



# Introduction en Bourse

## Société Tunisienne de Réassurance

### " Tunis Re "

Rapport d'Evaluation

Mars 2010

## RECHERCHE ACTION

RECOMMANDATION	<b>SOUSCRIRE</b>
ANALYSE VALEUR	<b>Tunis Re</b>
SECTEUR	<b>REASSURANCE</b>
PRIX DE SOUSCRIPTION	<b>7 DT</b>

**Recommandation**

Une forte présence locale, une capacité d'intervention régionale, un cadre technique solide et un profil de risque faible sont les maîtres mots de Tunis Re. Avec un prix d'introduction de 7D, le titre affiche des niveaux de valorisation attractifs: **11,5** fois les bénéficiés estimés de 2009 et **9,9** fois ceux de 2010 et un rendement en dividende de 5,4%. **Nous recommandons de souscrire à l'offre.**

**Objectifs de l'introduction en bourse de Tunis Re**

L'augmentation de capital aura pour objectif une meilleure rétention des affaires, une expansion sur les marchés étrangers. Dans ce sens, la compagnie a déjà entamé des procédures visant le marché Saoudien et la zone d'Afrique Subsaharienne.

## COMPTE DE RESULTAT

Em mDT	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires	59 713	62 585	67 226	72 270	77 784	83 647
Primes acquises nettes	26 108	29 655	33 359	35 358	37 963	40 893
Résultat technique	1 193	1 283	1 957	2 353	3 085	4 098
Produits de placements	5053	5289	5671	6436	7376	8509
Résultat net	5 054	5 488	6 338	7 386	8 734	10 389
Fonds propres	51 455	54 168	67 732	71 593	76 802	83 666
ROE	9,82%	10,13%	9,36%	10,32%	11,37%	12,42%

## RATIOS FINANCIERS

En (%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ratio Combiné	95,4	95,6	94,1	93,3	91,8	89,98
FP/ Total bilan	22	23	26	26	26	27
Placement/ Provisions	108	104	113	112	111	110

RATIOS DE VALORISATION						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
BPA	0,56	0,61	0,70	0,82	0,97	1,15
PER	12,47	11,48	9,94	8,53	7,21	6,06
PBK	1,22	1,16	0,93	0,88	0,82	0,75

**ACTIONNARIAT (après OPF) :** BNA (16,25%) ; STAR (15,23%) ; Autres sociétés d'assurances (16,46%) ; Autres banques (14,08%) ; ETAP (3,79%) ; SIMPAR (3,48%) ; SIM SICAR (2,33%) ; ETAT (1,42%) ; Divers actionnaires (4,73%), Public (22,22%).

**PREMIER REASSUREUR AFICAIN COTE EN BOURSE**

*La première compagnie tunisienne de réassurance s'introduit en bourse pour lever des fonds, nécessaires à son développement international. Le Maghreb, l'Afrique de l'Ouest et le Moyen-Orient sont les marchés cibles.*

- Tunis Re œuvre dans le secteur de la réassurance depuis plus de vingt huit ans, la société capitalise sur sa relation historique avec ses clients, sa plate-forme opérationnelle régionale, sa bonne réputation sur le marché, auxquelles s'ajoute son statut de réassureur national.
- La compagnie s'est assurée une croissance saine de son activité où historiquement les bénéficiés ont plus que doublé sur la période 2005-2008, accompagnée d'une bonne tenue de ses fonds propres.
- Tunis Re jouit d'une rentabilité financière satisfaisante, compte tenu d'un couple rendement/risque parmi les meilleurs du secteur. Tunis Re est notée B + (bien) pour sa solidité financière, par l'agence de notation « A.M. Best Co ».
- La compagnie tient le pari de l'internationalisation et ambitionne d'une part, à se confirmer davantage sur le marché local et s'imposer en tant que réassureur national professionnel leader, et d'autre part, à rayonner sur le plan régional.
- A ce niveau de prix, la valeur Tunis Re est considérée comme un investissement « value » où la compagnie s'échange à un niveau de prix égal à sa valeur comptable. Tunis Re se traite à 1,16x et à 0,93x ses fonds propres de 2009 et 2010.

## INVESTMENT HIGHLIGHT

- Tunis Re présente un profil d'affaires en interne stable et solide, adossé à un portefeuille diversifié et une composition géographique équilibrée.
- La compagnie se positionne en tant que réassureur national de premier ordre où la compagnie détient une part de marché de 21,6% en 2008.
- Au niveau du chiffre d'affaires à l'étranger, les Pays Arabes détiennent la part la plus importante avec 46% du total des acceptations internationales, suivis par le Maghreb (2%) et l'Afrique (19%).
- Avec un résultat net de 5MDT en croissance de 10,5% par rapport à 2007, Tunis Re jouit d'une rentabilité financière satisfaisante.
- La compagnie affiche des performances techniques solides avec un ratio combiné de 95% durant l'année 2008.
- Dans son plan de développement, Tunis Re compte intensifier sa présence sur les marchés étrangers, étendre sa présence sur les marchés cibles et nouer des relations avec de nouveaux partenaires.
- Les perspectives de croissance de Tunis Re sont favorables en tenant compte du fait que les marchés sur lesquels la société évolue sont dynamiques. La compagnie opère dans un environnement porteur où l'on s'attend à un développement propice de l'activité assurantielle conformément à l'orientation économique du pays.
- La société table ainsi sur une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 8% pour s'établir à 83MDT en 2013 contre 59,7MDT en 2008 ; Un bénéfice net de 10,4MDT en 2013 contre 5MDT en 2008.
- A l'issue de l'évaluation du titre Tunis Re, la valeur globale moyenne de la compagnie ressort à 65,547MDT soit une valeur par action 7,283 DT pour un total de 9 000 000 actions.
- A 7DT par titre, la compagnie se traite à des multiples des bénéfices prévus de 11,5x et 9,9x successivement pour les deux années à venir pour un rendement en dividende attrayant de 5,36% portant jouissance à partir du 01/01/2010.

Catégories	Définition	Nombre d'actions	Part de l'allocation	Montant (en DT)
<b>Catégorie A</b>	OPCVM privés tunisiens (SICAV et FCP) sollicitant au minimum 500 actions tout en respectant les dispositions légales en matière de ratios prudentiels	800 000	40%	5 600 000
<b>Catégorie B</b>	Institutionnels (autres que les OPCVM) sollicitant au minimum 500 actions et au maximum 40 000 actions	400 000	20%	2 800 000
<b>Catégorie C</b>	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères (autres que les OPCVM et les institutionnels) sollicitant au moins 501 actions et au maximum 40 000 actions	400 000	20%	2 800 000
<b>Catégorie D</b>	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes sollicitant au minimum 20 actions et au maximum 500 actions	380 000	19%	2 660 000
<b>Catégorie E</b>	Personnel de Tunis Re	20 000	1%	140 000

# SOMMAIRE

## **Diligences effectuées**

Nos diligences ont principalement consisté à appréhender le contexte de l'opération et à mettre en œuvre une approche multicritère de la valeur Tunis Re.

Nous avons pris connaissance des informations financières (comptes et rapports, ...) publiées par la société au titre des exercices 2005, 2006, 2007 et 2008 et du plan d'affaires 2009-2013 (Annexe 1). A l'effet de mettre en œuvre les méthodes d'évaluation, nous avons eu accès au plan d'affaires établi par la direction générale de Tunis Re avec laquelle nous nous sommes entretenus afin d'apprécier les perspectives de la compagnie.

## **Perspectives économiques**

## **Perspectives sectorielles**

## **Analyse De Tunis Re**

- **Présentation générale**
- **Structure du chiffre d'affaires**
- **Positionnement de Tunis Re**
- **Analyse financière**
- **Analyse SWOT**

## **Perspectives d'avenir de Tunis Re sur la période 2009-2013**

## **Evaluation de Tunis Re**

## **Annexes**

- **Business plan**
- **Description des diligences effectuées**
- **Les principes généraux de la réassurance**

## PERSPECTIVES ECONOMIQUES

### *I-Pays développés versus pays émergents*

Sur la scène économique et financière internationale, l'année 2008 a été marquée par le déclenchement, à partir de mi-septembre, de la plus grave crise financière jamais enregistrée depuis 1929. Déclenchée aux Etats-Unis, la crise financière s'est propagée aux autres pays industrialisés et aux pays émergents et en développement. Malgré les interventions massives et urgentes, particulièrement dans les pays développés, les effets de la crise ont touché l'économie réelle, ainsi, de nombreux pays industrialisés sont entrés en récession.

Il s'en suit une contraction de la demande internationale, une baisse des prix des matières premières, les bourses internationales ont connu une forte volatilité due à la perte de confiance des investisseurs et les marchés de changes ont également largement fluctué...

Cependant, conformément au dernier rapport du FMI « Perspectives de l'économie mondiale- Octobre 2009 », l'économie mondiale a renoué avec la croissance et la situation financière s'est sensiblement améliorée : le redressement a été plus accentué dans les pays émergents et les pays en développement, notamment grâce à la reprise de l'activité en Asie. L'amélioration de la situation est principalement attribuable aux actions prises par les pouvoirs publics dans les pays industriels et émergents de même que les mesures prises par le FMI en vue d'atténuer les turbulences, de regagner la confiance, et de soutenir la demande. Toutes ces mesures ont conduit à réduire l'incertitude et à instaurer un climat de confiance. Néanmoins, et selon le FMI, malgré tous les efforts déployés, la reprise devrait être lente et probablement pas assez forte pour résorber le chômage. Le rebond de l'économie est en effet tributaire de certains éléments qui sont de nature provisoires tels que les vastes plans de relance budgétaire ou encore l'aide des banques centrales au marché du crédit. Bien que les bilans des banques vont devoir se redresser en 2009 et 2010 suite aux opérations de consolidation de leurs fonds propres, la disponibilité limitée des crédits devrait persister et former un frein majeur à la reprise. En conséquence, le Fond Monétaire International prévoit, qu'après s'être contractée d'environ 1% en 2009, l'activité mondiale devrait progresser d'à peu près 3% en 2010, soit bien en dessous des taux d'avant la crise :

- Dans les pays industriels, une expansion très prudente est prévue pendant 2010, la croissance annuelle en 2010 devrait avoisiner les 1,25% après une contraction de 3,5% en 2009, la croissance du PIB réel devrai avoisiner 1,75%.
- Dans les pays émergents, la croissance du PIB devrait atteindre près de 5% en 2010, contre 1,75% en 2009. Le rebond est principalement porté par la Chine, l'Inde et plusieurs autres pays émergents de l'Asie.

Cependant, il existe encore des pays qui souffrent profondément des retombées de la crise, dont notamment l'Espagne : En effet, l'agence de notation S&P vient de placer le pays sous surveillance

négative pour les deux ans à venir, après avoir baissé en début janvier, à AA+, la note de la dette à long terme de l'Espagne, l'agence reproche en effet aux autorités de ne pas prendre des mesures plus agressives afin de faire face aux déséquilibres fiscal et extérieur. Dans la même lignée, l'agence de notation Fitch a dégradé la dette grecque de A- à BBB+, ce qui augmente les craintes concernant certains pays, à savoir, le Portugal, l'Italie et la Grèce.

## ***II- Afrique***

La croissance en Afrique a accusé un net ralentissement durant 2008, mais le FMI prévoit que l'économie africaine devrait prendre de l'élan au fur et à mesure que la reprise mondiale s'établisse. La récession mondiale a touché de plein fouet les pays les plus intégrés aux marchés financiers internationaux (Afrique du Sud), de même, l'impact de la diminution des flux financiers a touché les pays producteurs de pétrole (Algérie, Lybie, Nigéria), ou encore producteurs de produits manufacturiers (Maroc, Tunisie). Cependant, la récente reprise au niveau des économies développées et la consolidation des cours des matières premières aideront certainement ces pays à se redresser. La croissance du PIB réel en Afrique devrait reculer pour passer de 6% (moyenne sur la période 2004-2008), à 1,75% en 2009, avant d'accélérer pour remonter à 4% en 2010. L'inflation en Afrique devrait reculer de 10,25% en 2008 à 9% en 2009, puis à 6,5% en 2010. Particulièrement, la majorité des pays de la zone franc et du Maghreb devrait afficher des taux inférieurs à 5%.

## ***III-Le Moyen Orient et l'Afrique du Nord***

Les pays de la zone MENA (Middle East North Africa) n'ont pas échappé à la crise financière internationale qui a touché pleinement la majorité des économies mondiales. Cependant, la solidité des fondamentaux, la pertinence des politiques mises en œuvre, la gestion financière et économique prudente et l'abondance des réserves de change ont efficacement contribué à amortir le choc. Le taux de croissance de la région MENA s'est établi, en 2008, à 5,7% et pourrait descendre à 2,6% en 2009, pour remonter à 3,6% en 2010 (prévisions du FMI).

Selon le rapport du FMI, tous les pays de la zone MENA ont été affectés par la crise selon qu'ils soient importateurs ou exportateurs de pétrole :

- Les pays exportateurs de pétrole<sup>1</sup> ont été touchés directement par la crise suite à l'effondrement du cours du baril et du resserrement des conditions de crédit. Ces pays devraient voir le taux de leur croissance baisser à 2,3% en 2009 contre 5,4% en 2008, puis remonter légèrement à 3,8% en 2010. Malgré la compression des recettes pétrolières, la majorité des pays exportateurs de pétrole de la zone ont maintenu leurs dépenses publiques à un niveau élevé, alimentant ainsi la demande intérieure. La régression du cours du baril corrélée à des dépenses publiques maintenues devrait rétrécir le solde des transactions courantes des pays exportateurs de pétrole : selon le FMI, le

---

<sup>1</sup> Algérie, Arabie Saoudite, Bahreïn, Emirats Arabes Unis, Iran, Iraq, Koweït, Lybie, Oman, Qatar, Soudan et Yémen.

solde était excédentaire en 2008 de 400 milliards de Dollars et devrait accuser un déficit de 10 milliards de Dollars au titre de 2009.

- Les pays importateurs de pétrole<sup>2</sup> de la région Moyen Orient et Afrique du Nord, ont globalement été moins affectés par la crise du fait du repli des cours et d'une faible intégration aux marchés financiers mondiaux. La croissance du PIB réel de ces pays devrait retomber à 3,2% en 2009 contre 6,2% en 2008 puis remonter légèrement à 3,4% en 2010.

Ainsi, compte tenu des particularités des pays de cette région, les mesures qui doivent être prises selon le FMI sont les suivantes : Maintenir, voire accroître les dépenses publiques dans la mesure du possible, renforcer les systèmes financiers, assouplir la politique monétaire face au repli de l'inflation et renforcer les dispositifs de protection sociale...

Bien que les pays de la région MENA semblent dépasser cette ère de crise, et ceci à des degrés différents, un des états des Emirats Arabes Unis a semé la pagaille sur les marchés financiers internationaux le 26 Novembre 2009 : il s'agit de Dubaï, suite à l'annonce du report de la dette du groupe Dubaï World, le plus gros conglomérat de Dubaï, provoquant une onde de choc sur les marchés mondiaux. Les turbulences venues de Dubaï ont en effet perturbé les investisseurs, particulièrement les banques étrangères qui ne se sont pas encore relevées de la crise financière et qui n'ont, en réalité, plus le droit à l'erreur. Selon une étude du Crédit Suisse, les établissements européens seraient exposés à hauteur de 13 milliards de Dollars (8,7 milliards d'Euros) dans cette affaire. La Banque des règlements internationaux évalue pour sa part à 93 milliards de Dollars l'exposition des banques européennes aux Emirats Arabes Unis, dont 51 milliards de dollars pour les établissements britanniques. Toutefois, les marchés devraient se calmer rapidement du fait qu'en réalité, la dette du pays a été souscrite principalement par son voisin Abou Dhabi, qui produit plus de 90% du pétrole des Emirats Arabes Unis, et qui possède de larges capacités de paiement. Les experts s'accordent sur le fait que les perturbations venant de Dubaï ne sont point une source de déclenchement d'une nouvelle crise. Cependant, les banques étrangères sont exposées au risque et possèdent toujours des actifs potentiellement douteux.

#### *IV- Au niveau national*

L'économie tunisienne semble résister à la crise et continue d'enregistrer une évolution favorable et un rythme de croissance soutenu quoique moins rapide comparés à la croissance d'une année auparavant. Le taux de croissance du PIB réel s'est situé à 5,1% en 2008 contre 6,3% en 2007. Le FMI prévoit un taux de 3% en 2009 et de 4% en 2010. La croissance a été soutenue grâce à la participation des secteurs à forte valeur ajoutée (les services, les télécommunications, le tourisme, le bâtiment), la progression des investissements privés et étrangers, et la bonne tenue de la demande intérieure et des exportations, bien que certains secteurs manufacturiers ont connu une décélération. L'inflation moyenne a atteint 5% en

<sup>2</sup> Afghanistan, Djibouti, Egypte, Jordanie, Liban, Maroc, Mauritanie, Pakistan, Syrie et Tunisie.

2008, contre 3,2% en 2007. Cette accélération est due à l'impact de la hausse des prix des matières premières et des produits de base sur les marchés mondiaux, particulièrement le pétrole et les denrées alimentaires.

Afin de limiter les effets néfastes de la crise financière mondiale sur la croissance de l'économie tunisienne, un ensemble de mesures conjoncturelles à caractère financier et social a été décidé pour soutenir les entreprises, en plus des mesures structurelles visant la reprise économique. Le plan de soutien se base sur l'intervention de l'Etat sur le plan sécurité sociale, fiscalité, tarification douanière...

Dans la même optique, les réformes se poursuivent en Tunisie à un rythme approprié, afin de mettre en place les mécanismes nécessaires et réunir les conditions favorables pour le renforcement des avancées accomplies en matière de développement économique, social, humain et politique. Les orientations du programme présidentiel 2009-2014 sont bien définies et dégagent une ambition volontaire de faire de la Tunisie un pôle de services bancaires et une place financière régionale, pouvant contribuer à drainer les investissements et à renforcer l'efficacité de l'économie nationale dans son environnement extérieur. Dans cette optique, il existe déjà une plate forme concernant le projet de « port financier » qui constituera une nouvelle opportunité pour l'activité bancaire offshore consolidant le rôle du pôle des services bancaires et la place financière régionale de la Tunisie.



## PERSPECTIVES SECTORIELLES<sup>3</sup>

En 2008, l'activité de la réassurance a pu maintenir le cap et garder un niveau stable des souscriptions. Au total, le chiffre d'affaires mondial du secteur s'est affiché à 190 milliards de Dollars, en hausse de 1,5% par rapport à 2007. L'année 2008 a été marquée par une forte sinistralité avec, notamment, une saison d'ouragans très tumultueuse.

Chiffres à l'appui, 2008 a été témoin de 750 événements catastrophiques ayant coûté 45 milliards de Dollars aux assureurs. Les répercussions sur la gestion technique des réassureurs se sont faites sentir à travers des ratios combinés en hausse passant de 90% en 2007 à 96% en 2008.

La dégradation des résultats financiers est sans appel en 2008 où la crise financière battait son plein. Une perte de valeurs des placements est notifiée entraînant dans son sillage 20% des fonds propres des réassureurs.

L'année 2008 étant qualifiée de pic du cycle de sinistralité, l'année 2009 pourrait être plus avenante grâce au faible nombre de catastrophes naturelles où les réassureurs ont pu d'après les chiffres intermédiaires dégager des bénéfices sur les premiers trimestres de l'année et reconstituer progressivement leurs fonds propres. En 2008, deux acquisitions majeures ont eu lieu sur le plan international entre réassureurs : le géant Scor a englouti Prévoyance Re, Partner Re a acquis Paris Re.

