 2011. Par conséquent, l'activité de base de la compagnie est entrain de reprendre des couleurs après avoir subi des fluctuations découlant de la conjoncture économique difficile.

La marge technique, définie par le résultat technique rapporté aux primes nettes de rétrocession, s'est redressée pour clôturer l'exercice 2012 à 5,91%.



L'année 2012 s'est caractérisée par une bonne maîtrise du ratio combiné, indicateur clé jugeant la capacité bénéficiaire de l'activité technique, qui s'est corrigé pour ressortir à 98,05% contre 108,15% en 2011.

Préservation du chiffre d'affaires du réassureur Tunis Re avec une progression soutenue et en ligne avec les objectifs fixés



Le chiffre d'affaires global de Tunis Re a suivi une tendance haussière sur la période 2008-2012 en enregistrant une croissance annuelle moyenne de 6,57%.

Sur un historique de cinq ans, les primes acceptées de l'année 2012 ont atteint le plus haut niveau, soit 77 029 mDT, atteignant ainsi un taux de réalisation de 101% par rapport aux prévisions figurant dans le plan de développement.

La baisse observée du chiffre d'affaires global, au titre de l'année 2011, a été tiré vers le bas par le déclin de certaines branches d'activité du réassureur notamment la branche aviation qui 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.

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.

Structure du Chiffre D'Affaires (mDT)	2008	2009	2010	2011	2012	TCAM
Acceptations conventionnelles	36 392	36 887	42 850	44 540	47 280	6,76%
Acceptations facultatives	23 321	23 890	30 870	25 980	29 749	6,28%

Les acceptations conventionnelles et facultatives représentent respectivement 61% et 39% du chiffre d'affaires global relatif à l'année 2012 contre 63% et 37% une année auparavant.

Les acceptations conventionnelles évoluent sur un trend haussier sur les cinq dernières années en affichant une progression moyenne sur cette période de 6,76% pour atteindre les 47 280 mDT au titre de l'année 2012. Cette bonne prestation trouve son origine dans le renforcement des parts de TUNIS RE sur le marché local et l'acquisition de nouvelles affaires en provenance des pays Arabes, Africains et Asiatiques.

Le chiffre d'affaire réalisé par Tunis Re au titre des affaires facultatives, s'élève à 29 749 mDT en 2012 contre 23 321 mDT pour l'année 2008, soit une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 6,28%. Au titre de l'exercice 2012, les affaires facultatives ont haussé de 14,5% comparées à une année auparavant. Cette progression émane essentiellement de la branche Transport Corps avec l'inclusion du navire TANIT et de la branche aviation par une prime additionnelle sur les affaires libyennes, et ce en dépit de la baisse du tarif de cette branche en 2012.

Portefeuille éclaté sur une panoplie de branches

La répartition du chiffre d'affaires de TUNIS RE par branche fait ressortir une prépondérance de la branche Incendie avec une participation de 31% au titre de l'année 2012, gagnant ainsi du terrain par rapport à l'année écoulée (28%). Cette branche est talonnée par le pool aviation qui représente 24% du chiffre d'affaires global, en hausse par rapport à 2011 où sa part ne dépassait pas les 22%.

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'autres part de la position de TUNIS RE en qualité de gestionnaire du pool d'assurance aviation englobant l'ensemble des lignes aériennes Tunisiennes.

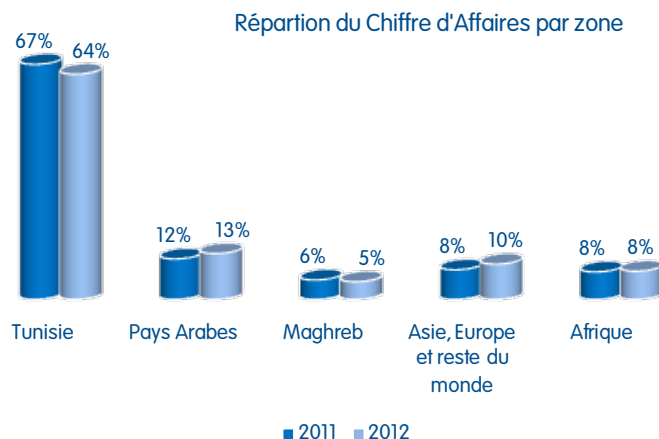
L'activité de la branche vie a repris sa croissance habituelle courant l'exercice 2012, rompant ainsi avec les difficultés rencontrées durant l'année exceptionnelle 2011. Cette dernière affiche une progression de l'ordre de 15%, toutefois, sa participation au chiffre d'affaires global demeure au statu quo (4%).



Répartition du Chiffre d'affaires par zone....l'effort commercial et l'orientation stratégique de Tunis Re commencent à donner leurs fruits

Les primes locales de la TUNIS RE ont évolué sur une courbe haussière entre 2011 et 2012 en affichant une croissance de 4%, à cet effet, une prédominance de ces primes à raison de 64% est à remarquer, chose qui découle de la place importante que TUNIS RE a réussie à acquérir dans le marché national.

Ceci étant, la part du marché Tunisien dans la structure du chiffre d'affaires a régressé de 67% en 2011 à 64% courant 2012.



Cette part a baissé au profit des évolutions notables réalisées dans les zones des pays arabes et dans l'Asie, Europe et le reste du monde, dont les parts sont passées respectivement de 12% à 13% et de 8% à 10% entre 2011 et 2012. En effet, suite à la reprise des activités économiques dans les pays Arabes, le chiffre d'affaires en provenance de cette zone s'est accéléré de 33% en 2012 comparé à l'année écoulée.

Conformément à sa stratégie de développement mise en place, TUNIS RE poursuit son effort commercial pour renforcer sa position en Afrique, arrivant ainsi à maintenir sa part à 8% entre 2011 et 2012.

Vers l'optimisation du programme de rétrocession grâce à la consolidation des fonds propres

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.

En mDT	2008	2009	2010	2011	2012
Rétention en Montant	28 268	30 222	35 821	34 798	39 489
Taux de rétention	47,34%	49,73%	48,59%	49,34%	51,26%
Rétrocession en Montant	31 445	30 555	37 899	35 721	37 539
Taux de rétrocession	52,66%	50,30%	51,40%	50,65%	48,73%
Les commissions reçues	5 425	4 052	4 438	4 672	4 860

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. En effet, le taux de rétention s'est amélioré durant les cinq dernières années en grimpant de 47,34% en 2008 à 51,26% fin 2012, et ce, grâce à l'amélioration du volume des affaires durant cette période.

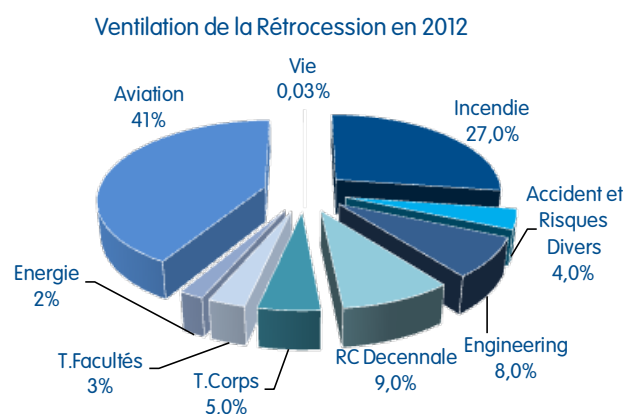
Les primes rétrocédées ont reculé de 5,1% entre 2011 et 2012 et d'un taux de croissance annuel moyen de -4,52% sur la période 2008-2012 au profit des primes retenues. Ces dernières se sont améliorées de 28 268 mDT en 2008 à 39 489 mDT durant 2012 (TCAM = 8,71%).

Par conséquent, les commissions reçues par les rétrocessionnaires, ils ont marqué une baisse de 2,71% et totalisent, en 2012, 4 860 mDT, soit 6,31% du chiffre d'affaires.

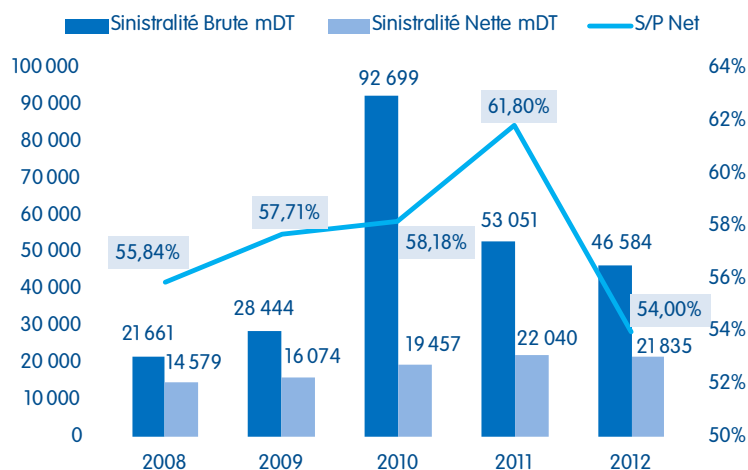
La ventilation des rétrocessions fait ressortir une prépondérance de la branche aviation qui demeure la branche la plus rétrocédée avec un taux de 41%. Les primes rétrocédées de cette branche ont attesté d'une augmentation de 11% en passant de 14 637 mDT à 16 229 mDT entre 2011 et 2012, cette hausse est une conséquence directe de l'amélioration du chiffre d'affaires accepté relatif à cette branche.

La branche incendie occupe la deuxième place des rétrocession de la TUNIS RE avec 27% et un montant de 9 482 mDT fin 2012 contre 9 262 mDT une année auparavant, enregistrant ainsi une progression de 2%.

Rétrocession (mDT)	2011	2012	Evolution
Incendie	9 262	9 482	2%
Accident et Risques Divers	1 348	1 535	14%
Engineering	2 581	3 045	18%
RC Decennale	4 448	3 501	-21%
T.Corps	1 632	1 984	22%
T.Facultés	954	1 142	20%
Energie	849	612	-28%
Aviation	14 637	16 229	11%
Vie	10	11	10%
Total	35 721	37 541	5%



Les charges de sinistre poursuivent leur redressement après un niveau exceptionnel rencontré en 2010



La charge sinistre brute s'est énormément aggravée en 2010 pour s'établir à 92 699 mDT contre 28 444 mDT une année auparavant, soit une hausse de 226%. 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 47 millions de dinars et aux dernières vagues d'émeutes et de soulèvement populaires survenues en Tunisie qui ont coûté à TUNIS RE 3,7 millions de dinars à la clôture du bilan 2010.

En 2011, un net redressement s'est fait ressentir au niveau de la charge sinistre brute avec une baisse de plus de 42,7% à 53 051 mDT, 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, d'une part, et à la politique efficace de rétrocession suivie par TUNIS RE qui a neutralisé l'effet des troubles sociopolitiques qu'a connu le pays, d'autre part.

L'année 2012 a dégagé une sinistralité globale de 46 584 mDT, en baisse de 12,19% par rapport à 2011, suite au retour à la normale de la charge de sinistre de la branche Incendie (-61%) et en dépit des hausses de sinistralité enregistrées au niveau des branches aviation, Transport Corps et ARD.

L'aggravation de sinistralité de la branche aviation est due à la charge de sinistre relative à TUNIS AIR suite à la sortie de piste d'un appareil à l'atterrissage et qui a coûté 10 674 mDT. Toutefois, une grande partie de cette charge sera absorbée par la rétrocession étant donné que la branche aviation est fortement rétrocedée.

La branche Transport Corps a subi une hausse de sinistralité suite à la survenance des deux sinistres importants BIWAKATA et MERLIN. Tandit que la sinistralité au niveau de la branche ARD a progressé suite à l'aggravation de la sous-catégorie Risques Agricoles.

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. Ce ratio a clôturé l'année 2012 à 54%.

Ratios de gestion qui s'approchent de la moyenne sectorielle

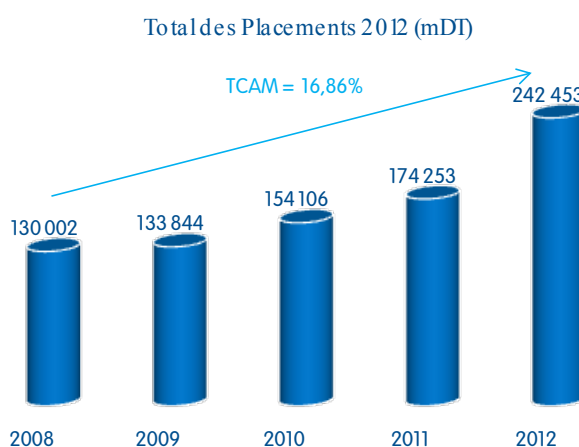
DT	2008	2009	2010	2011	2012	TCAM
Frais d'exploitations Bruts	15 761 983	15 093 668	17 612 719	21 209 971	22 692 140	9,54%
Ratio de gestion	26,40%	24,83%	23,89%	30,08%	29,46%	
Frais d'Administration/CA Brut	4,87%	5,41%	5,23%	7,10%	7,27%	

Les frais d'exploitation bruts de la société TUNIS RE ont évolué durant le dernier quinquennat suivant un taux de croissance annuel moyen de 9,54%.

Cette hausse émane de la progression des frais d'acquisition, conséquence inéluctable de l'amélioration des affaires, de 12 855 mDT à 17 089 mDT entre 2008 et 2012 et de l'accroissement des frais d'administration qui sont passés de 2 906 mDT en 2008 à 5 603 mDT fin 2012, une croissance annuelle moyenne de 17,84%.