### I- Chiffres clés de la réassurance dans le monde

Malgré la crise financière, les réassureurs ont affiché en 2008 de bonnes performances comparativement aux banques, ainsi qu'une solvabilité permettant de faire face à des sinistres de grande ampleur : en effet, les répercussions de la crise ont touché à un degré beaucoup moindre les réassureurs que le secteur bancaire.

Le chiffre d'affaires de la réassurance mondiale (volume des primes) a doublé entre 1990 et 2003, pour ensuite devenir stable entre 2004 et 2006. Il est actuellement en progression constante depuis 1990 (2,25 fois sur la période). L'Amérique du Nord et l'Europe restent les principaux demandeurs de réassurance, puisque 51 % des primes cédées au niveau mondial viennent du marché américain et 37 % du marché européen.

---

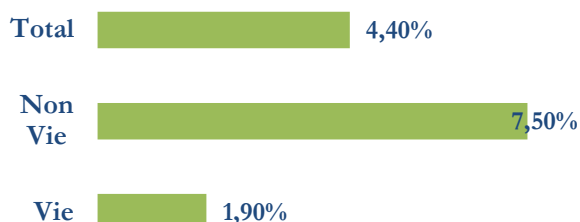
<sup>3</sup> Une exposition détaillée des principes généraux de la réassurance est donnée dans l'Annexe 3.

Evolution du volume des primes Réassurées dans le monde (1990-2008)  
(mrd USD)



Source : Le marché de la réassurance en 2008, Juillet 2009 (APREF et FFSA).

#### Taux de cession

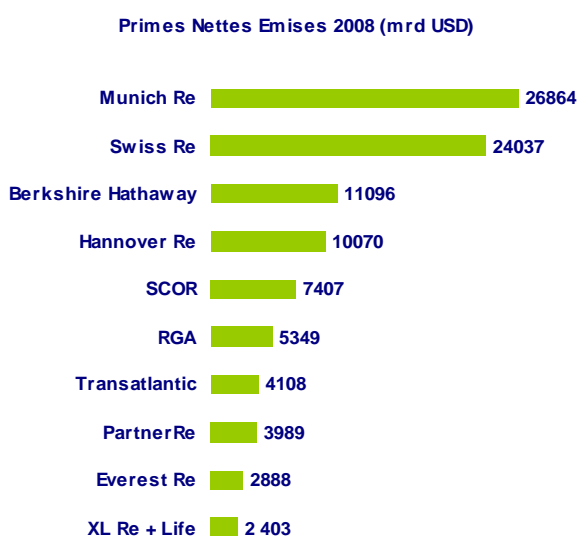


Source : Le marché de la réassurance en 2008, Juillet 2009 (APREF et FFSA).

L'assurance vie est moins volatile que l'assurance non vie ; une partie des primes vie provient des produits d'épargne.

Les primes cédées de la part des assureurs aux réassureurs présentent en 2008 un taux pondéré de 4,4% réparti entre la branche non-vie, avec un taux de cession de 7,5% et la branche vie, avec un taux de cession de 1,9%.

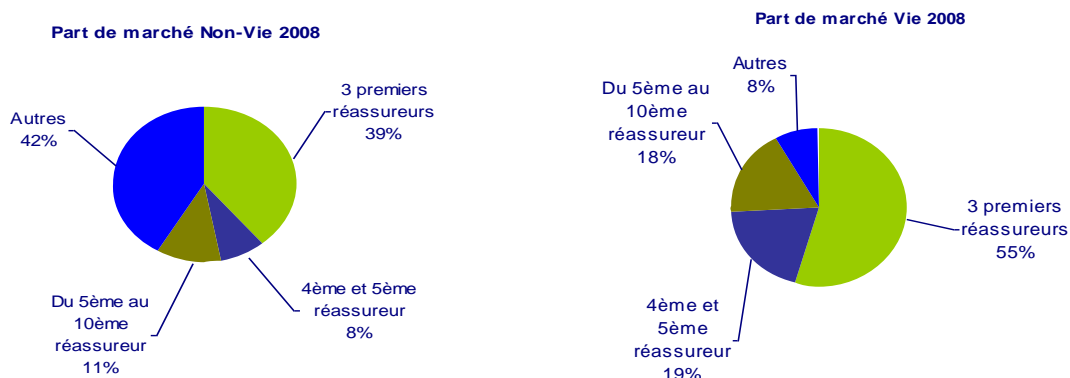
## II- Les dix premiers réassureurs dans le monde



Munich Re se classe à la tête des réassureurs dans le monde depuis plusieurs années, suivi de près par Swiss Re, détenant des parts de marché respectives de 14% et 12,6%. Les 10 premiers réassureurs dans le monde accaparent plus de 51% de part de marché en termes de primes nettes émises de réassurance.

Le marché Non-Vie est moyennement concentré. Les 3 premiers réassureurs représentent près de 40% du marché.

Le marché Vie est concentré : Les trois premiers réassureurs accaparent, à eux seuls, plus que la moitié du marché.



### III- Principales places de réassurance dans le monde

Les 7 premiers marchés: environ 75% du total des réassureurs professionnels

Classement 2007	Marchés	Primes Nettes (milliards USD)	Capital	Ratio combiné %
1	Allemagne	45,3	60	95,8
2	Etats Unis	35,8	59	91,8
3	Bermudes	15	40,4	66,4
4	Suisse	12,6	33,4	89,8
5	Royaume-Uni	12	33,1	83,3
6	France	8	11,6	81,2
7	Irlande	3,6	3,2	93,2
	Total 40 groupes	162,7	203	90,4

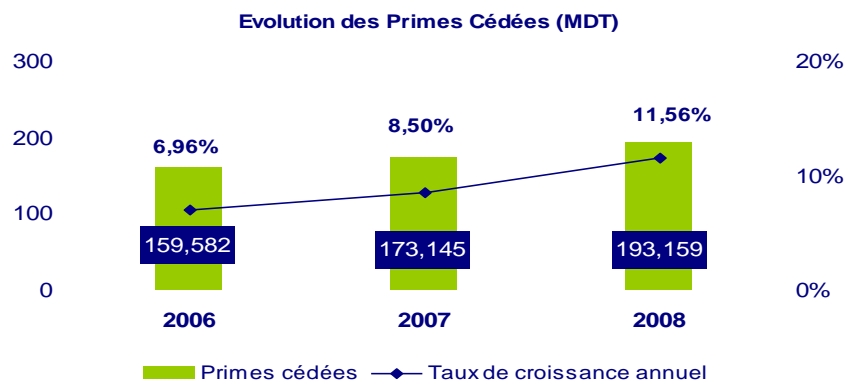
Chiffres 2007: S&P Global Reinsurance Highlights 2008

### VI- Chiffres clés de la réassurance en Tunisie

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.

Les primes cédées par les entreprises d'assurances sur les primes émises totalisent un montant de 193,159MDT en 2008, contre 173,145 MDT en 2007, 159,582 MDT en 2006, soit une augmentation de 11,56% en 2008 par rapport à 2007.

Le taux de cession est de 20,21% des primes émises en 2008 contre 19,85% en 2007 et 20,05% en 2006. Les branches crédit, incendie et transport (aviation comprise) demeurent fortement réassurées avec des taux de cession respectifs de 81,4%, 73,82% et 69,32%.



**Sinistres à la charge des réassureurs:** Les sinistres à la charge des réassureurs s'élèvent à 66,856 MDT en 2008 contre 39,454 MDT en 2007 et 60,204 MDT en 2006, soit une augmentation de 69,45% en 2008 par rapport à 2007. Ils représentent 13,31% en 2008 contre 8,6% en 2007 et 13,03% en 2006 du total des règlements des sinistres.

Les sinistres réglés à la charge des réassureurs dans les branches crédit, transport (aviation comprise) et incendie, sont les plus importants, ils représentent respectivement 90,53%, 82,34% et 80,9% des sinistres réglés.

**Commissions Reçues des Réassureurs:** Les commissions reçues des réassureurs s'élèvent en 2008 à 37,793 MDT contre 31,252 MDT en 2007 et 28,885 MDT en 2006. Les taux des commissions reçues des branches incendie, crédit et automobile sont les plus élevés, ils représentent respectivement 28,43%, 25,33% et 24,63%. Les sinistres et les commissions à la charge des réassureurs au titre des opérations directes sont retracés dans le tableau ci-après :

**Les sinistres et les commissions à la charge des réassureurs au titre des affaires directes par branche en 2008 (rétrocession non comprise) en DT**

Branches	Sinistres à la charge des réassureurs	en % des sinistres réglés	en % des primes émises	Commissions à la charge des réassureurs	En % des primes cédées
Automobile	7 694 500	2,89%	1,77%	4 268 556	24,63%
Groupe Maladie	149 503	0,12%	0,11%	141 526	13,22%
Accidents de Travail	57 274	1,29%	-	-	-
Transport	11 670 219	80,9%	16,35	7 967 855	16,1%
Incendie	23 719 960	82,34%	39,89%	1 247 793	28,43%
Grêle et Mortalité de Bétail	1 737 139	38,84%	21,90%	624 243	19,66%
Risques Divers	10 608 259	48,58%	8,29%	9 701 034	14,95%
Vie	2 203 565	7,03%	2%	686 705	12,04%
Crédit	9 015 491	90,53%	96,68%	1 922 872	25,33%
<b>Total Cessions (en DT)</b>	<b>66 855 910</b>	<b>13,31%</b>	<b>7%</b>	<b>37 792 584</b>	<b>19,57%</b>

Source : Rapport FTUSA 2008

## ANALYSE DE Tunis Re

### I- Présentation Générale de Tunis Re

La Société Tunisienne de Réassurance Tunis Re a été créée en 1981 à l'initiative des pouvoirs publics, avec l'adhésion des entreprises d'assurance et de réassurance et le concours du secteur bancaire, sous la forme d'une société anonyme, avec un capital social initial de 2 000 000 DT.

L'activité de base de Tunis Re est la réassurance qui consiste à accepter de couvrir des risques cédés ou rétrocédés par une entreprise d'assurance ou de réassurance moyennant le paiement par la cédante ou le réassureur d'une prime et l'engagement du réassureur ou du récessionnaire à apporter son concours financier en cas de réalisation du risque, c'est-à-dire en cas de survenance de sinistres.

Depuis sa création, Tunis Re agit dans un contexte concurrentiel et son intervention sur le marché local se réalise dans le cadre de relations commerciales basées sur le savoir faire et la maîtrise du processus de souscription, Tunis Re s'est attelée au développement de ses activités en international et particulièrement sur le plan régional prenant l'option de devenir une société régionale de réassurance.

Cette vocation est déjà visée en tissant des relations d'affaires avec des cédantes de beaucoup de pays africains, arabes et asiatiques. Dans ce sens, des contacts réguliers et des actions de marketing sont entrepris. Pour répondre aux impératifs du métier de la réassurance exigeant un niveau minimum de solvabilité financière, Tunis Re a procédé progressivement au renforcement de son assise financière par des augmentations successives de capital social atteignant les 35 millions de dinars et d'une capitalisation des bénéfices portant les fonds propres à 51 millions de dinars en 2008.

La structure de l'actionnariat de Tunis Re est constituée à hauteur de 55% par la BNA, la STAR, la STB, l'ETAP et la SIMPAR, et 45% restant sont répartis entre plusieurs autres établissements publics et privés de même que des personnes physiques.

#### Structure de l'actionnariat de Tunis Re au 31/12/2008

Actionnaires	Nombre d'actions	(%)
<b>BNA</b>	731 109	20,89%
<b>STAR</b>	685 341	19,58%
<b>STB</b>	180 408	5,15%
<b>ETAP</b>	170 666	4,88%
<b>SIMPAR</b>	156 563	4,47%
<b>Autres</b>	1 575 913	45,03%
<b>Total</b>	<b>3 500 000</b>	<b>100%</b>

## II- Structure du Chiffre d'affaires de Tunis Re

### Ventilation du chiffre d'affaires par Zone

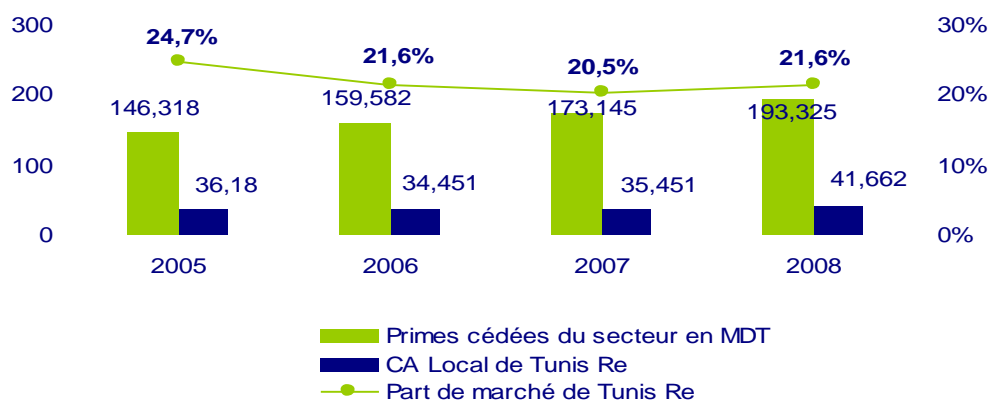


Il est important de constater le poids important que constituent les primes en provenance de la Tunisie dans le chiffre d'affaires totale de Tunis Re. En effet, la structure des revenus de la compagnie est restée presque stable sur la période 2005-2008 où le marché local représente en moyenne 68,07% du total des cessions. Ceci n'est guère surprenant au vue de la proximité géographique de Tunis Re vis-à-vis de ses cédantes tunisiennes où la compagnie se positionne en tant que réassureur national de premier ordre.

### II-1 Marché local de Tunis Re

Tunis Re a su maintenir sa présence parmi les assureurs nationaux ce qui lui a valu une part de marché de 21,6% en 2008 soit une amélioration par rapport à 2007 (20,5%). En effet, les primes de la société en provenance du marché local ont atteint en 2008, 41,66MDT contre 35,45MDT une année auparavant soit une croissance de 17,5%. Le secteur a quant à lui marqué une évolution moins importante (+11,6%) dénotant d'un recours plus grand aux services de Tunis Re.

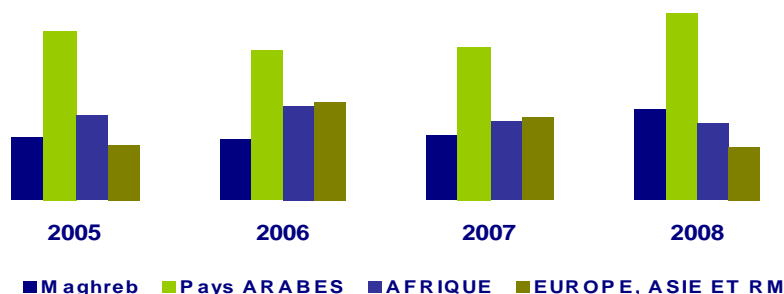
### Part de marché local de Tunis Re



Source : Maxula Bourse et Rapports FTUSA 2006-2007-2008

## II-2 Marché international de Tunis Re

Evolution du chiffre d'affaires de Tunis Re par zone (MDT)



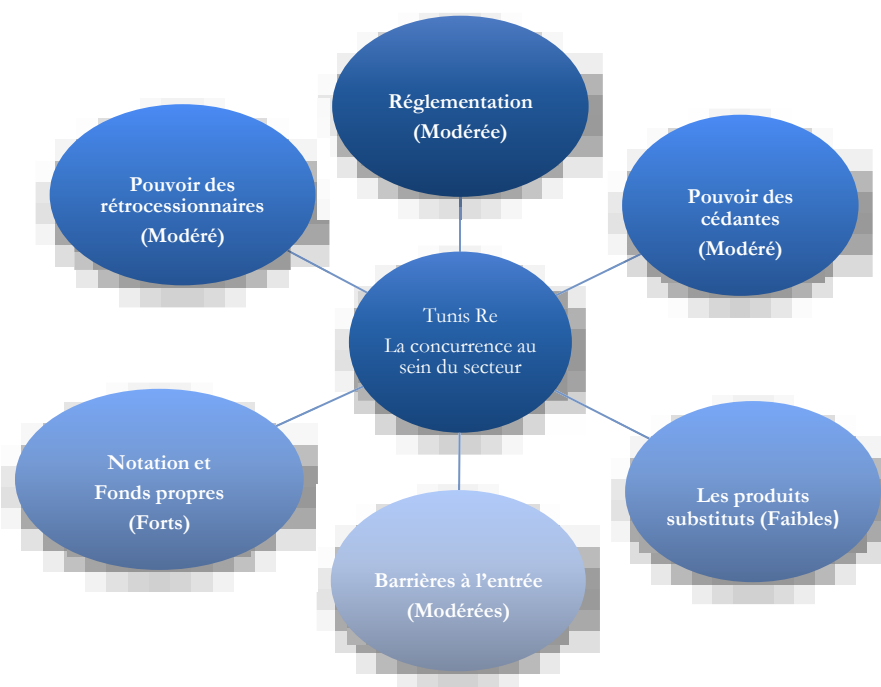
Tunis Re, affichant haut ses ambitions de réassureur régional, son portefeuille d'activité s'étale sur diverses zones géographiques qui constituent près de 30% des ses acceptations totales. Les affaires sont en provenance du Maghreb, des pays arabes, de l'Afrique et dans une moindre mesure l'Asie et l'Europe. Cette expansion géographique plus portée sur la rive sud de la méditerranée laisse paraître une connaissance approfondie des ces marchés, une notoriété certaine de la compagnie et un potentiel de développement très large sur la région.

	2005	2006	2007	2008	Croissance Moyenne
Maghreb	2,82	2,70	2,87	4,04	12,7%
Pays ARABES	7,51	6,60	6,81	8,28	3,3%
AFRIQUE	3,78	4,14	3,51	3,37	-3,8%
EUROPE, ASIE ET Reste du Monde	2,46	4,38	3,66	2,37	-1,3%

Source : Rapports d'activité Tunis Re

## III- Positionnement de Tunis Re

Il est nécessaire de décrire synthétiquement le concept et le positionnement autour desquels Tunis Re fonde ses activités. L'état de la concurrence qui prévaut dans un secteur dépend de certaines forces fondamentales qu'il faut bien souligner pour situer efficacement Tunis Re dans le secteur de la réassurance.



### III-1 La concurrence au sein du secteur (Forte)

Le secteur de la réassurance est très compétitif et, en dehors des considérations réglementaires, les barrières à l'entrée sont assez modérées. Dans les branches d'activité dans lesquelles Tunis Re opère, la concurrence repose sur de nombreux facteurs, notamment la compétence en matière de souscription, la présence locale, le montant des primes demandées, les autres termes et conditions de la couverture de réassurance proposée, les produits et services offerts, la rapidité avec laquelle les sinistres sont indemnisés, la réputation et l'expérience du réassureur dans les branches d'activité où il exerce son activité de souscription, sa solidité financière telle qu'elle est perçue par les clients et la notation qui lui a été attribuée par les agences de notation.