A ce titre, le ratio qui rapporte les frais d'administration au chiffre d'affaires brut s'est établi à 7,27% en 2012 contre 4,87% au titre de l'année 2008. En dépit de cette progression notable, TUNIS RE a pu maintenir ce ratio dans les normes étant donné que ce dernier n'a pas dépassé les 9%.

Structure des placements diversifiée en quête d'une meilleure rentabilité du portefeuille



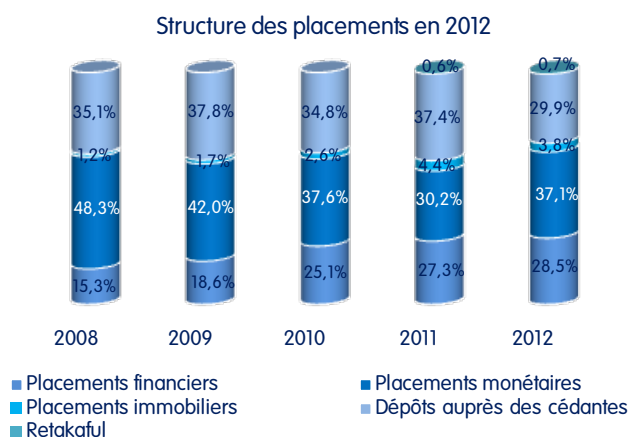
L'activité financière de « TUNIS RE » s'étale sur plusieurs catégories, en effet, elle englobe les placements financiers, monétaires, immobiliers, dépôts auprès des cédantes et Retakaful.

Sur la période 2008-2012, les placements ont marqué une croissance annuelle moyenne de 16,86%, grimant de 130 002 mDT à 242 453 mDT.

Comparés à l'exercice 2011, les placements de TUNIS RE ont affiché une croissance notable de l'ordre de 39,13% tributaire essentiellement de l'amélioration de la structure des placement dans le portefeuille et d'une meilleure gestion. Dépassant ainsi les objectifs fixés par la compagnie de 7%.

En mDT	2008	2009	2010	2011	2012	Var 2011-2012
Placements Financiers	19 893	24 915	38 663	47 497	69 215	45,72%
Placements Monétaires	62 821	56 160	57 892	52 692	90 055	70,91%
Placements Immobiliers	1 613	2 227	3 983	7 753	9 125	17,70%
Dépôts auprès des cédantes	45 675	50 542	53 568	65 248	72 423	11,00%
Placements Retakaful	-	-	-	1 063	1 634	53,72%
Total des Placements	130 002	133 844	154 106	174 253	242 453	39,14%

En termes de structure, le portefeuille de Tunis Re a marqué, en 2011, un changement brusque au profit des placement monétaires qui accapare la part de lion de l'ensemble des placements, soit 37,1% contre 30,2% sur une année glissante. Ces derniers ont haussé de 70,91% entre 2011 et 2012 pour s'établir à 90 055 mDT. Cette hausse émane des placements en dinars qui sont passés de 32 300 mDT à 64 446 mDT durant cette période.



En outre, le portefeuille de la compagnie repose fortement sur les Dépôts auprès des cédantes, dans une proportion de près de 30%, et sur les placements Financiers avec une pondération de 28,5%.

Les placements immobiliers de la compagnie se caractérisent toujours par une participation timide qui ne dépasse pas les 4% au titre de l'année 2012. Et ce, en dépit de la hausse de 17,7% justifiée par l'achèvement de la construction du nouveau siège qui est entré en exploitation en Juin 2012.

En mDT	2008	2009	2010	2011	2012	TCAM
Produits de Placements	6 118	5 227	5 770	5 679	7 498	5,21%
Charges de Placements	1 065	1 217	1 050	1 558	2 287	21,04%
Solde de la Gestion Financière	5 053	4 010	4 720	4 101	5 211	0,77%

Au titre de l'exercice 2012, le rendement des actifs placés a atteint 7 497 mDT contre 5 678 mDT une année auparavant, soit une augmentation de plus de 32%.

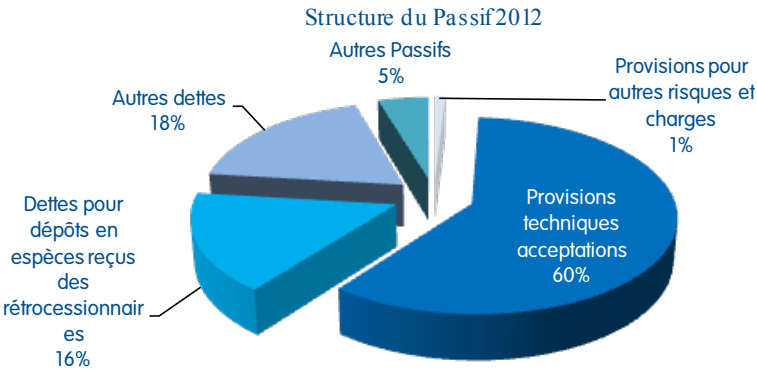
De l'autre côté du spectre, les charges de placements ont marqué une hausse plus prononcée que les revenus sur la période 2008-2012, soit un taux de croissance annuel moyen de 21,04% pour s'établir à 2 287 mDT à fin 2012 en augmentation de 46,88% sur une année glissante.

Toutefois, durant le dernier quinquennat, TUNIS RE a joui d'un solde de gestion financière largement excédentaire atteignant les 5 210 mDT en 2012, ce qui démontre une bonne maîtrise du risque financier. Ce solde s'ajoute ainsi à son résultat de la gestion technique.

Structure du bilan

• Structure du Passif

Au titre de l'exercice 2012, le total des passifs s'est établi à 288 282 mDT à fin 2012 contre 315 205 mDT une année auparavant, marquant un déclin de 8,54% tributaire de la baisse des autres dettes de 78 535 mDT à 53 277 mDT entre 2011 et 2012.



Le poids des provisions techniques acceptations est important au niveau du passif, à travers une participation qui dépasse les 60%, à cet égard une analyse détaillée s'impose.

Gestion des provisions: Des provisions techniques sur un Trend haussier permettant de conforter davantage la situation de la compagnie

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 13,26% sur la période 2008-2012, atteignant les 171 512 mDT à fin décembre 2012 contre 168 065 mDT une année auparavant.

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. A cet égard, Tunis Re est très bien provisionnée et dispose d'un matelas suffisant pour faire face à ses engagements vis-à-vis de ses partenaires.

En DT	2008	2009	2010	2011	2012	TCAM
Provisions pour primes non acquises	37 583 169	42 930 225	53 338 080	51 854 604	51 281 425	8,08%
Provisions pour sinistres à payer	66 642 678	72 995 091	99 409 794	115 308 469	118 529 048	15,48%
Autres provisions techniques	12 103	245 340	463 073	902 575	1 702 237	244,38%
Total	104 237 950	116 170 656	153 210 947	168 065 648	171 512 710	13,26%

Les provisions pour primes non acquises ont marqué un renforcement pour s'inscrire à 52 281 mDT en 2012 contre 37 583 mDT en 2008, en hausse annuelle moyenne de 8,08%. Les provisions pour sinistres à payer ont connu une accélération plus prononcée avec une augmentation annuelle moyenne de 15,48% sur la période 2008-2012.