En effet, Tunis Re œuvre dans le secteur de la réassurance depuis plus de vingt huit ans, la société capitalise sur sa relation historique avec ses clients, sa plate-forme opérationnelle intégrée et régionale, sa bonne réputation sur le marché et la qualité de l'équipe de dirigeants, s'ajoute son statut de réassureur national. Les développements récents tant au niveau du secteur des assurances tunisien et régional qu'au niveau du développement économique, constituent une source de croissance potentielle significative. Tunis Re mise sur les avantages concurrentiels suivant :

#### ■ Une plate-forme régionale avec une assise financière solide

Comme l'attestent les taux de renouvellement historiquement respectables des contrats de réassurance par traités, Tunis Re a noué des relations anciennes avec les principaux réassureurs et courtiers internationaux et entretient des liens étroits avec ses principaux clients. Tunis Re opère dans des marchés à haut potentiel de croissance caractérisés par des taux de croissance élevés et des taux de pénétration relativement faibles.



### ■ Une présence locale et une capacité d'intervention régionale

Tunis Re est réputée d'être proche de ses clients grâce à son réseau régional de souscription, qui permet d'apporter à ses clients des solutions sur mesure et de raccourcir les processus de traitement et les temps de réponse. Tunis Re vise en priorité la consolidation de ses affaires avec les cédantes locales et parallèlement le développement des affaires régionales, qui, à leur sens, ont un besoin de réassurance grandissant.

### ■ Un portefeuille diversifié et une composition géographique équilibrée

La diversification constitue l'un des principaux outils de gestion du risque au niveau du portefeuille de Tunis Re et contribue efficacement à sa stabilité. La diversification permet d'offrir des solutions fiables en matière de risque, de gérer la volatilité et d'améliorer le rendement global en atténuant l'impact d'un événement exceptionnel. L'objectif est d'assurer un certain équilibre entre les risques liés aux marchés de la réassurance et les risques liés aux marchés des capitaux optimisant ainsi la diversification et la rentabilité du portefeuille global de Tunis Re. Sur le plan de la réassurance, la diversification se situe au niveau des zones géographiques, des lignes de métiers et des réseaux de distribution. Quant aux marchés des capitaux, la diversification se fait au niveau des classes d'actifs, des secteurs, des devises et des types de produits.

### ■ Des dirigeants expérimentés et une équipe compétente

Forte d'un management expérimenté, Tunis Re poursuit un but de création de valeur pour les actionnaires. Les individus qui mettent en pratique la stratégie, les méthodologies et les procédures fixées sont toutes aussi importantes que le cadre dans lequel opère Tunis Re. A cet effet, Tunis Re veille à trouver le juste milieu en accordant à son équipe suffisamment de flexibilité pour exercer leurs talents et leur responsabilité décisionnelle dans les limites du cadre décrit. En effet, les souscripteurs et gestionnaires financiers travaillent en étroite collaboration avec les actuaires et analystes de Tunis Re lors des prises de décisions sur les risques à assumer. La culture de Tunis Re se distingue en particulier par un niveau de compréhension et d'engagement élevé à l'égard de l'approche de l'entreprise en matière de gestion des risques.

### ■ Tunis Re est dotée d'un cadre technique solide

Le cadre de gestion intégrée des risques de Tunis Re fournit une base pour l'identification, l'évaluation et la gestion des risques assumés. Il favorise la cohérence des décisions et des actions mises en œuvre dans le cadre de ses activités de réassurance et sur les marchés des capitaux, et ce, à tous les niveaux de l'entreprise, d'où une plus grande stabilité. Cela permet de mesurer le risque d'une manière cohérente dans l'ensemble du groupe et d'évaluer si les risques associés à la réassurance et aux marchés des capitaux sont estimés à leur juste valeur. Ceci permet d'optimiser la rentabilité par rapport au risque en allouant

d'avantage de capital aux branches qui promettent un rendement supérieur pour un niveau de risque en accord avec le niveau de risque prédéterminé par Tunis Re.

### ■ Un actionariat concerné possédant une expérience inégalée dans le secteur financier

Les actionnaires de référence de Tunis Re jouissent d'un savoir faire et un ancrage bien renforcé dans le secteur financier tunisien. Ces principaux investisseurs sont des opérateurs pesants dans le secteur financier tunisien, jouissant d'une solidité financière importante et d'une expertise inégalée. En tant qu'investisseurs de long terme, leurs expertises et leurs savoir-faire pourraient être précieux pour le développement de Tunis Re.

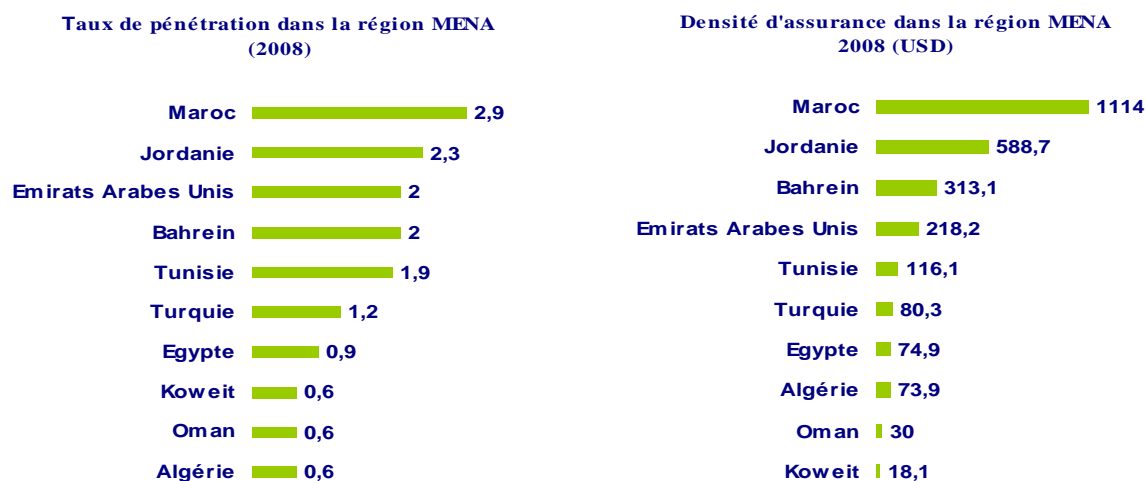
## III-2 Pouvoir des Cédantes (Modéré)

Tunis Re opère avec une liste étendue d'assureurs dont les principaux sont locaux. Le marché des assurances en Tunisie est en pleine mutation pour prendre un nouvel élan grâce à une amélioration des résultats au niveau des branches qui étaient dans le passé déficitaires ainsi que l'intérêt grandissant que lui a porté les autorités en veillant à le réglementer et à émettre les réformes nécessaires. Les vagues de mise à niveau et de privatisation, de consolidation des fonds propres devraient fournir aux assureurs une autonomie financière grandissante qui leurs permettra de réduire les cessions aux réassureurs. Néanmoins, le marché tunisien de l'assurance est considéré comme étant un marché porteur, rappelons que le taux de pénétration de l'assurance dans l'économie tunisienne, bien qu'il est en amélioration, demeure faible, que ce soit à l'échelle internationale que régionale. On recense un taux de pénétration de 1,9% pour une moyenne mondiale de plus de 8% et une moyenne de 2,70% pour les pays émergents.

	Densité (USD)	Taux de pénétration	Croissance des primes (2007/2008)	Croissance du PIB
<b>Pays industriels</b>	3 655	8,80%	-3,40%	0,8%
<b>Pays émergents</b>	89	2,70%	11%	6%

Source : Rapport Sigma 2008.

Les marchés cibles de Tunis Re qui sont les pays du Maghreb, du Moyen Orient (zone MENA) et de l'Afrique, présentent les mêmes particularités, soient des taux de pénétration faibles, des densités d'assurance faibles, une croissance importante des primes et des revenus disponibles croissants d'où les potentialités importantes que présentent ces marchés d'assurances.



### III-3 Réglementation (Modérée)

A l'heure actuelle, en Tunisie comme partout dans le monde le secteur de la réassurance reste généralement beaucoup moins réglementé que celui des assurances. En Europe, le Parlement Européen s'est penché sur une série de lois qui encadreraient mieux la réassurance visant la mise en place de ratios de solvabilité (il s'agit de la directive 2005/68/CE relative à la réassurance et qui fournit un cadre réglementaire harmonisé pour la réassurance dans l'union européenne): les ratios de solvabilité des réassureurs pourraient notamment s'appliquer comme sur ceux en vigueur dans l'assurance (Solvabilité I). Il s'agirait d'appliquer un ratio de solvabilité de 18 % sur les primes annuelles ou de 26 % sur les sinistres. En matière d'assurance, la Tunisie est aussi régie par les normes prudentielles solvabilité I.

En 2009, le parlement européen a adopté des normes prudentielles «Solvabilité II » et qui sera prévue à l'échelle européenne à l'horizon de 2012. Solvabilité II est une réforme réglementaire européenne du monde de l'assurance. Dans la lignée de Bâle II pour les banques, son objectif est de mieux adapter les fonds propres exigés des compagnies d'assurances et de réassurance avec les risques que celles-ci encourent dans leur activité.

### III-4 Pouvoir des rétrocessionnaires (Modéré)

Tunis Re transfère à ses rétrocessionnaires par le biais de contrats de récession une partie de son exposition à certains risques. Ceux-ci prennent alors en charge une partie des pertes et charges liées à des sinistres contre le versement d'une partie des primes. Le réassureur se trouve alors dépendant des marchés mondiaux de la récession régies par les géants de la réassurance pour pouvoir offrir leurs services à leurs propres marchés régionaux.

Tunis Re a jusque la rétrocédée une bonne partie de son chiffre d'affaires, mais qui concerne en majorité les affaires facultatives notamment les affaires Pool aviation maritime que gère la compagnie.

La compagnie a, néanmoins, cherché à minimiser cette dépendance sur ces autres affaires en misant sur un nouveau plan de rétrocession qui concèdera à Tunis Re une marge de manœuvre plus grande.

En effet, Tunis Re a réalisé un passage partiel, durant l'année 2008, à un programme non proportionnel de rétrocession mettant en avant l'orientation de la compagnie à élargir son plein de rétention sur des affaires rentables. En outre, sur une base nette, les primes devraient augmenter puisque la société ayant encore réduit le niveau de rétrocession sur son portefeuille.

### **III-5 Les produits substitués à la réassurance (Faibles)**

Peu après la crise financière, un intérêt grandissant pour les obligations catastrophes connues sous la dénomination de « Cat bonds » est apparu au sein des assureurs. Un Cat Bond est une obligation dont le versement des intérêts et le remboursement du principal dépendent de la survenance d'une ou plusieurs catastrophes naturelles, c'est donc une sorte de titrisation de risque catastrophe. Ces obligations représentent pour les cédantes une alternative à la réassurance traditionnelle dans l'acceptation du risque catastrophe, moyennant le paiement d'une prime de titrisation.

Ces produits ont l'avantage d'offrir des rendements intéressants, un risque crédit moindre ainsi que des rendements non corrélés à la situation des marchés financiers. Cependant, ces obligations ne sont pas adaptées aux marchés régionaux ou les réassureurs régionaux ou de plus petite taille tendront à être plus efficaces avec une couverture traditionnelle.

Les captives de réassurances sont aussi une forme alternative de couvertures de leurs risques. Une captive de réassurance est une compagnie d'assurance ou de réassurance appartenant à une société industrielle ou commerciale dont l'activité principale n'est pas l'assurance. Son objet est de couvrir les risques du groupe auquel elle appartient.

### **III-6 Barrières à l'entrée (Modérées)**

Le secteur de la réassurance en Tunisie ne semble pas être régi par des barrières à l'entrée, Tunis Re se trouve en concurrence directe ou indirecte avec des compagnies de réassurances locales, régionales et internationales. Cependant, l'implantation de sociétés étrangères sur le territoire tunisien serait peu réalisable, notamment par l'existence d'une relation historique profonde du réassureur national avec ces cédantes, de partenariats solides, d'une culture d'entreprise proche.

Certains concurrents, notamment des compagnies de réassurance maghrébines et arabes bénéficient d'un programme de cessions obligatoires dans leurs marchés locaux. Sur le marché international de la réassurance, Tunis Re est en concurrence avec de nombreuses sociétés, locales et internationales, dont certaines peuvent se prévaloir de ressources financières plus importantes et d'une notation meilleure que celle de Tunis Re.

### III-7 Notation et fonds propres (Forts)

Lorsque la capacité de réassurance est supérieure à la demande des compagnies cédantes, les concurrents de Tunis Re peuvent être mieux placés pour conclure de nouveaux contrats et gagner des parts de marché. C'est là que le rôle de la notation financière est mis en avant. Depuis 2005, Tunis Re est entrée dans le processus de notation par l'agence de notation « A.M. Best Co ». « AM Best Co » a révisé la perspective de la Société Tunisienne de Réassurance (Tunis Re) de stable à positive et a confirmé, en 2009, à B + (bien) sa note de solidité financière et à «BBB-» sa note d'émetteur de crédit. La perspective positive reflète un niveau adéquat de capitalisation pour Tunis Re et une amélioration de sa maîtrise du risque et de bonnes performances techniques. Tunis Re a également un profil d'affaires en interne stable et solide, qui est partiellement compensé par sa dépendance envers un petit nombre de cédants en Tunisie. A.M. Best estime que Tunis Re maintient un profil stable et très bon en affaires sur le plan local en tant que réassureur national créé par l'Etat ou la compagnie détient une part de marché d'environ 25% dans le marché de la réassurance interne. Etant revue périodiquement, une augmentation des fonds propres pourrait conduire à de nouvelles hausses de la notation, et par conséquent avoir un impact positif sur la capacité de Tunis Re à générer de l'activité. En effet, les assureurs se placent dans une course perpétuelle au capital, les augmentations de capital, les fusions acquisitions sont les mots d'ordre du paysage assurantiel.

La notation joue aussi un rôle important pour Tunis Re dans la mesure où celle-ci constitue un critère de choix des rétrocessionnaires.

### Conclusion

Outre l'avenir prometteur du secteur des assurances en Tunisie, l'environnement sociopolitique dans lequel opère Tunis Re est très encourageant pour le développement et le bon fonctionnement de l'activité du réassureur. En effet, les réformes se poursuivent en Tunisie à un rythme approprié, afin de mettre en place les mécanismes nécessaires et réunir les conditions favorables pour le renforcement des avancées accomplies en matière de développement économique, social, humain et politique. Les orientations du programme présidentiel 2009-2014 sont bien définies et dégagent une ambition volontaire de faire de la Tunisie un pôle de services bancaires et une place financière régionale, pouvant contribuer à drainer les investissements et à renforcer l'efficacité de l'économie nationale dans son environnement extérieur.

Dans cette optique, il existe déjà une plate forme concernant le projet de « port financier » qui constituera une nouvelle opportunité pour l'activité bancaire offshore consolidant le rôle du pôle des services bancaires et la place financière régionale de la Tunisie.

Tous ces projets qui tablent sur le développement et la modernisation du secteur financier tunisien ne peuvent être que bénéfiques pour Tunis Re qui est un acteur majeur dans la région sud méditerranéenne et Afrique : Tunis Re est pionnier et opère sur le marché depuis 1981, Tunis Re jouit d'une expertise incontournable dans le domaine de la réassurance et d'une compétence remarquable de son équipe

dirigeante, de même, Tunis Re bénéficie d'une notoriété et une reconnaissance sans précédents dans la zone du Maghreb et celle de l'Afrique.

Ainsi, Tunis Re possède en main les atouts nécessaires afin de consolider ses parts de marché local et de développer son positionnement sur le marché régional. L'environnement économique dans lequel opère Tunis Re pourrait constituer un avantage pour la compagnie.

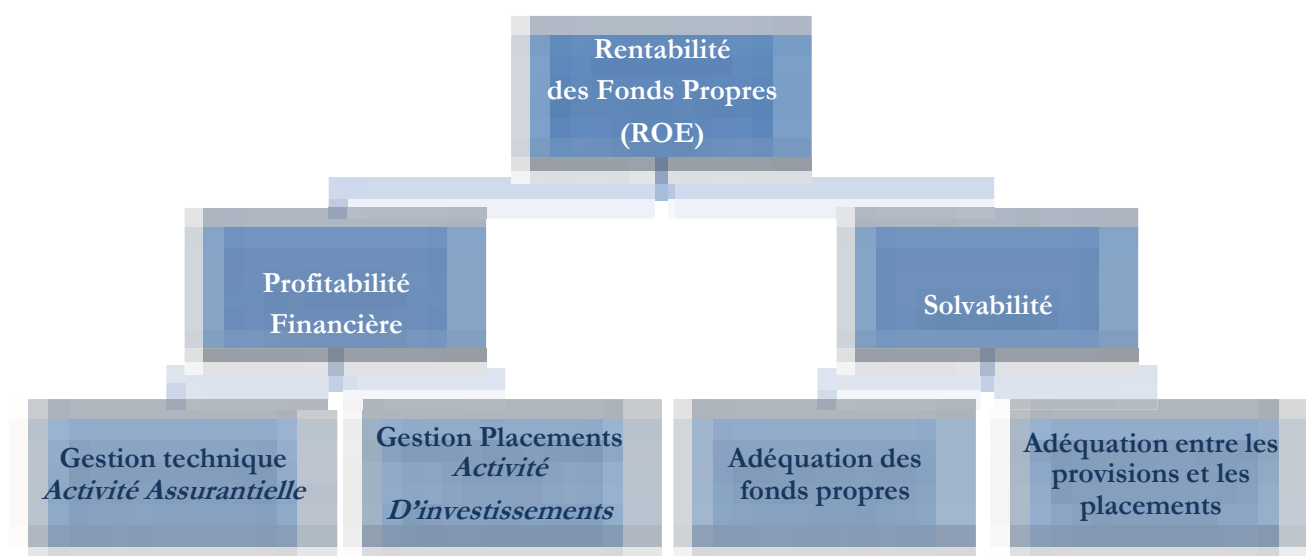
#### **IV- ANALYSE FINANCIERE**

La raison d'être d'une compagnie de réassurance est l'exercice de son activité d'exploitation. Si l'on rapporte le profit tiré de cette activité au capital investi, on obtient un indicateur d'efficacité des capitaux engagés, généralement qualifié de rentabilité économique. La rentabilité économique est donc un indicateur synthétique qui exprime l'efficacité du processus d'exploitation. Il est nécessaire de la raccorder à d'autres indicateurs de mesure et de suivi des résultats, et notamment, à la marge technique, au rendement des placements et à la solvabilité de la compagnie.

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.

Si cette analyse peut être réalisée de façon plus ou moins aisée dans les secteurs classiques des sociétés industrielles et commerciales ; il n'en est pas de même pour le secteur de la réassurance. En effet, le domaine de la réassurance est caractérisé par des spécificités telles que l'inversion et la longueur du cycle de production, l'importance du volume des transactions traitées, la rétrocession ainsi que l'importance de l'adéquation entre les provisions techniques et les placements. Ces spécificités ont des implications importantes notamment en ce qui concerne la situation financière et son évolution, la formation des résultats et la solvabilité à long terme d'une compagnie de réassurance.

L'approche d'analyse financière proposée 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.



#### IV-1 Evolution de la rentabilité

L'ensemble des activités de Tunis Re a dégagé un résultat bénéficiaire de 5,054MDT en 2008 contre 4,55MDT en 2007 soit une évolution de 11%. La compagnie a jouie d'une croissance stable et solide de ses résultats avec une croissance annuelle moyenne sur la période 2005-2008 de 22,6%. La rentabilité financière ou la rentabilité des fonds propres (ROE) s'est nettement améliorée au cours de la période passant de 6,66% en 2005 à 10,05% en 2008.

Le résultat avant impôt s'élève à 6,102 MDT contre 5,232MDT soit une évolution remarquable de 16,63%. A taux annuel moyen, il progresse de 26% tiré par l'amélioration du ratio combiné (en baisse de 18 points de base) et par l'augmentation du revenu financier net.

En mDT	2005	2006	2007	2008	Evolution 07/08
Résultat avant impôt	2 999	4 840	5 232	6 102	16,63%
Résultat net	2 738	4 109	4 557	5 054	10,89%
<b>Rentabilité financière (ROE)<sup>(1)</sup></b>	<b>6,66%</b>	<b>9,30%</b>	<b>9,49%</b>	<b>10,05%</b>	<b>5,90%</b>

<sup>(1)</sup> Le calcul de la rentabilité financière est fait sur la base de fonds propres moyens

**Composition du résultat net :** Les bénéfices de Tunis Re se composent essentiellement d'une marge technique issue de l'activité de base de la compagnie ainsi que les produits réalisés sur les placements. Durant l'année 2008, le résultat financier constitue 100% de ce dernier. Le solde technique intervient à hauteur de 23,60% dans la rentabilité de Tunis Re en amélioration par rapport à 2007 (17%).

En (%)	2005	2006	2007	2008
Résultat technique	6,12%	25,59%	17,09%	23,60%
Solde gestion financière	125,29%	106,17%	96,03%	99,97%
Solde gestion non technique	21,86%	13,98%	-1,68%	2,83%
Résultat des activités ordinaires	109,56%	117,78%	114,80%	120,74%
Impôts sur le résultat	10,29%	17,31%	14,80%	20,74%
Résultat net de l'exercice	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

L'expression des rubriques du compte de résultat en pourcentage du résultat net de l'exercice montre une position doublement bénéficiaire. Le solde de la gestion financière constitue la part prépondérante du résultat net de la compagnie. Cependant, le solde de l'activité assurantielle a pris de l'ampleur sur la période 2005-2008. En effet, le solde technique intervient à hauteur de 23,60% dans la constitution des bénéfices de Tunis Re en 2008 comparativement à une faible contribution de 6,12% en 2005.

#### IV-1-1 Gestion technique

Tunis Re a poursuivi une politique de souscription prudente et sélective tendant à améliorer sa rentabilité technique au cours de la période 2005-2008. Cette partie du rapport présente les résultats techniques de la compagnie et examine l'impact des couvertures de rétrocession sur les primes acquises et le résultat technique.

En mDT	2005	2006	2007	2008	Evolution 08/07
Marge opérationnelle <sup>(1)</sup>	7 181	8 830	8 116	11 528	42,04%
Frais d'exploitation	7 014	7 778	7 338	10 336	40,86%
Ratio combiné net	99,15%	94,79%	95,60%	95,43%	-0,18%
Résultat technique net	167	1 051	778	1 192	53,15%
<b>Marge technique <sup>(2)</sup></b>	<b>0,85%</b>	<b>5,21%</b>	<b>4,40%</b>	<b>4,57%</b>	<b>-</b>

(1) Primes acquises-charges sinistres

(2) Résultat technique/ Primes acquises

Dans l'ensemble le gain technique de Tunis Re a marqué durant la période 2005-2008 une évolution suivant une croissance annuelle moyenne de 92%. Les souscriptions de la société ont clôturé l'année 2008 par un bénéfice technique de 1,192 MDT contre 0,778 MDT une année auparavant, soit une croissance de



53%. Cette amélioration incombe à la croissance de la marge opérationnelle de 42% contrecarrée par une augmentation des frais d'exploitation de l'ordre de 40%.

Ces frais sont issus :

- Des charges d'acquisition, qui correspondent aux commissions d'acquisition servies aux cédantes.
- Des frais d'administration, qui comprennent la part des frais généraux allouée à l'activité technique.

Le ratio combiné, indicateur clé jugeant la capacité bénéficiaire de l'activité technique ressort à 95,43% en 2008 en amélioration par rapport à 2007. Ce ratio a été maintenu au dessous des 100% par Tunis Re sur la période 2005-2008. La marge technique, définie par le résultat technique rapporté aux primes nettes de rétrocession, gagne quelques points de bases et passe de 4,40% en 2007 à 4,57% en 2008.

#### IV-1-1-1 Revenus de Tunis Re

##### ■ Volume du chiffre d'affaires

En MDT	2005	Struc.	2006	Struc.	2007	Struc.	2008	Struc.	Croissance 08/07
Acceptations conventionnelles	29,558	56,03%	31,387	59,66%	32,347	61,85%	36,392	60,94%	12,51%
Acceptations facultatives	23,195	43,97%	21,22	40,34%	19,953	38,15%	23,321	39,06%	16,88%
Chiffre d'affaires	52,753	100,00%	52,607	100,00%	52,3	100,00%	59,713	100,00%	14,17%

Le chiffre d'affaires global de Tunis Re a affiché une évolution sur la période 2005-2008 avec une croissance moyenne sur la période atteignant les 4,22%. L'année 2008 a été marquée par un niveau remarquable des acceptations de 59,71MDT soit une progression de 14% par rapport à l'année 2007.

Cette évolution résulte essentiellement des augmentations des primes de la plupart des branches tant pour les affaires tunisiennes qu'étrangères.

##### ■ Structure

Le chiffre d'affaires est reparti durant l'année 2008 entre acceptations conventionnelles et acceptations facultatives dans des proportions respectives de 61% et de 39%. Les affaires conventionnelles, ont généré un volume de primes de 36,3MDT contre 32,347MDT en 2007, soit une progression de près de 12,51%. Cette importante évolution incombe aux affaires tunisiennes (+21,47%) et dans une moindre mesure aux acceptations étrangères (+2,52%).

## Acceptations conventionnelles

	2007	2008	Evo1 07/08
Tunisie	17 040	20 699	21,47%
Etranger	15 308	15 693	2,52%

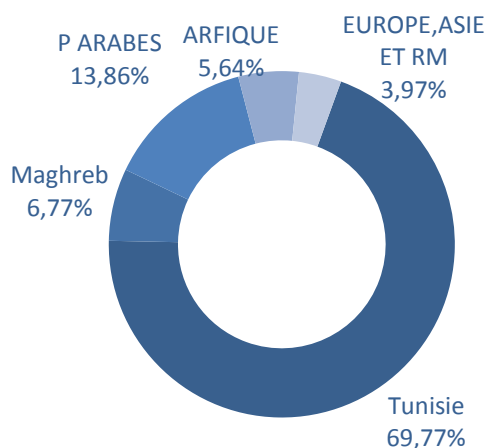
La catégorie facultative se porte très bien, et affiche une hausse de 16,88% portant la part de ces contrats à 39% du total des acceptations en 2008. Le chiffre d'affaires réalisé par Tunis Re au titre des affaires facultatives s'élève à 23,321MDT en 2008 contre 19,953MDT l'exercice précédent. Une progression qui provient d'un accroissement de 13,86% des affaires facultatives tunisiennes et d'un développement remarquable de 52,96% des affaires étrangères.

## Acceptations facultatives

	2007	2008	Evolution 07/08
<b>Tunisie</b>	18 411	20 963	13,86%
<b>Etranger</b>	1 541	2 358	52,96%

■ Ventilation du chiffre d'affaires par région

Le graphique ci-dessous présente la répartition géographique des primes émises par Tunis Re durant l'année 2008 :



Les acceptations en provenance de la Tunisie représentent près de 70 % du total des primes. Le réassureur a tenu à garder cette prépondérance du marché tunisien issue d'un effort commercial mené afin de promouvoir la part de marché dans cette zone. Les acceptations facultatives de la Tunisie représentant 90% du total des affaires facultatives, ce qui a fortement influencé la répartition du chiffre d'affaires. En effet, les affaires Pool aviation et maritimes sont classées en facultatives. Pour les acceptations conventionnelles, la répartition par zone est plus équilibrée où les affaires provenant de la Tunisie constituent 57% du portefeuille contre 43% pour l'étranger.

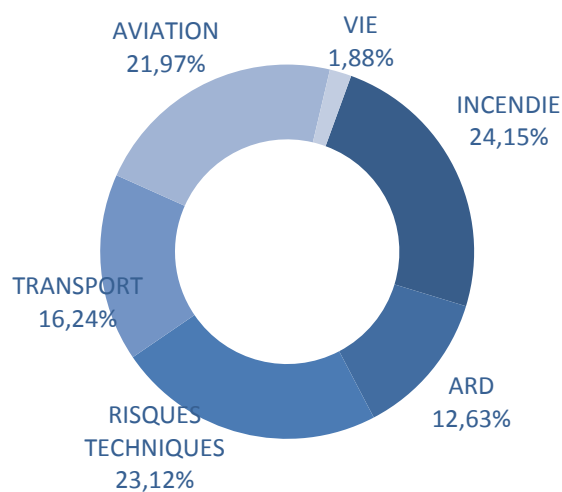
## Répartition par région sur la période 2005-2008

	2005	2006	2007	2008	Evol 2007/2008
Tunisie	36,18	34,791	35,451	41,662	17,52%
Maghreb	2,821	2,697	2,873	4,04	40,62%
Pays arabes	7,512	6,601	6,81	8,276	21,53%
Afrique	3,777	4,139	3,51	3,366	-4,10%
Europe, Asie et Reste du monde (RM)	2,463	4,379	3,657	2,37	-35,19%
<b>TOTAL</b>	<b>52,753</b>	<b>52,607</b>	<b>52,3</b>	<b>59,713</b>	<b>14,17%</b>

Au niveau du chiffre d'affaires de l'étranger, les pays arabes détiennent la part la plus importante avec plus de 13% du total des acceptations de Tunis Re. Le Maghreb, avec une augmentation de 40% des primes voit sa part dans les revenus augmenter à 6,77% en 2008.

Tunis Re a choisi de rééquilibrer les souscriptions au profit des affaires les plus rentables. Ainsi, on peut constater une diminution de 35% des primes émises provenant de la zone Europe et Asie.

■ Ventilation du chiffre d'affaires par branches



Au cours de l'exercice 2008, les branches Incendie et Risques techniques ont continué de dominer la production totale de la compagnie à laquelle elles ont contribué à hauteur de 28,23 MDT, soit 47,28% du total. Elles sont suivies par les branches aviation et transport dont les parts respectives sont de 21,97% et 16,24%. La branche Accidents Risques Divers détient une part de la production de 7,539 MDT (12,63% du chiffre d'affaires total). L'assurance vie demeure une branche sous développée (1,88%) pour Tunis Re puisque même au niveau des cédantes la part des émissions en vie reste limitée.

## Evolution du chiffre d'affaires par branches

	2005	2006	2007	2008	Evolution 07/08
INCENDIE	12,72	14,17	13,48	14,42	6,93%
ACCIDENTS RISQUES DIVERS	8,18	8,55	7,03	7,53	7,24%
RISQUES TECHNIQUES	5,73	6,37	10,67	13,80	29,40%
TRANSPORT	8,60	8,61	8,75	9,70	10,79%
AVIATION	16,80	14,23	11,34	13,11	15,65%
VIE	0,70	0,65	1,01	1,12	11,06%
<b>TOTAL</b>	<b>52,75</b>	<b>52,60</b>	<b>52,30</b>	<b>59,71</b>	<b>14,17%</b>

En outre, la hausse du chiffre d'affaires est constatée au niveau de toutes les branches. Ce sont notamment, les branches « risques techniques », « Incendie » et « aviation » qui sont à l'origine de l'évolution du chiffre d'affaires entre 2007 et 2008 avec des hausses respectives de 29,40%, 6,93% et 15,6%. Le chiffre d'affaires aviation puise sa légitimité dans le fait que Tunis Re est gestionnaire du pool d'assurance aviation englobant l'ensemble des lignes aériennes tunisiennes.

#### IV-1-1-2 La rétention du chiffre d'affaires

La rétention représente le pourcentage du chiffre d'affaires qui est conservé par le réassureur. Il en découle un risque de sinistre qui correspond au danger que court Tunis Re d'être exposée à un nombre ou à un montant important de grands sinistres. La mesure essentielle pour faire face à ce risque est le contrôle du programme de rétrocession. Dans certains pays, il est complété par des mesures réglementaires précises limitant la rétention des compagnies d'assurance (Source : OCDE « Organisation de Coopération et de Développement Economique »).

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 suivant étroitement les politiques de souscriptions des cédantes mais aussi du plein d'acceptations qu'elle détient. Cherchant à optimiser son programme de rétrocession, Tunis Re a entamé un passage partiel, durant l'année 2008, à un programme non proportionnel de rétrocession.

La rétrocession non proportionnelle est un instrument d'atténuation des risques très flexible permettant le transfert d'une partie spécifique des risques de Tunis Re à ses rétrocessionnaires en fonction des limites déterminées par le plein de rétention de la compagnie. En raison de sa flexibilité, la mise en place de la rétrocession non proportionnelle est par nature plus complexe que celle de la rétrocession proportionnelle.

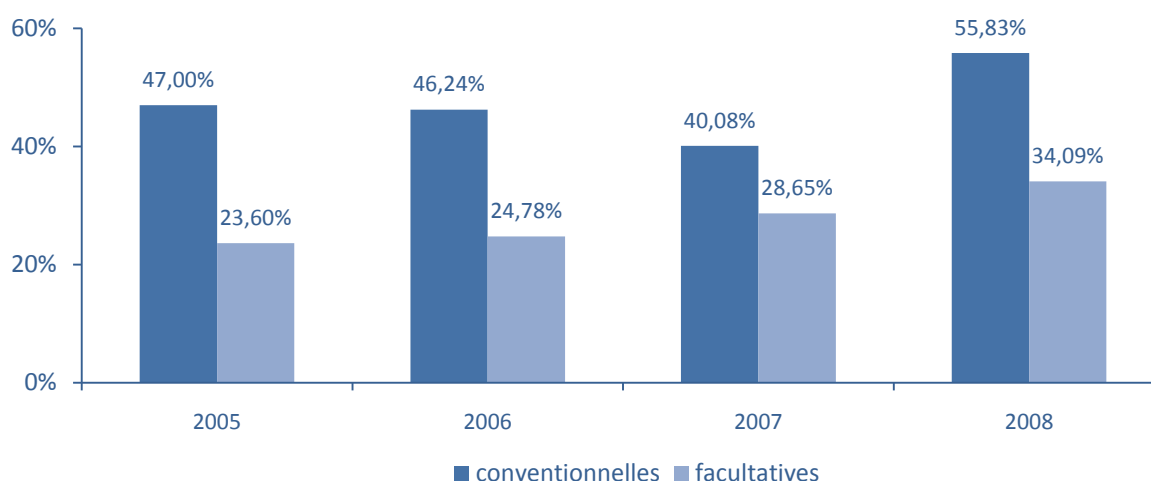
La politique de souscription de Tunis Re étant basée sur un engagement en hausse des conventionnelles, le nouveau plan de rétrocession, et l'achat des couvertures adéquates expliquent l'évolution de la rétention des primes présentée comme suit :

	2005	2006	2007	2008
Rétention en Montant (en mDT)	19 365	19 769	18 681	28 268
Taux de rétention	36,71%	37,58%	35,72%	47,34%
Rétrocession en Montant(en mDT)	33 388	32 837	33 619	31 445
Taux de rétrocession	63,29%	62,42%	64,28%	52,66%
Les commissions reçues (en mDT)	5 909	6 164	6 866	5 425

Globalement, les primes retenues pour propre compte, au titre de l'exercice en cours se sont élevées à un montant de 28,268 MDT en 2008 contre 18,681MDT en 2007, soit un taux de progression de 51,32% contre -5,50% une année auparavant. Le taux de rétention a ainsi affiché une nette croissance passant de 35,72% en 2007 à 47,34% durant 2008.

Les primes rétrocédées s'élèvent à 31,445MDT en 2008 contre 33,619 MDT en 2007, enregistrant une baisse de 6,46%. En conséquence, les commissions reçues des rétrocessionnaires sont en baisse et totalisent 5,425MDT, soit 9,09 % du chiffre d'affaires de 2008 contre 6,866DT soit 13,8 % du chiffre d'affaires de 2007.

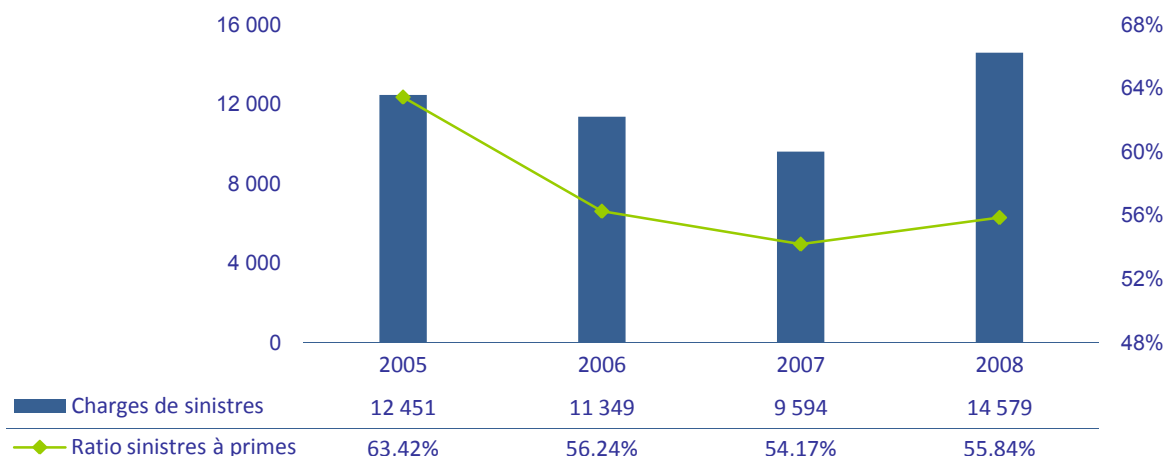
Rétentions par catégories



Les primes conservées au titre des affaires conventionnelles se sont élevées à 20 MDT en 2008, soit un taux de rétention de 55,83%. La conservation des affaires facultatives totalise un montant de 7,9MDT contre 5,9MDT une année auparavant, soit une hausse de 39% et un taux de rétention de 34% en 2008.

#### IV-1-1-3 La charge de sinistres

Les charges de sinistres issues des sinistres réglés et de la variation de la provision pour sinistres à payer se sont inscrites dans une tendance haussière moyenne de 5,4% sur la période 2005-2008, en ligne avec l'évolution du volume des primes nettes. Le graphique ci-dessous indique le montant de cette charge de sinistres retraçant l'évolution de la sinistralité au sein de la compagnie



Durant l'année 2008, une augmentation de la sinistralité s'est faite ressentir où la charge de sinistres a atteint 14,5MDT contre 9,5MDT en 2007 soit une augmentation de l'ordre de 52%. Cet accroissement des charges est la résultante de la survenance de sinistres importants touchant :

- La branche incendie dont le montant à la charge de Tunis Re est de 682mDT ;
- La hausse du niveau des sinistres automobile de l'ordre de 446mDT
- La survenance de sinistres relatifs à la branche transport dont le montant à la charge de Tunis Re est 400 mDT.

#### ■ La sinistralité

Le ratio S/P (charges sinistres par rapport aux primes) est l'indicateur de l'adéquation entre les primes acquises nettes et les charges des sinistres. Ce ratio s'est maintenu à un niveau très raisonnable sur la période 2005-2008.