Avec une pondération timide du total des provisions techniques, la rubrique des autres provisions techniques a presque doublé entre 2011 et 2012 en grimpant de 902 mDT à 1 702 mDT.

Il est à noter que les provisions techniques des acceptations conventionnelles ont légèrement décliné (0,3%) suite à la baisse de la provision pour sinistres à payer conventionnelles au niveau du marché Tunisien relative à la branche Incendie.

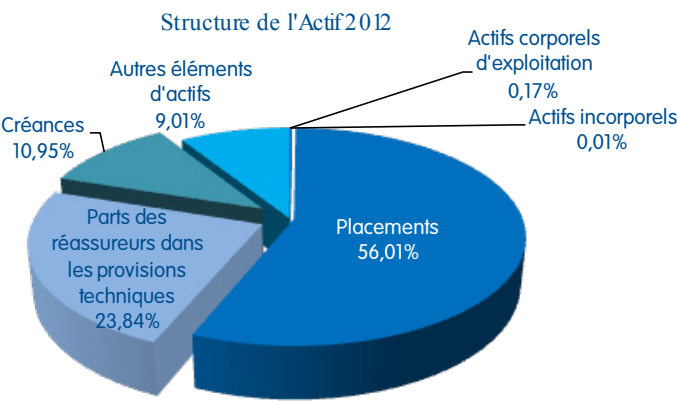
D'un autre côté, les provisions techniques des acceptations facultatives se sont accrues de 5,6%. Cette hausse est tributaire essentiellement de la charge sinistre exceptionnelle au niveau de la branche aviation.

DT	2008	2009	2010	2011	2012	TCAM
Provisions techniques nettes	50 962 353	57 902 222	68 485 810	71 136 076	71 440 780	8,81%
Primes nettes souscrites	26 108 242	27 854 677	33 444 990	35 669 962	39 295 950	10,76%
Provisions techniques/primes nettes souscrites	195,20%	207,87%	204,77%	199,43%	181,80%	

Une partie de ses provisions techniques constitue la part des rétrocessionnaires. Cette part représente 58,34% de l'ensemble des provisions techniques. Les provisions techniques nettes de la part des rétrocessionnaires couvrent 1,81 fois les primes nettes constituées pour l'année 2012, légèrement en recul par rapport aux années précédentes.

• Structure de l'actif

Entre 2012 et 2011, le total actif de la compagnie s'est accru de 9,37% pour atteindre les 419 762 mDT à fin Décembre 2012 contre 383 784 mDT une année auparavant, dénotant de l'élargissement du champ d'activité de la compagnie.



Outre que les placements, les créances détiennent un poids important dans le bilan de TUNIS RE, soit une pondération de 11% en 2012.

Les créances d'assurances sont un élément de taille dans l'examen de risque de crédit. On distingue les créances nées des opérations d'acquisitions, les créances nées des opérations de rétrocession et les autres créances qui représentent respectivement 44,97%, 1,13% et 28,43% des créances totales au titre de l'exercice 2012.

En DT	2008	2009	2010	2011	2012	TCAM
Créances nées des opérations de rétrocession	3 707 575	1 186 518	9 961 238	33 702 111	12 222 107	34,75%
Créances nées des opérations d'acceptation	12 225 227	17 196 719	38 807 692	36 133 282	20 663 789	14,02%
Autres créances	3 227 154	4 125 601	4 571 795	6 436 270	13 061 000	41,84%
Total créances d'assurances	19 159 956	22 508 838	53 340 725	76 271 663	45 946 896	24,44%

Le total des créances d'assurances s'est inscrit en hausse annuelle moyenne de 24,44%, pour s'établir à 45 946 mDT en 2012 contre 19 159 mDT en 2008. Toutefois, ce dernier a baissé au cours des deux dernières années de 39,76% suite à la régression des créances nées des opérations de rétrocession de 63,73% et des créances nées des opérations d'acceptations de 42,81%.

Une solvabilité confortée par la consolidation des fonds propres

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	2012
FP mDT	51 455	53 746	69 773	65 917	125 288
Primes Nettes mDT	26 108	27 855	33 445	35 670	39 296
Ratio FP/Primes Nettes	197,08%	192,94%	208,62%	184,79%	318,31%

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, spécialement au niveau de l'année 2012 au cours de laquelle TUNIS RE a procédé à une augmentation de capital de 30 MDT. La marge de solvabilité suit une tendance haussière durant le dernier quinquennat pour atteindre les 318,31% en 2012 contre 197,08% en 2008 et 184,79% en 2011.

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

Ratio de couverture	2008	2009	2010	2011	2012
Placements nets (DT)	112 598 824	116 408 835	148 106 113	170 037 696	235 127 928
Provisions techniques acceptation (DT)	104 225 847	115 925 316	152 747 874	168 065 648	171 512 711
Placement/provision	108,03%	100,41%	96,96%	101,17%	137,09%

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 de la compagnie est rassurante étant donné que ce ratio se situe à un niveau supérieur à 100%, pour la période allant de 2008 à 2011. Concernant l'année 2012, une hausse notable est à remarquer au niveau de ce ratio, qui découle du renforcement des fonds propres, pour se situer à 137,09%.

Conclusion

- Le secteur des assurances Tunisien a affiché une reprise au titre de l'année 2012 à travers une hausse de 8%. TUNIS RE a suivi la même tendance générale en réalisant une amélioration de ses affaires de 9,23% à 77 029 mDT fin 2012.
- A travers les sinistres importants qu'a connu TUNIS RE en 2012 relatifs aux branches Transport et Incendie, la sinistralité n'a pas encore retrouvé son niveau habituel, toutefois, cette dernière a évolué sur un trend baissier sur les deux dernières années.
- A travers la consolidation de ses fonds propres, TUNIS RE est parvenue d'améliorer son programme de rétention pour développer son activité ainsi que de diversifier la structure de ses placement dans le but d'optimiser la rentabilité de son portefeuille.
- TUNIS RE jouit de fondamentaux très solides, et grâce à la multiplication de ses fonds propres par deux, la solvabilité de cette dernière s'est confortée davantage. TUNIS RE dispose, au titre de l'année 2012, d'un ratio de couverture largement au dessus du minimum exigé en s'établissant à 137,09%.
- Ainsi, la progression de l'activité couplée par l'évolution des produits financiers ont tiré vers le haut le résultat net de la compagnie qui a clôturé l'exercice 2012 à 6 191 mDT, en hausse de 135,62% par rapport à l'exercice écoulé.

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. Néanmoins, suite à l'instabilité politique et socio-économiques que traverse le pays, le secteur en Tunisie est caractérisé par un climat d'incertitude et un environnement assez précaire.