	2005	2006	2007	2008
S/P conventionnelles	82,00%	69,98%	63,10%	51,42%
S/P facultatives	19,38%	22,73%	24,72%	51,88%

Sur les affaires conventionnelles, Tunis Re réalise une très bonne performance au niveau de la maîtrise du risque et de la charge de sinistres, et présente ainsi un ratio S/P en net recul depuis l'année 2005. Les acceptations facultatives enregistrent une augmentation de la sinistralité durant l'année 2008 où le ratio S/P a atteint les 51% loin de son niveau bas de 2007 (24,72%). Ce phénomène est expliqué par une rétention plus importante de la charge de sinistres due essentiellement au passage du programme proportionnel au non proportionnel, conjugué à la survenance de sinistres exceptionnellement importants en 2008.

#### IV-1-2 Gestion des placements

Les placements de Tunis Re englobent les placements monétaires, les placements financiers, les placements immobiliers et les dépôts en espèces auprès des cédantes en représentation des engagements techniques.

En mDT	2005	2006	2007	2008	Evolution 07/08
Placement immobiliers <sup>(1)</sup>	1 573	1 628	1 579	1 613	2,15%
Placement financiers <sup>(2)</sup>	10 847	12 005	13 286	19 893	49,73%
Placement monétaires <sup>(3)</sup>	53 902	57 044	64 832	62 821	-3,10%
Dépôts auprès des cédantes <sup>(4)</sup>	35 300	38 747	40 681	45 675	12,28%
<b>Total</b>	<b>101 622</b>	<b>109 424</b>	<b>120 378</b>	<b>130 002</b>	<b>7,99%</b>

<sup>(1)</sup> Terrains et construction

<sup>(2)</sup> Emprunts obligataires+ titres de participations+ titres cotées+FCP

<sup>(3)</sup> Comptes à terme+ BTC+ dépôts en devises

<sup>(4)</sup> Dépôts retenus par les cédantes sous forme de garantie

L'année 2008 a été caractérisée par de fortes agitations des marchés financiers internationaux, où Tunis Re a été épargnée dans une large mesure par la crise financière. En effet, le revenu des placements a enregistré une évolution à deux chiffres de l'ordre de près de 15% passant de 5,335 MDT en 2007 à 6,118 MDT en 2008. Cette amélioration est le résultat :

- ✓ D'une amélioration au niveau des revenus des placements financiers à la suite de réalisation de plus value sur cessions de titres cotés portant le revenu des placements financiers de 0,282MDT en 2007 à 0,751MDT en 2008.
- ✓ Et d'une bonne maîtrise au niveau de l'évolution des charges de placements qui se sont élevées à 1,065MDT en 2008 en augmentation de 11 % par rapport à 2007.

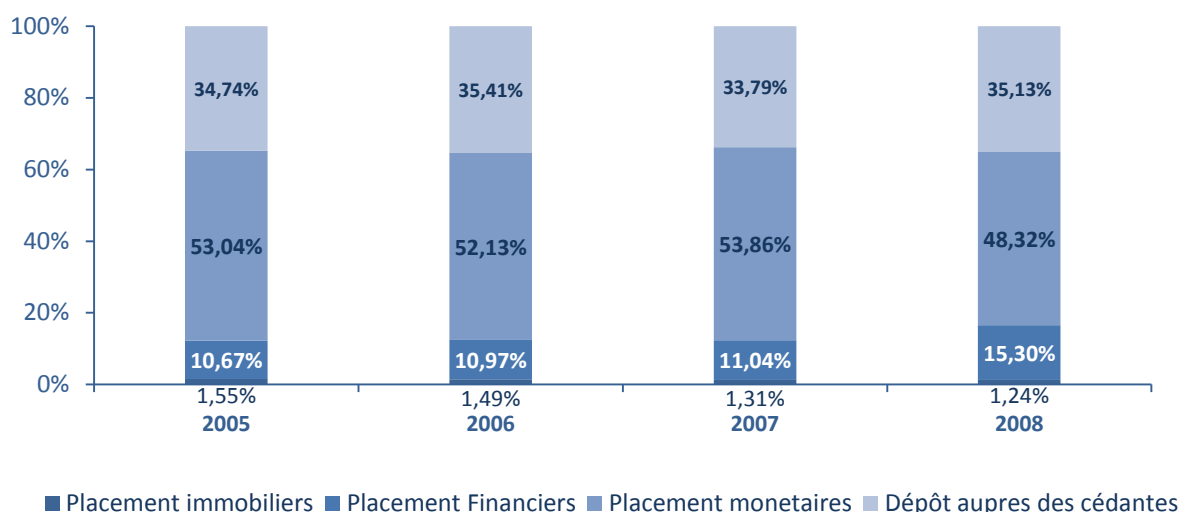
En mDT	2005	2006	2007	2008	Evo108/07
Revenus de placements (+)	4 215	5 095	5 335	6 118	14,67%
Charge de placements (-)	784	732	958	1 065	11,17%
<b>Solde de gestion financière</b>	<b>3 430</b>	<b>4 363</b>	<b>4 377</b>	<b>5 052</b>	<b>15,43%</b>

Le solde de gestion financière dégage en conséquence une évolution de 15,43% pour l'année 2008 et vient ainsi s'ajouter au solde de la gestion technique de Tunis Re.

#### IV-1-2-1 Structure et évolution

Le volume des placements s'élève en 2008 à 130 MDT contre 120,378MDT soit un accroissement de près de 8%. Il est intéressant de souligner qu'au cours de la période 2005-2008, le portefeuille de Tunis Re a fortement reposé sur les placements monétaires à court terme, dans une proportion de 50%, répartie entre les dépôts auprès des banques, les bons du trésor et les placements en devises. Cette catégorie totalise un montant de 62,8 MDT en 2008 contre 64MDT en 2007.

Structure des placements en pourcentages

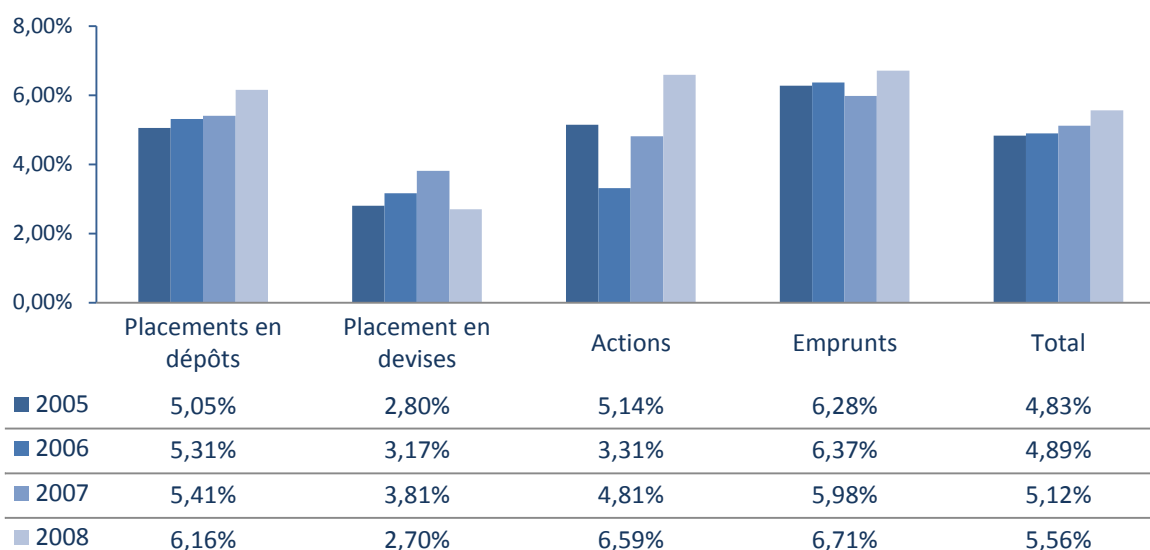


En 2008, les placements financiers constitués d'actions, des participations dans des sociétés non cotées, portefeuille obligataire et SICAR, gagnent du terrain et voient leur part augmentée passant de 13,286MDT en 2007 à 19,893MDT en 2008 s'établissant ainsi à 15,30% du total de l'assiette de placements. Cet accroissement s'explique par une participation pour un montant de 6MDT dans un fond commun de placement et la souscription dans deux emprunts obligataires pour un montant total de 2,5MDT.

Les créances déposées auprès des cédantes étant la propriété de l'entreprise qui accepte la réassurance sont comptabilisées parmi les placements. Ces créances ont constitué près de 35% du portefeuille de la compagnie passant de 40,68 MDT en 2007 à 45,67MDT en 2008.



#### IV-1-2-2 Rendement par placement



Le portefeuille de placement en dépôt a affiché un rendement satisfaisant de 6,16% en hausse par rapport à 2007 (5,41%) malgré les baisses des taux d'intérêt survenues en 2008. Il en est de même du portefeuille d'actions où la part des placements a augmenté à 11,396 MDT contre 5,859MDT une année auparavant pour des rendements respectifs de 6,59% à 6,71%.

L'actif détenu en placement en devises a généré en 2008, 0,460MDT soit une dépréciation de 16% par rapport à la performance de 2007 pour un rendement de 2,70% en 2008. Ces placements sont détenus comme une couverture contre le risque de change auquel fait face Tunis Re dans ses règlements avec ses cédantes et ses rétrocessionnaires principalement étrangers.

#### IV-2 Solvabilité et structure du bilan

Une compagnie de réassurance est considérée comme solvable dès lors qu'elle dispose des ressources nécessaires pour honorer, à toute époque et en toute circonstance ses engagements. Même si la réglementation actuelle ne définit pas clairement les normes de solvabilité des compagnies de réassurance, les réassureurs à l'instar des assureurs sont exposés à des risques susceptibles de mettre en péril leur capacité à tenir leurs engagements. D'emblé, les mesures prudentielles des assureurs s'appliquent sur les réassureurs.

##### Fonds propres

	2005	2006	2007	2008
Fonds propres (mDT)	41 437	46 949	49 143	51 455
FP/Primes nettes de rétrocession	78,55%	89,25%	93,96%	86,17%

Compte tenu de la croissance annuelle moyenne des fonds propres sur la période 2005-2008 (+7,8%), la marge de solvabilité de la compagnie se trouve améliorée et à un niveau très confortable et se situe dans le ratio moyen des réassureurs américains. En effet par constat les réassureurs européens considèrent que la marge de solvabilité économique (emprunts à long terme compris) peut être comprise entre 40 % et 50 % des primes émises nettes. Ce ratio se situe entre 80 % et 100 % pour les réassureurs américains (Source : Scor).

En mDT	2005	2006	2007	2008
Placement	101 622	109 424	120 378	130 002
provisions	114 938	93 226	96 925	104 237
<b>Adéquation placements/provisions</b>	<b>88,41%</b>	<b>117,37%</b>	<b>124,20%</b>	<b>124,72%</b>

En représentation de ses engagements, la compagnie doit avoir un montant suffisant d'actifs sûrs, liquides et rentables. Le ratio d'adéquation des placements de Tunis Re par rapport à ses provisions techniques est supérieur à 100% sur la période 2006-2008 témoignant d'une bonne gestion de l'actif.

#### IV-2-1 Analyse du bilan

Pour chaque contrat d'assurance, les opérations entre assureurs, réassureurs et rétrocessionnaires concernent des primes cédées, les commissions remboursées, des parts dans les provisions pour les primes non acquises et sinistres à payer et enfin une part sur les sinistres payés. Il en résulte pour chaque contrat une série de débits et de crédits.

Il existe des comptes réciproques entre cédante et réassureur qui à son tour détient des comptes avec ses rétrocessionnaires. Il semble utile de présenter les écritures auxquelles donnent lieu ces opérations et qui figurent au bilan de la société. Ces comptes de réassurances sont, dans la pratique, assez complexes et ces opérations de cessions et de rétrocession sont généralement longues à régler.

##### IV-2-1-1 Structure du passif

###### Provisions techniques

Le montant des provisions techniques doit à tout instant être suffisant pour permettre à la compagnie d'honorer, dans la mesure de ce qui est raisonnablement prévisible, les engagements résultant de contrats d'assurance. Les Provisions Techniques constituées par Tunis Re sont de trois catégories:

- ✓ La Provision pour Primes Non Acquises (PPNA) constituant 36% du total provisions: C'est une portion des primes qui, à l'arrêt des comptes, n'est pas acquise et continue à garantir le risque jusqu'à la prochaine échéance.

La Provision pour Sinistres à payer (PSAP) (64%) : représente les montants constitués à chaque arrêté de compte pour honorer les règlements des sinistres survenus et non encore payés. Elle est relative :

- Aux sinistres survenus, déclarés et non payés et pour lesquels un accord de règlement a été donné.
- Aux sinistres survenus, déclarés dont on ne peut pas déterminer les montants avec certitude.
- Aux sinistres tardifs : sinistres survenus mais non déclarés.

- ✓ La Provision Mathématique – Vie (PPMV) (0,01%) : capitalisée pour honorer l'engagement de Tunis Re envers les cédantes.

En mDT	2005		2006		2007		2008	
	Acception	Retro	Acception	Retro	Acception	Retro	Acception	Retro
Provision pour prime non acquises	31 668	23 953	30 413	23 107	32 535	24 257	37 583	27 145
Provision pour sinistres	82 791	47 090	62 76	26 442	64 380	27 782	66 642	26 130
Autres provisions techniques	478	-	47 029	-	8 892	-	12 103	-
Total	114 938	71 043	93 226	49 550	96 925	52 040	104 237	53 275

Tunis Re constitue en totalité les provisions techniques afférentes aux sinistres, aux primes non acquises figurant ainsi au passif du bilan. Cependant en réalité une partie de la prime appartient au rétrocessionnaire (primes non acquises) et qu'éventuellement une partie du sinistre lui incombe (sinistres à payer), en contrepartie de cette provision constituée à 100% figure à l'actif de Tunis Re un compte représentant la part des rétrocessionnaires dans les provisions sur assurances rétrocédées.

Les provisions à la charge des rétrocessionnaires ont atteint à la clôture de l'exercice 2008 un montant de 53,275 MDT contre 52,040 MDT soit une légère évolution de 2,37%. La part des rétrocessionnaires dans les provisions techniques est ainsi ramenée à 51,11% contre 53,69%.

Les provisions techniques, à la base constituées par les cédantes ou à la charge des rétrocessionnaires, sont représentées par des dépôts retenus à la source (dépôts auprès des cédantes ou dépôts reçus des rétrocessionnaires). Ces provisions sont comptabilisées pour les montants communiqués par les cédantes dans la part revenant à Tunis Re. Ces provisions sont répercutées sur les rétrocessionnaires pour leurs parts.

En mDT	2005	2006	2007	2008
Provisions techniques nettes (*)	43 894	43 676	44 885	50 962
Provisions techniques/primes nettes souscrites	2,24	2,16	2,53	1,95

(\*) Provisions techniques total- part des rétrocessionnaires dans les provisions techniques

Les provisions pour sinistres à payer (PSAP) et les provisions pour primes non acquises (PPNA) ont augmenté de 8% pour atteindre les 104 MDT en 2008 contre 96MDT une année auparavant. Le niveau de provisionnement couvre près de deux fois les primes nettes de Tunis Re en baisse par rapport aux années précédentes.

#### IV-2-1-2 Structure de l'actif

La question des créances d'assurances figurant à l'actif du bilan lors de l'examen du risque de crédit se doit d'être étudiée. Le poids des créances est important dans le bilan, et il est donc important d'analyser ces postes.

##### La gestion de créances

En mDT	2005	2006	2007	2008	Evolution 07/08
Créances pour espèces déposées auprès des cédantes	35 299	38 746	40 680	45 674	12,28%
Créances sur les rétrocessionnaires	2 690	1 142	4 375	3 707	-15,26%
Créances sur les cédantes	9 761	13 926	10 738	12 225	13,85%
<b>Total créances d'assurances</b>	<b>47 751</b>	<b>53 816</b>	<b>55 794</b>	<b>61 607</b>	<b>10,42%</b>

Les créances afférant aux opérations d'acceptations et de rétrocession pour Tunis Re totalisent un montant de 61,6 MDT en 2008 contre 55MDT une année auparavant soit une évolution de 10,5%. Les créances sur les cédantes et les rétrocessionnaires remontent à plusieurs exercices et sont munies de provisions pour dépréciations.

En mDT	2005	2006	2007	2008
Total actif ajusté <sup>(1)</sup>	142 179	160 860	170 444	176 273
Créances de réassurances/ total actif ajusté	33,59%	33,46%	32,73%	34,95%
Créances hors dépôt/total actif ajusté	8,76%	9,37%	8,87%	9,04%
Créances de réassurances/ Fond propres moyens	115,24%	114,63%	113,53%	119,73%

<sup>(1)</sup> total actif- part des rétrocessionnaires dans les provisions techniques

Le total actif de Tunis Re a été ajusté par la déduction de la part des rétrocessionnaires dans les provisions techniques, qui figure à l'actif du bilan comme une créance à récupérer. Le total actif de la compagnie s'est accru dans une proportion annuelle moyenne de 7,4% dénotant de l'élargissement du champ d'activité de la compagnie. Les créances de réassurances demeurent à un niveau jugé acceptable soit 9% de l'actif ajusté au titre de l'année 2008, sans compter les montants déposés auprès des cédantes. Ce taux reflète un suivi rigoureux des créances et des dettes liées à l'exploitation.

## IV-2-2 La liquidité

Les facteurs de liquidité de l'actif et du passif sont très importants dans l'analyse de la capacité de règlement de sinistres d'un réassureur.

En mDT	2005	2006	2007	2008
Créances déposées auprès des cédantes	35 299	38 746	40 680	45 674
Dettes pour dépôt reçus des récessionnaires	19 847	23 282	24 959	25 589
<b>Solde</b>	<b>15 451</b>	<b>15 463</b>	<b>15 720</b>	<b>20 084</b>

Les dépôts en espèces auprès des cédantes dont le montant est de 45,6MDT représentent 20% du total des actifs. Ces dépôts sont retenus en comptes courants par les cédantes en représentation des engagements techniques à la charge de Tunis Re. D'autre part, les dépôts retenus sur la récession se chiffrent uniquement à 25,5 MDT (24,9MDT en 2007) soit un net de 20 MDT qui pourrait affecter la liquidité de Tunis Re. Ces deux soldes sont néanmoins indépendants, puisque la politique de souscription peut être différente de la politique de récession suivie.

### Conclusion

Dans un environnement compétitif, Tunis Re a irréfutablement prouvé qu'elle est capable d'augmenter sa base de clientèle, d'améliorer sa rentabilité et de maîtriser ses risques.

La discipline de souscription proactive suivie par Tunis Re, la gestion adéquate de ses placements conjuguées à un niveau de solvabilité fort confortable ont eu pour effet d'améliorer considérablement la rentabilité des fonds propres de Tunis Re, de consolider sa solvabilité et de maximiser éventuellement la richesse économique de ses actionnaires.

## V- ANALYSE SWOT

A l'issue de l'étude d'environnement de Tunis Re et de l'analyse des principaux agrégats de la compagnie, une analyse SWOT permettant de définir les forces et les faiblesses, opportunités et menaces de Tunis Re s'impose.

### FORCES

- Une expertise métier développée depuis environ 30 ans ;
- Développement d'une part de marché importante sans recours à la cession obligatoire sur le marché tunisien ;
- Proximité du marché tunisien ;
- Portefeuille diversifié avec développement d'une base de données sur la sinistralité permettant une bonne appréciation des risques ;
- Une politique de rétention de plus en plus avantageuse ;
- Une rentabilité technique intéressante avec des ratios combinés bien maîtrisés ;
- Un niveau de fonds propres adéquat ;
- Gestion des affaires pool aviation et maritime et R.C.D.

### FAIBLESSES

- Exploitation limitée du potentiel d'internationalisation;
- Programme de rétrocession dépendant d'un marché de rétrocession international très restreint en nombre de réassureurs et de capacité ;
- Un niveau de rating qui constitue un handicap pour l'exploration de certains marchés.

### OPPORTUNITES

- Un potentiel important non exploité : faible taux de pénétration : 2% du PIB ;
- La croissance des volumes des investissements : Implantation des IDE en Tunisie ;
- L'externalisation de l'activité de la société sur le marché régional pour mieux diversifier le portefeuille : L'implantation d'un bureau de représentation dans la zone Afrique Sub Saharienne ;
- Développement de nouveaux créneaux : assurance islamique Takaful et micro assurance,.....
- Développement de l'assistance technique pour faire évoluer l'image de Tunis Re et fidéliser davantage ses partenaires.

### MENACES

- Emergence de méga réassureurs avec des fonds propres et des capacités de souscription importantes résultant des opérations de cessions et d'acquisitions au niveau international ;
- Accroissement de la capacité de souscription des compagnies de réassurance régionales suite au renforcement de leurs fonds propres;
- Le passage obligé par des courtiers pour certains marchés.

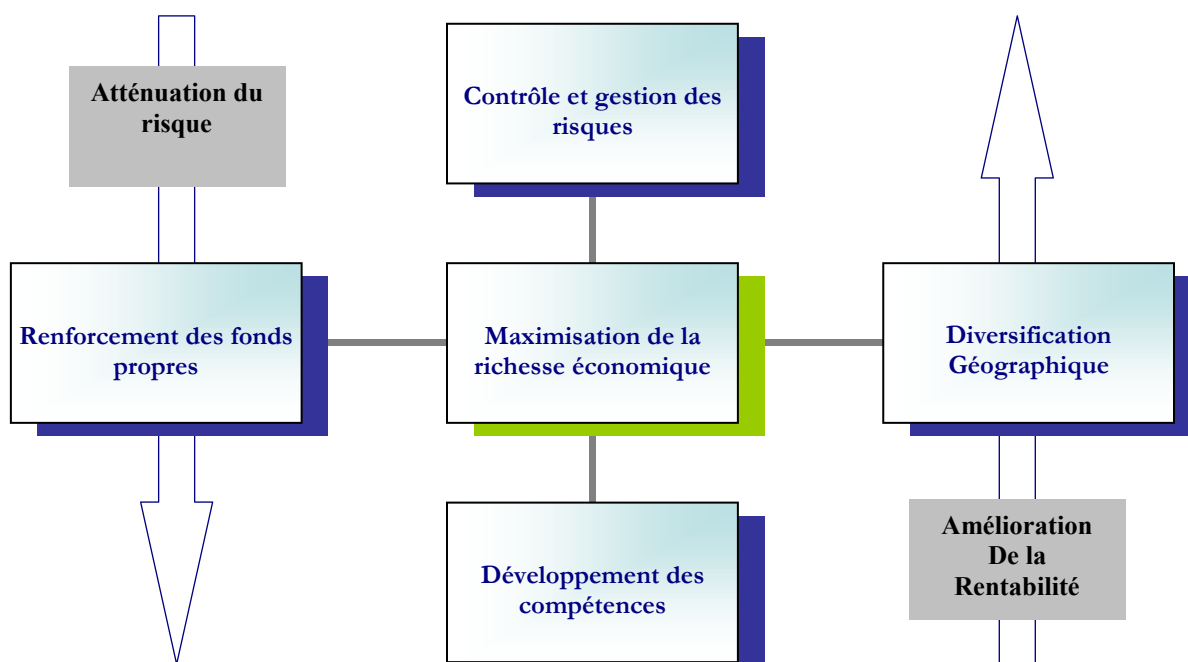
## PERSPECTIVES D'AVENIR

### I- Plan de développement

La compagnie a bâti sa stratégie d'évolution sur trois axes majeurs :

- Pour toute compagnie qui ouvre son capital, la gestion de l'entreprise sera plus orientée vers la maximisation de la richesse des actionnaires qui fait partie des hypothèses de base des orientations futures de Tunis Re. L'adéquation du couple rendement risque sera au cœur des objectifs fixés.
- Les perspectives de croissance de Tunis Re sont favorables en tenant compte du fait que les marchés sur lesquels la société évolue sont dynamiques. La compagnie opère dans un environnement porteur où l'on s'attend à un développement propice de l'activité assurantielle conformément à l'orientation économique du pays.
- La compagnie tient le pari de l'internationalisation et ambitionne d'une part, à se confirmer davantage sur le marché local et s'imposer en tant que réassureur national professionnel leader, et d'autre part, à rayonner sur le plan régional.

Partant de ces grandes lignes de conduites, l'élaboration du Plan d'Affaires 2009-2013 de Tunis Re repose, pour sa part, sur les éléments de cadrage suivants :



### **I-1 Diversification et renforcement de la souscription**

De part son importance dans la dilution du risque, Tunis Re place la diversification au premier plan de ses objectifs. Cette vision bien ciblée de la compagnie peut être traduite par des actions concrètes :

- ✓ Tunis Re compte poursuivre la consolidation de son positionnement sur le marché local partant du potentiel et des opportunités importantes à exploiter au niveau national.
- ✓ Tunis Re compte intensifier sa présence sur les marchés étrangers, étendre sa présence dans les marchés cibles et nouer des relations avec de nouveaux partenaires, notamment dans les régions qui présentent des similitudes aussi bien sur le plan socio-économique que socioculturelles.
- ✓ La compagnie prévoit l'ouverture d'un bureau de représentation en Afrique Subsaharienne. Une fidélisation des partenaires africains grâce à une intensification des actions d'appui et d'assistance technique en matière de d'information formation, et d'aide technique.
- ✓ L'exploitation de nouvelles niches à l'instar de l'assurance islamique Takaful, la micro assurance...

### **I-2 Développement des compétences :**

Tunis Re table sur un renforcement continu des expertises et des connaissances grâce à des efforts de formations, des échanges internationaux de savoir par des programmes de stages à même de développer les compétences et les qualifications.

### **I-3 Consolidation des fonds propres :**

La consolidation des fonds propres de Tunis Re se trouve être une priorité pour la compagnie qui lui permettra d'accéder à une meilleure notation, un facteur déterminant dans le renforcement de sa position en tant que réassureur local et régional. L'activité technique sera aussi améliorée par l'élargissement de la base de souscription et une capacité plus grande de retenir les risques grâce à une assise financière plus forte.

### **I-4 Contrôle et gestion des risques :**

Les objectifs précédemment citées dépendent d'une bonne gestion des risques qui se fera par le biais:

- ✓ D'une politique de souscription rigoureuse, prudente et orientée vers la profitabilité avec une optimisation de tous les processus opératoires de gestion des ressources au sein la compagnie.



- ✓ D'une stratégie de gestion des risques maîtrisés appliquée sur les risques significatifs de l'entreprise d'une manière cohérente avec les objectifs fondamentaux tracés dans le plan d'affaires.
- ✓ D'une amélioration de la rétention de la compagnie, notamment par les retombées du nouveau plan de rétrocession qui se feront ressentir à partir de l'année 2009.
- ✓ D'une optimisation du processus d'évaluation de la sévérité du risque établie sur la base d'une analyse du risque et de la liquidité.
- ✓ De l'amélioration du système de contrôle interne qui doit être en conformité avec les exigences de la loi sur la sécurité financière en Tunisie et les règles prudentielles dans le monde.

## II- PLAN D'AFFAIRES 2009-2013

Conformément aux axes stratégiques de Tunis Re et afin de mettre en œuvre nos méthodes d'évaluation Maxula Bourse a eu accès au plan d'affaires établi par la direction générale de Tunis Re avec laquelle nous nous sommes entretenus afin d'apprécier les perspectives de la compagnie. Le plan d'affaires 2009-2013 a été établi sur la base d'hypothèses par segment sur les agrégats principaux. Les principales hypothèses sont résumées ci-après :

### II-1 Chiffre d'affaires

Le plan table sur une évolution annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 7,82% en intégrant l'effet de l'augmentation de capital pour atteindre un montant de 83,647 MDT à l'issue de 2013. La croissance du chiffre d'affaires en 2009 se situe à 6,92% par rapport à 2008 et se poursuit en 2010 (+7,12%) et en 2011 (+7,84%).

Par région le chiffre d'affaires évolue de la façon suivante :

- Le marché local devrait voir son chiffre d'affaires progresser dans un taux moyen de 7% avec une prépondérance des affaires tunisiennes dans les revenus (68,5% en moyenne).

Marchés	2009 (MDT)	Evolution	2010 (MDT)	Evolution	2011 (MDT)	Evolution	2012 (MDT)	Evolution	2013 (MDT)	Evolution
Tunisie	42,708	3%	45,697	7%	49,309	8%	53,247	8%	57,322	8%
Maghreb	4,716	17%	5,076	8%	5,491	8%	5,867	7%	6,276	7%
Pays arabes	8,580	4%	9,082	6%	9,747	7%	10,577	9%	11,564	9%
Afrique	3,258	-3%	3,905	20%	4,099	5%	4,307	5%	4,527	5%
Europe,Asie	3,323	40%	4,466	4%	3,624	5%	3,786	4%	3,958	5%
<b>Total</b>	<b>62,585</b>	<b>5%</b>	<b>67,226</b>	<b>7%</b>	<b>72,270</b>	<b>8%</b>	<b>77,784</b>	<b>8%</b>	<b>83,647</b>	<b>8%</b>

- Le chiffre d'affaires de la zone Maghreb devrait connaître une évolution moyenne de 9% sur la période 2009-2013, portée par un plan de développement commercial intéressant. De part la proximité, la similitude culturelle, géographique et religieuse, le marché Maghrébin est défini comme un marché cible.
- Le chiffre d'affaires de la zone Afrique progresse dans une moyenne annuelle de 6% sur la durée du plan d'affaires où Tunis Re prévoit l'ouverture d'un bureau de souscription dans cette zone au cours de l'année 2012.
- Les acceptations asiatiques devraient elles aussi progresser fortement (+11%) sur la période incluant des échanges avec des pools régionaux.

## II-2- Résultat technique

Les principaux facteurs d'amélioration du résultat technique sont les suivants :

- Les primes rétrocédées évolueront selon un taux de croissance moyen de 7,24% sur la période 2009-2013 soit une cadence inférieure à celle du chiffre d'affaires, ce qui dénote d'une rétention des primes plus importantes.
- Le ratio S/P brut est estimé en 2009 à 44%, à cause d'une sinistralité exceptionnelle et aboutit à 38% au terme de 2013, marquant un retour progressif à un comportement normal de la sinistralité sur la période 2010-2013 conjugué à une progression intéressante des primes acquises.
- Les charges d'acquisition enregistreront une évolution moyenne de 8,75%, non loin du rythme selon lequel évolue le chiffre d'affaires.

## II-3- L'activité financière

- Les placements vont atteindre 185 MDT en 2013 contre 165 MDT en 2011 et 155 MDT en 2010 soit une évolution moyenne de 7,3%. Une évolution importante de 16% est enregistrée sur les placements 2010 qui sont expliqués par d'un côté l'augmentation du capital social (10 MDT) et de l'autre par l'accroissement des placements immobiliers.

- Tunis Re compte opter pour une politique de diversification de son portefeuille et par conséquent augmenter la part de ses placements financiers qui atteindront une proportion de 34% en 2011 par rapport au total des placements financiers et monétaires, contre seulement 24% en 2008. Cette part continuera à évoluer pour atteindre 40% en 2013.

- Les revenus des placements sont estimés à 8,372 MDT en 2013 contre 5,161 MDT en 2009 suivant une progression moyenne de 6% durant le plan 2009-2013.

#### II-4- Ratio combiné

	2009	2010	2011	2012	2013
Ratio combiné	96%	94%	93%	92%	90%

Le ratio combiné ressort à 96% en 2009 en progression sur la période du business plan pour atteindre 90% en 2013.

#### II-5 Résultat net

Le résultat net est en amélioration sur la durée du plan en évolution moyenne de 17,29%. Au terme du plan, il est attendu que l'ensemble de l'activité de Tunis Re dégagerait un bénéfice de 10,4 MDT. Le résultat attendu de l'exercice 2009 serait de 5,488 MDT. Nous nous sommes par ailleurs fait confirmer que le chiffre d'affaires et le résultat net du premier semestre 2009 étaient en ligne avec le budget prévu.

#### II-6 Investissements

Un investissement important est programmé en 2009, et sera échelonné sur la période 2010-2013. Le projet d'investissement porte sur la construction d'un nouveau siège social. L'enveloppe totale allouée au nouveau siège est de 7 MDT réparti en trois tranches de 1 MDT pour l'exercice 2009, 4 MDT en 2010 et 2 MDT en 2011.

La nouvelle construction s'inscrit dans le cadre de l'amélioration de l'image de marque de la société. Elle sera composée de deux tours, la première désignée comme siège de Tunis Re, la deuxième est prévue pour la location.

#### II-7 Politique de distribution des dividendes

Tunis Re suivra une politique de distribution des dividendes conformément à son historique. Le taux de distribution est fixé durant la durée du business plan à 7,5% du nominal de l'action.

	2009	2010	2011	2012	2013
Distribution (mDT)	2 625	3 375	3 375	3 375	3 375
Taux de distribution (%)	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%

#### Conclusion

Le Business Plan de Tunis Re est jugé réaliste. Les hypothèses et les scénarios financiers établis sont en accord avec les évolutions historiques. Nous estimons qu'il y a une cohérence des informations et des données financières tout au long du plan d'affaires. Les informations incluses sont basées sur des faits, des statistiques, des études qui permettent de tirer des conclusions crédibles.

**Note : Les états financiers sont disponibles en annexe I.**

## EVALUATION DE Tunis Re

L'activité des compagnies d'assurance et de réassurance revêt du cadre des institutions financières. Cependant, elles diffèrent des autres entités opérant sur le marché financier, à savoir les banques, les compagnies de leasing et les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM). D'une part, elles se distinguent des banques et des sociétés de leasing par leur cycle de production inversé et elles diffèrent des OPCVM par la structure de leur capital.

Ces traits particuliers, caractérisant les compagnies d'assurance et de réassurance, affectent sans doute leurs rentabilités, ainsi que leurs valorisations. De ce fait, et avant de se lancer dans l'évaluation de Tunis Re, il y a lieu de s'attarder sur les particularités des compagnies de réassurance.

### I- PARTICULARITES D'EVALUATION D'UNE COMPAGNIE D'ASSURANCE

#### I-1 Réassurance et banque...Un cycle de production inversé

Parmi les principales caractéristiques des compagnies d'assurance et de réassurance, on remarque l'inversion de leur cycle de production. En effet, le principe de base des sociétés de l'assurance et la réassurance est qu'elles perçoivent les primes de la part des assurés (cédantes), avant de payer les prestations. A l'inverse, l'activité de base des banques consiste à accorder des crédits. On dit alors que l'assurance et la réassurance reçoivent avant de donner, alors que la banque donne d'abord avant de recevoir. Cette lourde responsabilité pousse les compagnies de réassurance à estimer, d'une manière assez délicate et précise, la charge de sinistres qu'elles doivent régler ultérieurement, afin d'établir le montant des primes et des commissions d'une façon optimale. Après avoir collectée les primes auprès des cédantes, la compagnie constitue au passif de son bilan des provisions techniques nécessaires pour le paiement des sinistres futurs, et en plaçant le montant de ces provisions sur les marchés financiers et monétaires. Ainsi, la société doit placer de manière optimale ses actifs tout en veillant sur la solvabilité à court, moyen et long terme. On peut alors dire que la réassurance vend une prestation dont elle connaîtra le coût plus tard, soit au moment de régler un sinistre, contrairement aux autres entreprises qui connaissent les coûts de leurs services avant de les vendre.

#### I-2 Réassurance et OPCVM

Le passif d'une compagnie d'assurance ou de réassurance diffère de celui d'un OPCVM de part sa nature désendettée. Dans ce contexte, et lorsque les actionnaires veulent récupérer leurs investissements, le gérant de l'OPCVM est contraint de les rembourser, en puisant d'abord dans la trésorerie. En cas d'insuffisance, il se trouve obligé de vendre les titres de placement. Le souscripteur d'une part d'OPCVM est donc exposé au risque sur la valeur de sa part, ce qui n'est pas le cas d'un client d'une banque, qui à tout

moment peut récupérer la valeur de ses dépôts bancaires, ni le cas de l'assuré (la cédante) qui reçoit les prestations ou les indemnités prévues dans son contrat suite à la survenance d'un sinistre.

En conclusion, on peut dire que les compagnies d'assurances et de réassurances sont des intermédiaires financiers à traits particuliers. Ces attributs devraient en effet être pris en considération lors de l'évaluation financière de ce type de sociétés.

## II- CADRE THEORIQUE DE L'EVALUATION

Valoriser une société c'est calculer sa valeur financière en tenant compte des données comptables passées et du potentiel de développement de la société. La valorisation doit permettre d'évaluer financièrement la somme que devrait verser une personne physique ou morale pour acquérir 100% du capital de la société. C'est après, une fois réalisée la valorisation de 100 % du capital, que l'on ajustera le prix en fonction de l'objectif et des modalités.

Dans sa décision, l'investisseur est censé comparer la valeur actuelle des revenus attendus avec le capital à investir pour s'assurer que l'investissement envisagé correspond au taux de rentabilité requis. L'investisseur n'engagera son capital que si l'opération lui laisse espérer une rentabilité au moins égale au coût du capital. Dans la décision d'investissement, trois variables sont donc en jeu : 1) le prix de l'actif investi ; 2) le taux de rentabilité exigible (coût du capital) ; 3) les revenus futurs. Les revenus attendus de l'investissement peuvent prendre deux formes: soit des flux périodiques, soit la réalisation d'une valeur future de cession de l'actif.

L'ensemble des modèles financiers d'évaluation d'entreprise peuvent se regrouper en trois approches: l'approche patrimoniale, l'approche mixte et l'approche de rentabilité. Chaque approche est plus ou moins influente sur la valorisation finale en fonction du secteur et de la taille de la société. Une autre méthode plus adaptée au modèle assurantiel est utilisée, celle des sommes des parties.

### II-1 L'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale tient compte des situations actives et passives de l'entreprise corrigées des écarts latents et des risques potentiels. Le calcul de l'actif net réévalué est l'une des méthodes employées dans la valorisation patrimoniale. Pour cette méthode, chaque actif de la société est réévalué : immobilisations, actifs financiers et autres actifs. La valeur d'actif qui en résulte est alors nette en déduisant la valeur de l'ensemble des passifs existants et potentiels. Cela donne une indication de la valeur des fonds propres réévalués de la société.

## II-2 L'approche mixte

L'approche mixte combine valeur comptable et valeur de marché. Plus précisément, la valeur de marché (V) est calculée comme la somme de la valeur comptable de l'actif économique (AE) et d'une survaleur (SV) :

$$V = AE + SV$$

### ✓ Le Goodwill

La rente du "Goodwill" vient alors s'ajouter à l'actif net corrigé pour déterminer la valeur de l'entreprise et se calcule sur la base du résultat obtenu de la différence entre les bénéfices futurs attendus de l'entreprise et les bénéfices qui devraient normalement être réalisés (soit calculés sur la base du taux d'intérêt du marché, soit calculés par rapport à la rentabilité d'une entreprise de même type). Le montant obtenu est actualisé sur la base d'un taux d'évaluation se composant du taux d'intérêt du marché, d'une prime de risque de l'investisseur et d'une prime de non-liquidité. Le "Goodwill" se calcule sur plusieurs années en chiffres actualisés.