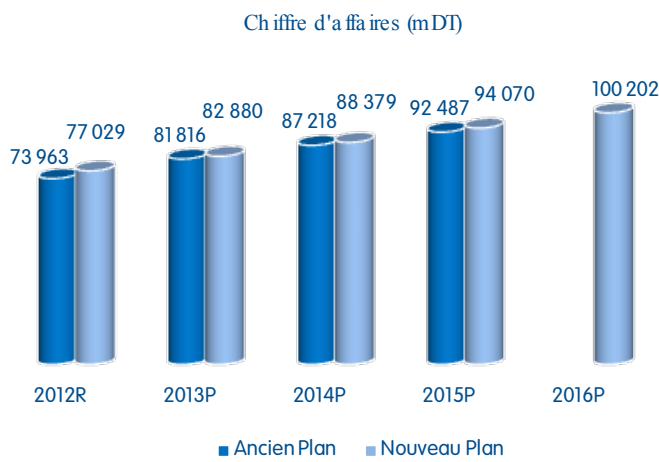
Suite à l'augmentation de capital en numéraire de 30 MDT, Tunis Re a présenté un nouveau plan de développement qui englobe des données prévisionnelles de 2011-2015.

Toutefois, suite aux réalisations encourageantes de TUNIS RE courant l'exercice 2012 et sur la base du renforcement de ses fonds propres ainsi que sur la campagne de renouvellement développée aussi bien sur le plan local qu'international, la compagnie a ajusté vers le haut ses prévisions en présentant un nouveau plan d'affaires pour la période 2012-2016.

Cet ajustement s'appuie sur :

- Le renforcement de la position de la compagnie sur le marché local,
- La réalisation d'une nouvelle augmentation de capital qui va le porter de 75 MDT à 100 MDT au titre de l'année 2014,
- L'amélioration du système de gestion de risque dans le but d'optimiser l'activité de TUNIS RE,
- La consolidation de la position de la compagnie sur les marchés cibles,
- L'exploitation des marchés développés afin de gagner de nouvelles affaires, notamment en matière de la branche Rétakaful et de la réassurance vie.

Une bonne résistance face aux difficultés rencontrées couplée par une intelligente stratégie de développement permettent la compagnie de revoir à la hausse son plan d'affaires 2012-2016

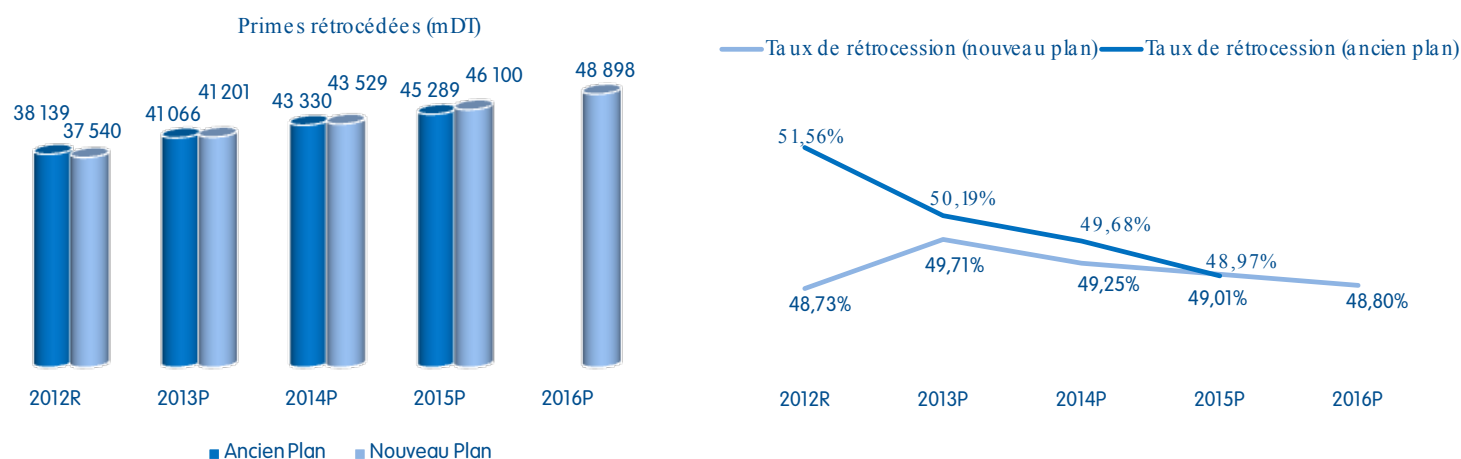


Le nouveau plan de la société Tunis Re fait ressortir une augmentation au niveau du chiffre d'affaires suivant un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 6,79% pour grimper de 77 029 mDT 100 202 mDT entre 2012 et 2016. Il est à rappeler que l'ancien plan faisait ressortir un chiffre d'affaires global de l'ordre de 92 487 mDT au titre de l'année 2015 contre 94 070 mDT pour le nouveau plan pour la même année, soit un écart de 1,7%.

En 2012, l'écart entre les deux plans d'affaires a atteint son plus haut niveau, soit 4,1%. Cet écart trouve son origine, d'une part, dans la reprise progressive de l'activité économique et d'autre part, dans la réalisation de nouvelles affaires dans la branche Transport Corps et dans la branche aviation.

En ce qui concerne l'année 2013, l'écart de 1,3% découle de la hausse des primes en provenance de la branche Incendie, conséquence directe de l'augmentation de la capacité de souscription de TUNIS RE suite à la consolidation de ses fonds propres.

Au niveau du reste du plan d'affaires, l'écart émane de la croissance des primes cédées des différents marchés cibles, des perspectives de consolidation des relations avec les cédantes actuelles ainsi que la réalisation de nouvelles affaires.



Les primes rétrocédées de la TUNIS RE vont augmenté suivant un taux de croissance annuelle moyen de 6,83% pour atteindre les 48 898 mDT en 2016 contre 37 540 mDT pour l'année 2012. Cette croissance est tributaire de l'amélioration du niveau du chiffre d'affaires global.

Les primes rétrocédées du nouveau plan relatives à l'année 2012, présentent un écart négatif par rapport à l'ancien plan de 1,57%. Cet écart provient du déclin de la rétrocession des affaires étrangères.

Pour les années 2013 et 2014, l'écart entre les deux plans d'affaires est minime, ainsi les primes rétrocédées s'établissent à 41 066 mDT en 2013, en hausse de 9,75% par rapport à l'année écoulée, et grimpent jusqu'à 43 529 mDT en 2014, soit une progression de 5,65% comparées à 2013.