### ✓ La Market value added

L'approche mixte a également été remise au goût du jour et la survaleur prend le nom de « Market Value Added » (MVA). L'intérêt de leur démarche est de proposer une mesure annuelle de la création de valeur « Economic Value Added »

$$\text{Creation de Valeur}_i = REX_i(1-t) - \text{Taux exigé par les actionnaires} * \text{Capitaux investis}$$

(Avec REX pour résultat d'exploitation)

La création de valeur annuelle est la différence entre le résultat d'exploitation réalisé par l'entreprise et le résultat minimum exigé par les bailleurs de fonds.

## II-3 L'approche par la rentabilité

Selon cette approche, la valeur de l'entreprise est égale à ses revenus financiers futurs actualisés. Ces derniers peuvent être appréhendés en montant net, soit des cash-flows discrétionnaires définis comme le montant des liquidités qui pourraient être distribuées à titre de dividende sans altérer la rentabilité future ou l'exploitation de la société en question. La méthode DFCF (Discounted Free Cash-Flow) s'est imposée ces dernières années comme la référence en matière d'évaluation des entreprises.

## II-4 L'approche Somme Des Parties

Le management de la valeur dans une entreprise d'assurances et de réassurances se limitait bien souvent à la gestion du bilan et du compte de résultat de l'entreprise. Cette tendance s'explique par le fait que la valorisation de l'entreprise était exprimée sous forme de « *Price Earning Ratio* ». Cette approche se base sur une vision qui mélange présent et passé, ignorant la rentabilité future de l'entreprise.

C'est pour pallier à cette insuffisance que l'approche des Sommes des Parties peut être introduite. Ce modèle permet de prendre mieux en compte le risque propre de chaque activité (activité assurantielle et activité de placement ou investissement).

Cette méthode fait dériver le coût de capital d'une moyenne pondérée du coût de capital de diverses activités du réassureur. Le coût de capital des réassureurs doit refléter l'exposition à deux types de risques à savoir les risques liés à la réassurance et ceux du marché financier. L'utilisation de cette approche a nécessité la détermination des variables suivantes :

### ■ Le bénéfice économique

Le bénéfice économique repose sur l'analyse de la création de valeur au cours d'une période donnée, équivalent au bénéfice dégagé au-delà du coût du capital investi.

### ■ Le Capital investi

Des études sur le montant de capital nécessaire ont été réalisées par la « National Association of Insurance Commissioners » (NAIC) exposant notamment le concept Risk Based Capital. Cette approche, qui est utilisée aux Etats Unis repose sur l'estimation du capital nécessaire en fonction du risque supporté par chaque activité. Ce modèle complexe d'estimation des risques individuels et des corrélations respectives, est très difficile à appliquer par les agents externes à l'entreprise. Nous avons choisi de retenir l'approche européenne qui consiste à allouer le capital nécessaire pour l'activité assurantielle en fonction d'un ratio de solvabilité fixé par rapport aux primes.

### ■ Le coût du capital

Deux méthodes du coût du capital sont généralement appliquées aux sociétés d'assurance et de réassurance : Le Capital Asset Pricing Model (CAPM) et le Market Consistent Pricing Model (MCPM).

L'approche MCPM qui consiste à identifier les moteurs de création de valeur en séparant le coût du capital des activités de réassurance de celui des activités d'investissement, est la méthodologie qui s'adapte le mieux à la valorisation « Sum Of The Parts ».

## IV- METHODES RETENUES POUR L'EVALUATION DE Tunis Re

L'évaluation de la compagnie Tunis Re sera réalisée selon les trois approches suivantes, jugées les plus appropriées, et sur la base d'un prévisionnel de cinq ans couvrant la période 2009-2013. Du fait que le business plan prend en compte l'augmentation de capital et les effets qu'elle va engendrer sur l'activité, le nombre d'actions pris en considération pour le calcul du prix est de 9 000 000 actions de 5 dinars chacune.

- La méthode de l'Actif Net Réévalué
- La méthode d'actualisation des Free Cash Flows
- La méthode de la Somme Des Parties (appliquée au secteur des assurances et de la réassurance)

Les méthodes d'évaluation dont le choix est dûment motivé, sont décrites de manière précise dans ce qui suit.

### IV-1 L'estimation de l'Actif Net Réévalué

L'évaluation fondée sur l'Actif Net Réévalué, a été retenue pour la simple raison qu'une compagnie de réassurances s'apparente le plus à un OPCVM avec un effet de levier. Les actifs à réévaluer étant principalement constitués par des placements financiers, la valeur marchande de ces placements est un excellent indicateur de leurs valeurs intrinsèques. Ceci est confirmé par la valorisation boursière des sociétés de réassurances dans le monde qui gravitent autour de la valeur de leurs fonds propres.

La médiane des «Price To Book» des réassureurs dans le monde est de 0,99x selon «AON BENEFIELD» (leader sur le marché français du courtage de réassurance).

	2004-2008	2008
Maximum	1,51x	1,13x
<b>Médiane</b>	<b>1,26x</b>	<b>0,99x</b>
Minimum	0,83x	0,83x

Source : Reinsurance Market Outlook 2009

L'Actif Net Réévalué consiste à passer en revue les différents postes d'actif et de passif du bilan de la société et à comparer leur valeur de marché avec leur valeur comptable, en vue de quantifier les plus- ou moins-values latentes par rapport à la valeur des fonds propres du bilan. Pour une société à portefeuille, la réévaluation porte essentiellement sur les actifs financiers et les propriétés immobilières détenues. Certains postes du passif peuvent être revus pour une éventuelle correction (résultat, distribution de dividende, impôts différés...).

**Actif Net Réévalué (ANR) = Fonds propres + Plus values latentes nettes appartenant aux actionnaires**

*Les chiffres relatifs à l'évaluation sont arrêtés à la date du 30/09/2009.*



#### IV-1-1 Les placements immobiliers

La compagnie a procédé à une valorisation de ses actifs immobiliers établis par des experts indépendants d'évaluation de l'immobilier. La réévaluation a porté sur les terrains et constructions à la propriété de Tunis Re : ces postes sont enregistrés au bilan à leurs coûts historiques d'acquisition. L'estimation de la valeur vénale des biens immobiliers tient compte des prix de marché des biens ayant des caractéristiques d'emplacement similaires. On entend par le prix de marché, le prix auquel les terrains et constructions pourraient être vendus, à la date de l'évaluation, sous contrat privé entre un vendeur consentant et un acheteur non lié. La valeur est ainsi déterminée par une évaluation séparée de chaque terrain et de chaque construction.

En DT	Superficie	Prix/m <sup>2</sup> (DT)	Valeur de marché	Valeur comptable	Ecart
Terrain Montplaisir II	1990m <sup>2</sup>	2 000	3 980 000	-	-
Terrain Avenue Mohamed V, Montplaisir I	412m <sup>2</sup>	1 500	618 000	-	-
Construction	1960m <sup>2</sup>	400	784 000	-	-
<b>Total</b>			<b>5 382 000</b>	<b>1 215 065</b>	<b>4 166 935</b>

La valeur d'expertise du patrimoine immobilier de la société est estimée à 5,382MDT, où le bilan ne fait apparaître qu'une valeur nette de 1,215MDT soit des plus-values potentielles de 4,166 MDT.

#### IV-1-2 Les actifs financiers

Les actifs financiers à réévaluer se répartissent entre participations minoritaires dans des sociétés non cotées et un portefeuille de placements cotés.

##### ✓ Les participations

**Participations via SICAR Invest** : La compagnie détient des participations via SICAR Invest pour un montant total de 723 mDT. Ces participations sont provisionnées à hauteur de 316 mDT, figurant à l'actif de la compagnie. Le reliquat est garanti par le Fonds National de Garantie. Par ailleurs, aucun retraitement n'est nécessaire sur ce poste.

En DT	Investissement	Provisions	Valeur actuelle
STAR PAPIER	150 000	48 334	101 666
AGRO FRESH	285 000	95 000	190 000
MINERALE DES EAUX	288 000	172 910	115 090
<b>Total</b>	<b>723 000</b>	<b>316 244</b>	<b>406 756</b>

**Valeurs étrangères :** Les valeurs étrangères constituées d’Africa Re et Arab Re deux réassureurs régionaux, ont été réévaluées à leurs situations comptables nettes en date du 31/12/2008. La valeur économique s’élève à 5,623MDT pour un investissement initial de 1,399MDT, soit une plus value latente importante de 4,224MDT.

En DT	Investissement	Valeur actuelle	Plus value
Valeurs étrangères	1 399 198	5 623 642	4 224 443

Africa Re, premier réassureur africain dont le siège est à la République Fédérale du Nigeria. Le réassureur couvre les pays de l’Afrique de l’Ouest Anglophone, est noté A- par Standard & Poor’s et A- par AM Best pour des fonds propres de 223,72 Millions de Dollar.

Arab Re a été établi en 1972 à Beirut au Liban, dont le capital est reparti entre différents assureurs et réassureurs arabes. La compagnie est noté B+ (Bien) rating by A.M. Best.

#### ✓ Le portefeuille de placements cotés

Afin de prendre en considération la volatilité des cours de bourse des placements et de ne pas figer l’évaluation à une date arbitraire, il est courant de retenir une moyenne des cours de bourse sur une certaine période. Pour l’évaluation des placements cotés de Tunis Re, le cours moyen des séances boursières de la place de Tunis du mois de Septembre 2009 est retenu.

En DT	Investissement	Valeur actuelle	Plus value latente
BTE	505 436	741 295	235 859
TUNISAIR	538 496	586 920	48 423
MONOPRIX	52 578	299 233	246 655
UBCI	47 206	79 425	32 220
Amen Bank	113 948	264 113	150 165
BNA	108 906	148 510	39 604
BNA (Nouvelles souscrites)	50 806	67 507	16 701
BH	178 159	408 515	230 357
SFBT	168 650	181 129	12 479
Les Ciments de Bizerte	1 000 500	867 100	-133 400
<b>Total</b>	<b>2 764 685</b>	<b>3 643 747</b>	<b>879 062</b>

L’ensemble des valeurs du portefeuille est sur une position de plus-value latente qui atteint 879,062 mDT.

Les titres OPVCM représentent 6 MDT en coût historique, et concernent des titres du Fonds Communs de Placement « FCP sécurité ». Sur la base de la valeur liquidative du 30/09/2009, une plus value latente de 617,580 mDT est notifiée.

En DT	Prix de revient	Nbre d'actions	Investissement	Valeur actuelle	Plus value
FCP Sécurité	100	60 000	6 000 000	6 617 580	617 580
<b>Part d'OPCVM total</b>			<b>6 000 000</b>	<b>6 617 580</b>	<b>617 580</b>

#### IV-1-3 Evaluation des créances

L'attention a aussi porté sur l'examen des créances que détient Tunis Re qui totalisent un montant de 21,227MDT au 31/12/2008 ventilées entre créances envers les cessionnaires et les rétrocessionnaires. Ce poste est provisionné à hauteur de 2,067MDT, soit un solde net de 19,189MDT. La provision constituée est jugée suffisante et aucun retraitement n'est établi.

En DT	Montant brut	Provision	Montant net
<b>CREANCES</b>	<b>21 227 010</b>	<b>2 067 054</b>	<b>19 189 956</b>
Créances nées des opérations d'acceptation	13 152 269	927 042	12 225 227
Créances nées des opérations de rétrocession	4 827 843	1 120 268	3 707 575
Autres créances	3 246 898	19 744	3 227 154

#### IV-1-4 Calcul de l'Actif Net Réévalué

L'analyse des différents postes du passif, hormis les distributions liées aux bénéfices de l'année 2008, ne fait pas apparaître d'autres éléments susceptibles de réévaluation ou de retraitement de l'actif net comptable. Les postes à examiner en priorité ont été: les réserves, le résultat, les provisions, les dettes.

Tunis Re étant bien provisionné, les excédents de provisions techniques ne sont pas pris en compte, parce que les provisions techniques sont par définition intégralement destinées aux clients et aux assurés.

Compte tenu de la performance des placements cotées de Tunis Re, de l'appréciation des participations non cotées (Arab Re et Africa Re), ainsi que du travail de revalorisation réalisé sur le patrimoine immobilier de la compagnie, l'écart de réévaluation positif est estimé à 9,907MDT soit 6,439MDT après imposition fiscale.

Cette plus value latente n'est pas taxée au taux effectif (17,18%) mais l'imposition sera au taux normal, soit 35%. En effet, ce taux incorpore un risque d'illiquidité pour Tunis Re qui pourrait se trouver dans l'impossibilité, temporaire ou permanente, de céder les biens immobiliers ou les titres de participations dont elle dispose. Devant l'absence de marché organisé (comme à la Bourse), les transactions se font donc essentiellement de gré à gré. Ce qui génère souvent un délai de dénouement assez long et un coût d'opportunité que supporte en premier lieu le vendeur.

Calcul de l'Actif Net Réévalué (en mDT)	
	2008
<b>Actif net comptable</b>	<b>51 456</b>
Retraitements (1)	9 888
Incidences fiscales (2) (Taux 35%)	3 461
Plus value (1)-(2)	6 427
Dividendes 2008 (-)	2 625
<b>Actif Net Réévalué</b>	<b>55 257</b>
Augmentation de capital	10 000
Valeur de la compagnie	65 257
Nombre d'action	9 000 000
<b>Prix par action (DT)</b>	<b>7,251</b>

L'actif net réévalué (ANR) aboutit à une valeur patrimoniale de Tunis Re de 55,257MDT. Après augmentation de capital, la valeur est portée à 65,257 MDT soit 7,251 DT par action. Il est à signaler que par prudence l'intégration du montant de l'augmentation dans la valeur de la compagnie n'a concerné que le montant nominal de l'opération.

#### IV-2-La méthode d'actualisation des Free Cash Flows (DFCF)

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.

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

$FCF_i$  : 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

##### IV-2-1 Modélisation des Free Cash Flows futurs ( $FCF_i$ )

En règle générale, l'horizon de la planification est fixé à cinq ans, car des prévisions plus lointaines contiennent de fortes incertitudes. La période d'actualisation retenue est de 5 ans, soit une période allant de 2009-2013. Ces flux sont calculés sur la base des prévisions qui figurent dans le business plan de la société de la manière suivante :

- ✓ Dans la mesure où les FCF permettent de valoriser les actifs d'exploitation, ceux-ci sont déterminés à partir du résultat d'exploitation (EBIT) fiscalisé, l'impôt à payer constituant un décaissement. Il se calcule ainsi :

**Résultat d'exploitation (EBIT) + Provisions - impôt normatif sur l'EBIT - variation du besoin en fonds de roulement - dépenses d'investissement**

- ✓ Les provisions pour sinistres à payer qui ont réduit le résultat d'exploitation sans pour autant réduire la trésorerie, doivent être réintégréées.
- ✓ Pour neutraliser les produits encaissables non encore encaissés et les charges décaissables non encore décaissées qui sont pris en compte dans le calcul de l'EBIT, il convient de déduire la variation du Besoin en Fond de Roulement (BFR).
- ✓ Les dépenses d'investissements (CAPEX) désignant les décaissements liés à l'acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles constituent des décaissements qui doivent être déduits pour obtenir le free cash flow. Les investissements programmés en 2009, 2010 et 2011 s'élèvent respectivement à 1,18 MDT et 4,31 MDT et 2,25 MDT. La société est engagée dans un projet d'investissement sur la construction d'un nouveau siège social, qui se déroulera sur la période 2009-2011 dont le coût total est équivalent à 7 MDT réalisable sur trois tranches.

En mDT	2009	2010	2011	2012	2013
Solde Technique (1)	1 283	1 957	2 353	3 085	4 098
Solde Financier (2)	5289	5670	6435	7375	8508
Résultat d'exploitation (1)+(2)	6 572	7 627	8 788	10 460	12 606
Taux de l'impôt	17,17%	17,18%	17,18%	17,18%	17,18%
( - )IMPÔTS	1 129	1 310	1 509	1 797	2 165
( + )Variation de la provision pour sinistres	5561	5384	3286	2824	3449
( - ) Variation du BFR	7 983	-982	-91	2 095	4 381
<b>Cash Flow d'Exploitation</b>	<b>3 022</b>	<b>12 683</b>	<b>10 656</b>	<b>9 392</b>	<b>9 510</b>
( - )Dépenses d'investissements	-1435	-4343	-2429	-326	-178
<b>FCF</b>	<b>1 587</b>	<b>8 340</b>	<b>8 227</b>	<b>9 066</b>	<b>9 332</b>

#### IV-2-2 Le calcul de la valeur terminale

**Valeur terminale** : Estimés 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.

$$V_n = FCF_n (1+g) / (k-g)$$

g : Nous partons de l'hypothèse que le taux de croissance à l'infini de l'activité de Tunis Re va converger vers un taux de croissance de long terme de l'économie. Selon une étude du World Energy Outlook, l'économie mondiale, à long terme, devrait croître à un taux annuel de 3,1%. Rappelons que le taux de croissance à l'infini retenu dans cette méthode ne peut pas être supérieur au taux de croissance à long terme de l'économie mondiale. Nous retiendrons pour nos estimations un taux de croissance à l'infini égal à 1%.

**Extrapolation 2014 et année terminale** : Au-delà de 2013, nous avons réalisé une extrapolation sur une année supplémentaire, de manière à obtenir un flux normatif prenant en compte les éléments suivants :

- La compagnie dégagera à compter de la sixième année un résultat d'exploitation, une variation de la provision pour sinistres et une variation du besoin de fond de roulement (BFR) normalisée calculée sur la base d'une moyenne de ces variables sur les quatre années précédentes à savoir 2010-2013 où le nouveau plan de rétrocession commence à donner ses fruits.
- Les investissements corporels et incorporels à l'infini ont été retenus pour un montant jugé normatif, inférieurs au niveau moyen 2009-2013 qui correspond à un cycle d'investissement élevé. Estimant qu'à l'infini, amortissements et investissements doivent converger, les dépenses sont par conséquent considérées comme des investissements annuels de renouvellement destinés à remplacer le capital usé. Ils seront fixés comme étant égaux aux dotations aux amortissements comptabilisées au niveau des charges de l'exercice 2013.

En mDT	2014 normalisé
Résultat d'exploitation	9 871
Taux de l'impôt	17,17%
Impôts	1 695
Variation de la provision pour sinistres	3 736
Variation du BFR	1 351
Cash Flow d'exploitation	10 561
Dépenses d'investissements	-522
FCF 2013 normalisé	10 039
g (taux de croissance à l'infini)	1%
<b>FCF 2014</b>	<b>10 139</b>

### IV-2-3 Le taux d'actualisation

Etant donné que la structure de la compagnie est dépourvue de dettes financières, le coût des capitaux investis n'est pas dans ce cas le coût moyen pondéré du capital, mais plutôt le coût des fonds propres. Afin d'évaluer l'activité, on actualise les Free Cash Flows au coût des fonds propres déterminé en supposant un endettement nul.

Le taux d'actualisation est approché par le modèle d'évaluation des actifs financiers, le Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il est calculé selon la formule et les hypothèses suivantes :

$$\text{Avec } K_e = R_f + \beta_L \times (R_m - R_f)$$

- ✓  **$R_f$**  : Le taux servi sur les bons de trésor choisi est celui correspondant à la durée du business plan soit le BTA 10 ans échéance 14 Avril 2014 à un taux de 4,49% (source CMF, courbe des taux du 30 /09/2009).