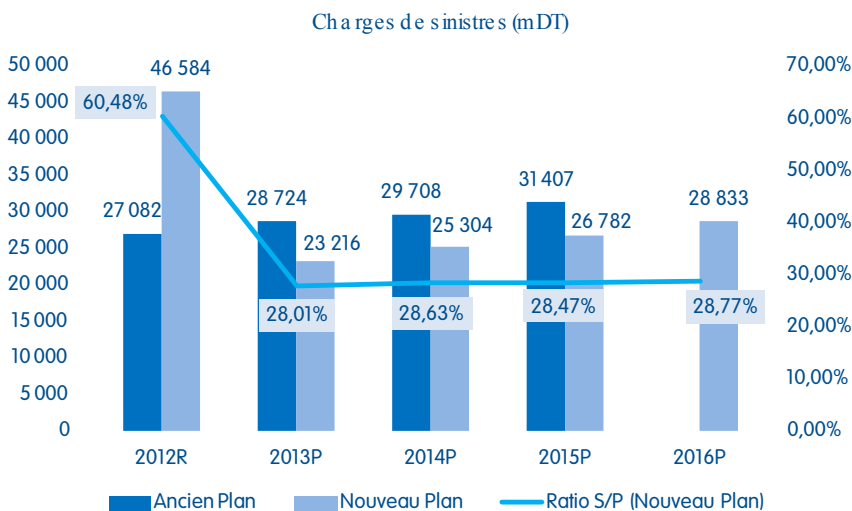
Sur la période du plan d'affaires, TUNIS RE opte sur un statu quo pour son taux de rétrocession qui est aux alentours des 48%.

L'année 2013 va attester d'un retour à un comportement normal de la sinistralité

Les charges de sinistres de la TUNIS RE vont connaître courant la période du plan d'affaires un redressement remarquable, en effet, ces dernières vont chuté de plus de 50% entre 2012 et 2013 pour passer de 46 584 mDT à 23 215 mDT.

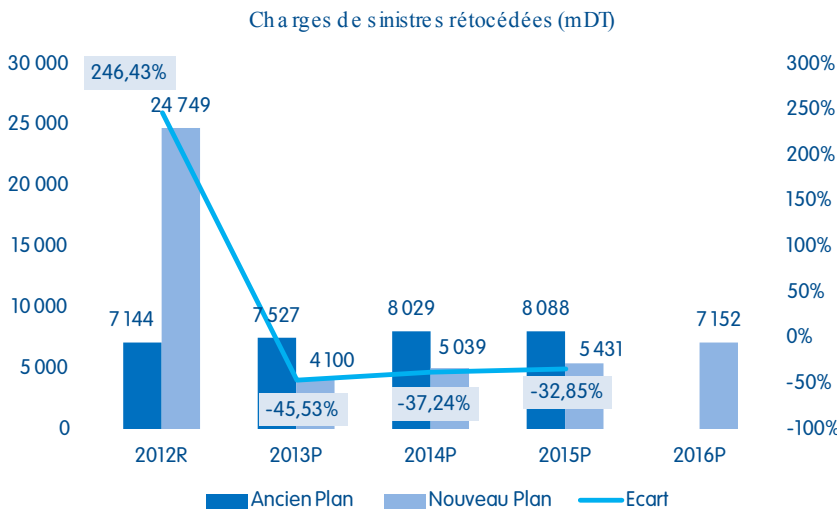
Pour la période 2012-2016, la sinistralité va évoluer suivant un taux de croissance annuel moyen de -11,34%

pour baisser à 28 833 mDT en 2016. Ce redressement témoigne du retour de la charge de sinistres à son niveau habituel.



Le sinistre Aviation de TUNIS AIR est à l'origine de l'écart de 72% existant entre les prévisions et les réalisations concernant l'année 2012. Ainsi, TUNIS RE a prévu une sinistralité qui avoisine les 27 082 mDT alors qu'elle a subi une charge de 46 584 mDT. Néanmoins, entre 2013 et 2016, la compagnie a revu ses prévisions de sinistralité à la baisse étant donné le retour de la sinistralité à un comportement normal.

En dépit de la sinistralité assez élevée qui a caractérisé l'exercice 2012, TUNIS RE a pu maintenir son ratio S/P à un niveau acceptable et dans les normes (60,48%). D'autant plus, la baisse remarquable, attendue dès l'année 2013, au niveau de la sinistralité va considérablement corriger le Loss Ratio qui va clôturer l'année 2016 à 28,77%.



Le niveau important de sinistralité rétrocédée atteint en 2012 est une conséquence directe de la forte sinistralité enregistrée sur la même année étant donné que la branche aviation est une branche fortement rétrocédée. A cet effet, l'écart entre le nouveau et l'ancien plan de la TUNIS RE a atteint un niveau très important, soit de 246,43%.

Par ailleurs, suite à la baisse des charges de sinistres attendue à partir de 2013, la sinistralité rétrocédée va se corriger et s'établir à 5 431 mDT en 2015 et à 7 152 mDT en 2016.

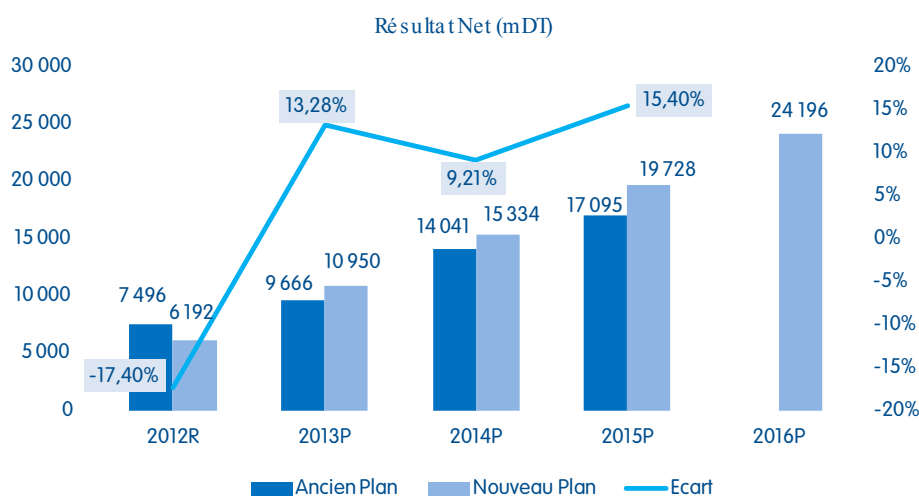
Entre 2013 et 2016, les primes rétrocédées vont suivre une tendance haussière en progressant suivant un taux de croissance annuel moyen de 20,38%.

Un avenir radieux qui se traduit par des résultats très prometteurs

Comparé à l'ancien plan d'affaires, le business plan ajusté présente un écart de -17% en 2012 suite à l'aggravation de certains sinistres. Néanmoins, eu égard au business plan modifié présenté par la société, TUNIS RE va se rattraper courant les années à venir.

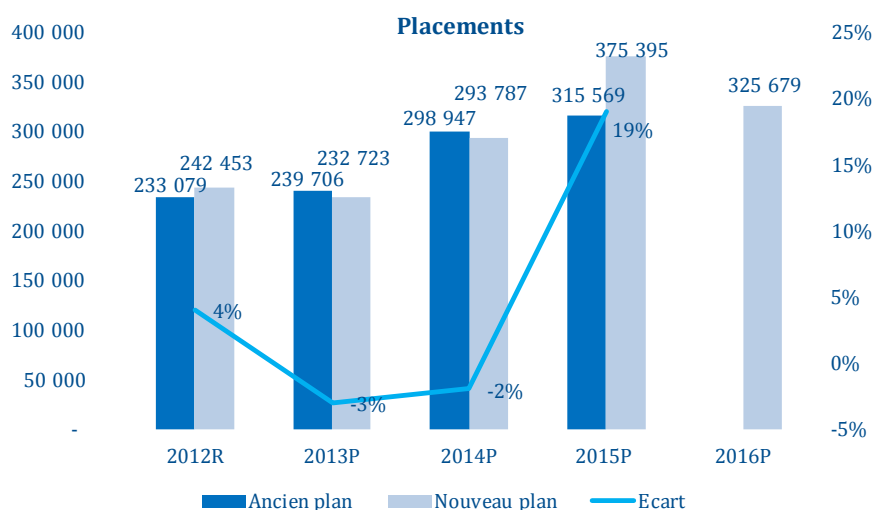
Le résultat net prévisionnel de la société TUNIS RE va grimper de 6 192 mDT en 2012 à 24 196 mDT fin 2016, un taux de croissance annuel moyen de 30,25%. Cet accroissement est boosté par l'amélioration des affaires, l'augmentation de la rétention ainsi que le retour de la sinistralité à son niveau habituel.

En effet, fin 2013, la TUNIS RE prévoit la réalisation d'un résultat net de 10 950 mDT contre 9 666 mDT figurant dans l'ancien plan, soit un écart de 13,28%. Pareillement pour les années 2014 et 2015 avec des écarts respectifs de 9,21% et 15,40%.



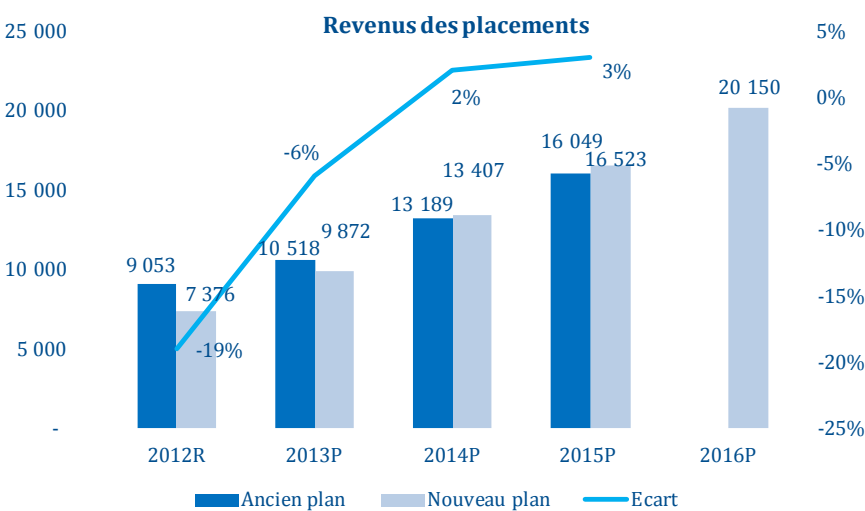
Activité financière

Les placements vont atteindre 325 679 mDT en 2016 contre 242 453 mDT en 2012, soit une évolution moyenne de 7,66%. Ces placements sont constitués de placements financiers, monétaires, immobiliers, Retakaful et des dépôts auprès des cédantes.



Sous l'effet de l'opérations d'augmentation de capital prévue, les placements relatives à l'année 2014 marqueront une évolutions notable de 26,23%. 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 pour une politique de diversification de son portefeuille et d’amélioration de sa rentabilité tout en préservant la sécurité et la liquidité.



La baisse prononcée des marchés boursiers a négativement impacté les revenus de placements, chose qui a entraîné un redressement au niveau du nouveau business plan au niveau de l’année 2012 de 9 053 mDT à 7 376 mDT. Toutefois, à partir de l’année 2015, les produits de placements vont être revu à la hausse en grimpant de 16 049 mDT à 16 523 mDT et à 20 150 mDT en 2016.

Évaluation de Tunis Re

Le choix des méthodes d'évaluation à retenir dépend du contexte de l'évaluation, des particularités et des spécificités de l'entreprise objet de l'évaluation, de la nature et de la pertinence des informations disponibles.

A cet égard, nous nous sommes orientés dans un premier lieu vers l'approche d'évaluation par les flux et en deuxième lieu vers l'approche des comparables.

Hypothèses sous-jacentes aux méthodes d'évaluation retenues

- Taux d'actualisation :

Étant donné que la structure de la compagnie est dépourvue de dettes financières, le taux d'actualisation choisi est le coût des fonds propres. Le coût des capitaux propres correspond au taux de rentabilité attendu par l'investisseur (taux sans risque augmenté d'une prime de risque) calculé généralement selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Ce taux est déterminé par la formule suivante :

$$K_e=R_f+B_L*(R_m - R_f)$$

- R_f : Le taux sans risque qui correspond au taux d'intérêt des Bons de Trésor Assimilables. Le taux retenu est celui du BTA 15 ans échéance 9 Mai 2022 correspondant à un taux de 6,304% (Source CMF, Courbe des taux du 29/08/2013).
- Prime de risque ($R_m - R_f$) : Cette prime mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité (rendement du marché financier Tunisien exigé par les investisseurs) et l'actif sans risque. La prime du risque retenu est la moyenne des primes utilisées lors des six dernières introductions sur le marché boursier Tunisien, soit 6,89%.
- B_L : Il s'agit de la prime de risque correspondant à la sensibilité de la valeur par rapport aux fluctuations du marché qui a été procédé par analogie avec le Béta des sociétés d'assurances cotées qui est aux alentours de 1,1.
- g : L'hypothèse retenue est que le taux de croissance à l'infini des deux compagnies va converger vers le taux de croissance à long terme de l'économie. Il convient de rappeler que le taux de croissance à l'infini à retenir ne peut être supérieur au taux de croissance à long terme de l'économie mondiale. Dans ce sillage, des études ont démontré que le taux de croissance mondiale à long terme converge vers le taux d'inflation qui est de 2%.

Paramètres		
Prime de Risque	$R_m - R_f$	6,89%
Béta	B_L	1,1
Taux sans Risque	R_f	6,30%
Coût des Fonds Propres	K_e	13,88%
Taux de croissance	g	2,00%

1. L'approche d'évaluation par les flux : La méthode d'actualisation des Free Cash Flows

La méthode DCF (Discounted Cash Flows) soutient le fait que la valeur d'une entité économique est essentiellement déterminée par son aptitude à générer des flux de trésorerie dans le futur. L'intérêt de cette méthode est de traduire concrètement en termes chiffrés les différentes hypothèses et prévisions retenues.

Dans cette approche, la valeur d'entreprise correspond à la somme de ses cash-flows disponibles actualisés au coût de capital de la compagnie. En l'absence de toute dette financière, cette valeur correspond à la valeur des capitaux propres. Ces Free Cash flows correspondent à de flux de trésorerie discrétionnaires dont dispose une société pour acquérir de nouveaux éléments d'actif sortant du cadre du programme annuel de dépenses en immobilisations. Les flux en question sont en effet modélisés, puis projetés sur le long terme.

$$\text{Valeur de la société} = \sum_{i=1}^n \text{FCF}_i / (1 + k)_i + \text{VT} / (1 + k)_n$$

- FCF_i : le flux de trésorerie discrétionnaire (free cash flow) généré par l'exploitation.
- k : taux d'actualisation
- n : période d'évaluation : 5 ans
- VR : valeur terminale de l'entreprise

La valeur terminale est estimée généralement sur la base de la dernière année du business plan, les cash flows disponibles générés au-delà de l'horizon de prévision forment les éléments de la valeur terminale. Calculée comme valeur actualisée d'une rente perpétuelle, cette valeur finale constitue une part importante de la valeur de l'entreprise.

$$V_n = \text{FCF}_n (1+g) / (k-g)$$

• Détermination de la variation du BFR

BFR (mDT)	2012	2013p	2014p	2015p	2016p
Créances	47 635	37 624	39 380	41 249	43 403
Autres éléments d'actifs	39 029	42 580	46 337	49 779	53 985
Autres dettes	53 276	51 300	54 333	57 576	61 082
Autres passifs	6 566	7 055	7 441	7 781	8 235
BFR	26 822	21 849	23 943	25 671	28 072
Variations du BFR		-4 973	2 094	1 728	2 401

Source : Tunis Re, Maxula Bourse

• Détermination des Free Cash Flow

Calcul des FCF (mDT)	2013	2014	2015	2016
Résultat opérationnel	12 733	17 830	22 940	28 135
IMPOT (EBIT*T)	1 783	2 496	3 212	3 939
Taux de l'impôt	14%	14%	14%	14%
Résultat Net	10 950	15 334	19 728	24 196
Variation des provisions pour SES Net	-12 058	9 576	6 778	9 406
Variation du BFR	-4 973	2 094	1 728	2 401
Cash Flow d'exploitation	3 865	22 816	24 778	31 201
Investissement d'exploitation	53	116	284	151
FCF	3 812	22 700	24 494	31 050

• Valorisation selon DCF

La Valeur Terminale ressort à 266 486 mDT.

mDT	2013	2014	2015	2016
FCF	3 812	22 700	24 494	31 050
CF Actualisés	3 347	17 502	16 583	18 459
Valeur Terminale				266 486
VT actualisée				158 420
Somme des CF actualisées		55 891		
Valeur de l'entreprise		214 311		
Nombre d'actions		15 000 000		
Valeur de l'action		14,29		

La somme des cash-flows actualisés ressort à 55 891 mDT, ce qui est équivalent à une valeur de l'entreprise de 214 311 mDT, soit 14,29 DT par action.

2. L'approche comparative : La méthode des multiples

Pour l'évaluation de TUNIS RE la méthode des multiples a été adoptée. Cette méthode est communément utilisée pour la valorisation d'une entreprise grâce à une comparaison globale de celle-ci avec des entreprises comparables en termes de taille d'actif, de volume d'activité, etc.

Cette méthode permet d'apprécier la valeur de marché d'une entreprise en fonction de ses principales références sectorielles, boursières et transactionnelles.

La méthode des comparable est fondée sur le prix auquel des sociétés comparables sont négociées sur le marché. Des multiples ou coefficients multiplicateurs sectoriels sont calculés à partir de chiffres clés extraits d'un échantillon de sociétés comparables que l'on applique à la société à valoriser.

Dans le cas présent, nous retenons les méthodes des multiples de Chiffre d'Affaires (Price/Sales) et des multiples de la valeur comptable (PBK) jugés les plus appropriés dans notre cas d'évaluation avec la constitution d'un échantillon de sociétés comparables à partir d'entreprises cotées en bourse en Afrique.

• La méthode de multiples de Chiffre d'Affaires (Price / Sales)

Sociétés	Price/Sales	Valeur Tunis Re	Valeur /action
STAR	1,283	127 808 225	8,521
Wafa assurances	1,682	167 484 985	11,166
Salim	1,706	169 950 834	11,330
Astree	2,120	211 163 800	14,078
Continental Re	1,159	115 386 600	7,692
Valeur Moyenne TUNIS RE		158 358 889	10,56

Selon la méthode des multiples de Chiffre d'Affaires, la valeur par action de TUNIS RE ressort à 10,56 DT.

- La méthode de multiples de la valeur comptable (PBK)

Sociétés	PBK x	Valeur Tunis Re	Valeur / action
STAR	1,28	168 293 795	11,22
Wafa assurances	2,46	323 625 254	21,58
Salim	2,05	269 869 969	17,99
Astree	2,86	376 544 841	25,10
Continental Re	1,04	137 041 111	9,14
Valeur Moyenne TUNIS RE		255 074 994	17,00

Selon la méthode des multiples de la valeur comptable, la valeur par action de TUNIS RE s'établit à 17,00 DT.

Par conséquent, la méthode des multiples fait ressortir une valeur moyenne par action de Tunis Re de 13,78 DT.

3. Synthèse des méthode d'évaluation

En s'appuyant sur les méthode d'évaluation à savoir : l'Actualisation des cash-flows futurs 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 14,09DT.

Méthode	Pondération	Valeur action
DCF	60,00%	14,29
Comparable	40,00%	13,78
Prix par action		14,09

Une valeur recommandée 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.

L'action Tunis Re, se transige à 9,15x son résultat net prévisionnel 2013, 0,79x ses fonds propres et justifiant d'un rendement de dividendes de l'ordre de 5,24%. Le prix cible qui découle de notre évaluation est 14,09 DT. Le titre présente un Upside de 40,9% par rapport à son prix de souscription (10 DT).

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, sa valorisation actuelle ne reflète pas sa valeur intrinsèque.

Les commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent l'opinion des analystes de Maxula Bourse à un instant donné et sont susceptibles de changer à tout moment. Ils ne sauraient cependant constituer un engagement ou une garantie de leur part. Les usagers reconnaissent et acceptent que par leur nature même, tout investissement dans des valeurs mobilières revêt un caractère aléatoire et qu'en conséquence, tout investissement de cette nature constitue un investissement à risque dont la responsabilité revient exclusivement à l'usager. Il est à préciser que les performances passées d'un produit financier ne préjugent en aucune manière de leurs performances futures.



MAXULA BOURSE

.Intermédiaire en bourse.

Département
Recherches & Analyses

Août 2013

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