Pour le calcul de la valeur terminale, il a été préférable de la faire correspondre à une duration longue afin de lisser l'effet de la baisse des taux actuelle. Le taux sans risque retenu est celui du BTA 15 ans échéance 9 mai 2022 correspondant à un taux de 5,520% (source CMF, courbe des taux du 30 /09/2009).

- ✓  **$R_m - R_f$**  : La prime de risque du marché des actions est estimée à 7,55%  
 Cette prime de risque du marché mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque. Son niveau moyen est de l'ordre de 3 à 5% dans les pays développés, mais plus élevé dans les pays émergents<sup>4</sup>.
- ✓ **Bêta** : Le coût des fonds propres est une fonction du risque d'un investissement, qui est mesuré par un Bêta. Le risque spécifique de la compagnie devrait être semblable aux autres sociétés qui opèrent dans le même secteur. En l'absence d'échantillon représentatif du secteur de la réassurance local, il est possible de procéder par analogie avec le  $\beta$  mesuré sur des sociétés d'assurances cotées.

	Bêta 2 ans	Bêta 10 mois	Moyenne
STAR	1,03	1,13	1,08

<sup>4</sup> Selon une étude établie par The Leonard N. Stern School of Business (NewYork University) sur la base des « rating » de l'agence de notation Moody's).

En raison d'une faible liquidité du titre ASTREE, seul le bêta de la STAR, a été pris comme référence et constitue une estimation potentielle du bêta de Tunis Re. Le Bêta de Tunis Re est estimé être supérieur à celui de la STAR et fixé à 1,2. En effet, une taille moyenne, une exposition de la compagnie aux cycles sinistres et à un marché régi par les géants de la réassurance sont des facteurs qui justifient cette prime de risque spécifique.

Détermination du coût de capital	2009-2013	Au delà de 2013
R <sub>f</sub>	4,49%	5,52%
Prime de risque	7,55%	7,55%
Bêta	1,2	1,2
Coût de fonds propres	13,55%	14,58%

Le taux d'actualisation tel que déterminé par ces calculs est de 13,55% sur la durée du business plan et de 14,58% au-delà de 2013.

#### IV-2-4 Calcul de la valeur de l'entreprise

En mDT	2009	2010	2011	2012	2013
Free Cash Flows	1 587	8 340	8 227	9 066	9 332
Free Cash Flows actualisés (k= 13,55%)	1 398	6 468	5 619	5 454	4 944
Somme des Cash Flows actualisés					23 882
Cash Flow 2014					10 139
Valeur terminale (k= 14,58%)					74 662
Valeur terminale actualisée (k= 13,55%)					39 551
Valeur de la société					63 434
Nombre d'action					9 000 000
Prix de l'action (DT)					7,048

La somme des cash flows actualisés ressort à 23,882 MDT, ce qui équivaut à une valeur de l'entreprise de 63,434MDT. Sur la base de ces éléments le prix de l'action s'évalue à 7,048DT par action.

#### IV-2-4 L'étude de sensibilité

Chaque méthode fait appel à un certain nombre d'hypothèses propres. La possibilité d'appliquer ces hypothèses au cas concret étudié détermine le degré d'adéquation d'une méthode donnée. Il est intéressant de voir l'influence de la variation de ces variables clés sur les résultats de la valorisation. Le taux d'actualisation, par exemple, exerce souvent une influence majeure sur les résultats des calculs et qui est fortement sensible aux perceptions propres de chaque intervenant. Une étude de sensibilité est alors requise pour mesurer l'impact de variations d'un paramètre clé autour de sa valeur de référence.



La valeur des fonds propres de Tunis Re oscille entre 53,819 MDT et 77,341 MDT soit des valeurs par action respectives de 5,980 DT et 8,593 DT en faisant varier le risque auquel est exposé la compagnie et la croissance perpétuelle des ses revenus. L'ampleur de la fourchette atteste de la sensibilité de la méthode aux hypothèses financières retenues. La valeur terminale représente environ 63 % de la valeur de l'entreprise. Le prix d'offre de 7,048 DT fait donc ressortir une surcote de 7,19% sur la valeur basse et une décote de 19,65% sur la valeur haute de cette fourchette.

<b>Valeur des fonds propres (en DT)</b>					
<b>Croissance perpétuelle des cash flows</b>					
	<b>0%</b>	<b>0,50%</b>	<b>1,00%</b>	<b>1,50%</b>	<b>2,00%</b>
<b>1</b>	68 454	70 411	72 529	74 831	77 341
<b>1,1</b>	64 178	65 877	67 708	69 687	71 834
<b>1,2</b>	60 356	61 840	<b>63 434</b>	65 149	67 001
<b>1,3</b>	56 922	58 226	59 621	61 117	62 725
<b>1,4</b>	53 819	54 971	56 199	57 511	58 917

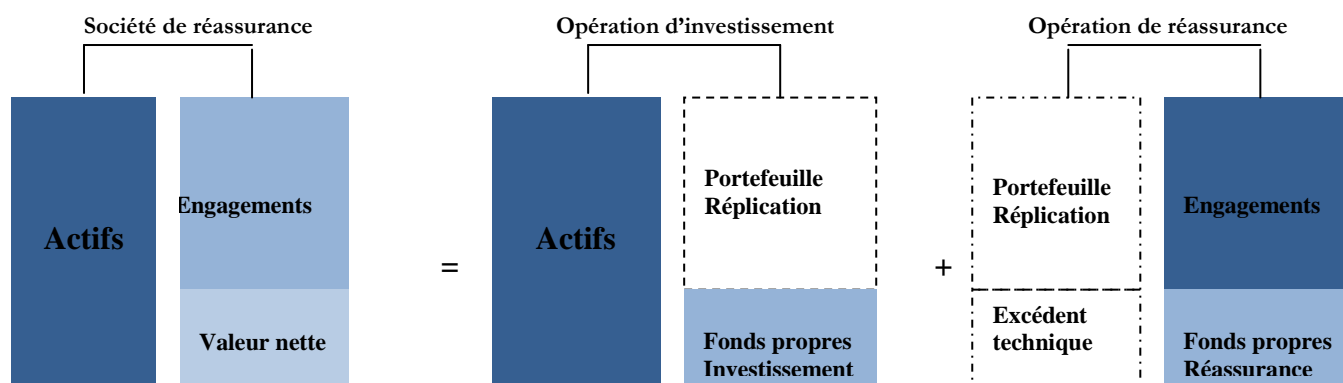
	<b>0%</b>	<b>0,50%</b>	<b>1,00%</b>	<b>1,50%</b>	<b>2,00%</b>
<b>1</b>	7,606	7,823	8,059	8,315	8,593
<b>1,1</b>	7,131	7,320	7,523	7,743	7,982
<b>1,2</b>	6,706	6,871	<b>7,048</b>	7,239	7,445
<b>1,3</b>	6,325	6,470	6,625	6,791	6,969
<b>1,4</b>	5,980	6,108	6,244	6,390	6,546

### IV-3 L'approche Somme Des Parties

Nous avons mis en œuvre une « somme des parties » en valorisant chaque pôle d'activité à savoir l'assurance et l'investissement sur la base de modèle de Market Value Added.

#### IV-3-1 Méthodologie

Cette méthodologie permettra d'allouer des coûts de capitaux différents à chacune des activités permettant de savoir où et comment la valeur est créée au sein de la compagnie. Chacune des sources de risques va être examinée séparément afin d'analyser le coût du capital de Tunis Re. Des portefeuilles de réplcation, équivalents à un benchmark de marché seront utilisés pour déterminer la valeur intrinsèque de chacune des activités.



Le résultat économique de la compagnie va être ventilé entre résultat financier et résultat technique. Ce qui permet d'évaluer séparément les décisions en matière d'investissement et en matière de souscription. Des modèles d'Economic Value Added pour chacune des activités seront utilisés afin de déterminer la Market Value Added de chacune des activités.

$$\text{Valeur intrinsèque des fonds propres} = \text{MVA activité réassurance} + \text{MVA activité placement}$$

#### IV-3-2 Les fonds propres exigés

Le capital exigé est celui qu'un assureur ou réassureur devrait détenir pour absorber des pertes inattendues dues aux risques auxquels il est exposé. Ces fonds propres nécessaires ou exigés sont déterminés par référence aux travaux de Solvabilité I, qui prévoient un capital minimum nécessaire pour le fonctionnement de l'activité d'assurance.

Le secteur de la réassurance est beaucoup moins réglementé que celui de l'assurance. Cependant la directive 2005/68/CE relative à la réassurance fournit un cadre réglementaire harmonisé pour la réassurance dans l'union européenne.

Le texte stipule que dans l'attente de l'application de la directive européenne solvabilité II, les règles applicables aux organismes de réassurance se rapprochent de la réglementation Solvabilité I en vigueur pour les organismes d'assurance directe.

Nous avons opté de transposer ces directives européennes afin de déterminer le capital nécessaire pour l'activité réassurance de Tunis Re. Cependant, nous avons jugé de suivre la réglementation tunisienne relative au chapitre des organismes d'assurance, qui se trouve plus restrictive (Annexe 4: article 58 bis de la loi n° 2002-37 du 1<sup>er</sup> avril). La marge fixe de solvabilité calculée par rapport aux primes a été retenue pour la détermination des fonds propres nécessaires pour l'activité réassurance.

$$\text{Fonds propres Assurantiels} = 20\% \times \text{Primes} \times \text{Taux de rétention}^{(1)}$$

<sup>(1)</sup> Ce taux doit excéder les 50%

Les fonds propres nécessaires pour l'activité Investissement seront par conséquent définis :

**Fonds propres *Investissement* = Fonds propres totaux – Fonds propres alloués à l'activité réassurance**

En mDT	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Primes émises	59 713	62 585	67 226	72 270	77 784	83 647
Ratio de solvabilité en % des primes brutes	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Marge réglementaire brute	11 943	12 517	13 445	14 454	15 557	16 729
Taux de rétention : Primes nettes/ Primes émises	50%	51%	53%	52%	52%	52%
<b>Marge réglementaire nette de récession (Allouée à l'activité assurance)</b>	<b>5 971</b>	<b>6 350</b>	<b>7 163</b>	<b>7 568</b>	<b>8 045</b>	<b>8 661</b>
<b>Capital alloué à l'activité investissement</b>	<b>44 327</b>	<b>46 461</b>	<b>53 787</b>	<b>62 094</b>	<b>66 152</b>	<b>71 572</b>

### IV-3-3 Coût des fonds propres

L'estimation du coût des fonds propres sera dérivée à partir de la méthode du Market Consistent Pricing Model (MCPM). Le coût du capital selon cette méthode est la somme du coût des fonds propres des investissements et de la réassurance. (Swiss Re : Sigma 3, 2005).

$$K_c = k (\text{Investissement}) + k (\text{Réassurance})$$

Avec k : coût des fonds propres par activité

#### ✓ Coût des fonds propres de l'activité investissement

Les actionnaires de Tunis Re fournissent du capital qui est investi pour leur compte dans les actifs financiers. Ces actionnaires ont la possibilité d'investir eux-mêmes ces valeurs dans ces mêmes actifs financiers ou en passant par un fonds de placement recourant à l'effet de levier.

Le rendement qu'ils auraient pu obtenir en investissant dans de tels fonds d'investissement est le coût d'opportunité de leur investissement dans une société d'assurance. La partie investissements du bilan d'une société d'assurance ressemble donc beaucoup à celle d'un fond d'investissement recourant à l'effet de levier qui emprunte par l'intermédiaire des marchés des capitaux et investit les produits dans des actifs financiers négociables sur des marchés liquides. Les risques auxquels est exposé un tel fond d'investissement sont essentiellement des risques de marché financier. Sa performance est normalement mesurée à l'aide d'un benchmark du marché. Ainsi, le coût des fonds propres Investissement est défini par la formule suivant :

$$k (\text{Investissement}) = \text{Rendement exigé de l'activité Investissement (net d'impôts)} * (\text{Placements/Fonds propres Investissements})$$

Le rendement exigé de l'activité Investissement correspond au taux de rendement exigé sur les investissements non risqués plus une prime de risque financier composée qui varie selon les différentes catégories d'actifs risqués. Le tableau ci-après met en lumière les principaux éléments de risque que comporte le coût de l'activité des investissements:

Coût des fonds propres de l'activité investissement	Rendement espéré
Placements sur le marché financier <sup>(1)</sup>	4,23%
Actions	10,13%
Obligations d'entreprises	6,50%
Devises	4,23%
Rendement exigé sur l'investissement <sup>(2)</sup>	5,21%
Rendement exigé sur l'investissement (1-T)	4,32%
Levier des investissements	2,47
<b>k investissement <sup>(3)</sup></b>	<b>10,69%</b>

(1) Taux du marché monétaire

(2) Ce rendement est calculé sur une base pondérée des placements

(3) Levier des investissements = (Placements/Fonds propres Investissements).

Tous les produits de placement comportent une part de risque, qu'il s'agisse d'obligations, d'épargne à terme, de fonds communs ou de titres boursiers.

Les dépôts en devises constituent un actif financier et se doivent d'être rémunérés. L'exigence en rendement se fera conformément à la parité des taux d'intérêt non couverte qui stipule que le rendement anticipé d'un actif domestique et d'un actif étranger doivent être les mêmes par un ajustement par le taux de change. Celui-ci fixe à un niveau tel que la variation anticipée du taux de change soit égale au différentiel de taux d'intérêt.

Le taux de rendement sur les dépôts en devise sera égal au taux du marché monétaire (Courbe des taux du 30/09/2009).

La prime de risque des obligations est le rendement excédentaire généré par les obligations par rapport au taux d'intérêt sans risque. Les obligations d'entreprises présentent des niveaux de risques différents en fonction des caractéristiques de l'émetteur et des conditions de l'obligation en question. Pour les besoins de l'évaluation, nous avons estimé le rendement moyen des obligations à 6,5%, légèrement en dessus du taux moyen de l'encours actuel de Tunis Re (6,03%).

Le coût des fonds propres des opérations d'investissements pour Tunis Re est égal à 10,69%.

#### ✓ Coût des fonds propres de l'activité réassurance

Dans le contexte actuel des faibles rendements financiers, la solidité des résultats techniques est la condition incontournable de la rentabilité globale. Le ratio combiné s'est donc vu accorder un regain d'intérêt comme indicateur essentiel des performances du secteur de la réassurance non-vie. Le coût des

fonds propres de l'activité réassurance est basé sur une estimation de la rentabilité technique de l'assurance rapportée aux fonds propres exigés. Il est défini par la formule suivant :

$$K (\text{réassurances}) = \text{Marge technique}^{(1)} / \text{Ratio de solvabilité}$$

<sup>(1)</sup> Marge technique = 100% - Ratio combiné

- La marge technique a été déterminée par référence à une étude élaborée par Sigma Insurance Research, qui estime que le pourcentage de la prime nécessaire pour compenser le risque de souscription est de l'ordre de 1% pour les assureurs américains soit un ratio combiné de 99%. Par prudence, nous avons choisi d'attribuer un ratio combiné de 98% correspondant à une marge technique de 2% partant de la moyenne réalisée par les réassureurs européens et du constat de différence entre les réassureurs américains et tunisiens de part leurs tailles et de part leurs recours à la rétrocession. En moyenne sur six ans, les marges techniques ont été positives dans tous les pays européens.

Ratio combiné (%)	2004	2005	2006	2007	9M 2008	Moyenne*
Union Européenne	99,7	109	92,4	94	98,2	97,82

Source: Reinsurance Market Review 2009, Guy Carpenter & Company, LLC.  
Ce taux est calculé sans les valeurs extrêmes.

- Pour juger de la rentabilité définitive, d'autres informations sont requises, comme le montant nécessaire pour souscrire aux affaires. La marge réglementaire retenue est calculée par un ratio de solvabilité de 20% des primes. On part ainsi de l'hypothèse, que pour chaque Dinar de primes souscrit, 20% de capital doit être mis de côté.

Hypothèses	En (%)
Ratio combiné (en % des primes)	98%
marge opérationnelle (en % des primes) (A)	2%
Ratio de solvabilité (en % des primes) (B)	20%
<b>Coût des fonds propres de la réassurance (A)/(B)</b>	<b>10%</b>

Une marge de 2% sur la prime se traduit par un rendement du capital exigé de 10%.

## IV-3-4 Calcul de la valeur de l'entreprise

## ✓ Valeur de l'activité réassurance

En mDT	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Capitaux alloués</b>	6 350	7 163	7 568	8 045	8 661
Résultat technique	1 283	1 957	2 353	3 085	4 098
<b>Taux d'imposition</b>	17,17%	17,17%	17,17%	17,17%	17,17%
Résultat technique net	1 063	1 621	1 949	2 555	3 394
Capitaux investis*Coût des FP	635	716	757	805	866
<b>EVA</b>	428	904	1 192	1 750	2 528
EVA Actualisées	389	747	895	1 195	1 570
<b>Somme des EVA actualisées</b>					4 797
Valeur de revente					28 367
<b>Valeur de revente actualisée</b>					17 613
<b>Valeur de l'activité assurantielle</b>					22 410
<b>Capitaux alloués 2008</b>					5 971
<b>Valeur des fonds propres</b>					28 381

La valeur des fonds propres de la réassurance ressort à 28,381MDT.

## ✓ Valeur de l'activité investissement

En mDT	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Capitaux excédentaires</b>	46 461	53 787	62 094	66 152	71 572
Solde financier	5 289	5 671	6 436	7 376	8 509
<b>Taux d'imposition</b>	17,17%	17,17%	17,17%	17,17%	17,17%
Solde financier net	4 381	4 697	5 331	6 109	7 047
Capitaux investis*Coût des FP	4 965	5 747	6 635	7 069	7 648
<b>EVA</b>	-584	-1 051	-1 304	-960	-600
EVA Actualisées	-528	-858	-962	-639	-361
<b>Somme des EVA actualisées</b>					-3 348
Valeur de revente					-6 261
<b>Valeur de revente actualisée</b>					-3 768
<b>Valeur de l'activité investissement</b>					-7 116
<b>Fonds excédentaires 2008</b>					45 484
<b>Valeur des fonds propres</b>					38 367

La valeur des fonds propres liés à l'activité d'investissement s'élève à 38,367 MDT.

✓ Valeur totale de la compagnie : Somme Des Parties

	Valeur de la société en (mDT)	Valeurs par action (DT)
Valeur de la réassurance	28 381	3,153
Valeur des investissements	38 367	4,263
<b>Somme Des Parties</b>	<b>66 749</b>	<b>7,417</b>

La valeur totale issue de la méthode des Sommes Des Parties est égale à 66,749 MDT soit 7,417 DT par action.

## V-SYNTHESE DES METHODES

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

	Pondération	Valeur de la société en (mDT)	Valeur de l'action en (DT)
Actif net réévalué	25%	65 267	7,048
Méthode des Discounted Free Cash Flows	25%	63 434	7,251
Méthode Sommes Des Parties	50%	66 749	7,417
<b>Valeur moyenne (pondérée)</b>	<b>-</b>	<b>65 547</b>	<b>7,283</b>

L'approche Somme Des Parties, étant considérée comme la méthode la plus adaptée au contexte assurantiel, une pondération de 50% lui a été attribuée dans le calcul de la valeur totale de la compagnie. La valeur globale moyenne de l'entreprise ressort à 65,547 MDT soit une valeur par action 7,283 DT pour un total de 9 000 000 actions.

## VI – LE PRIX D'INTRODUCTION ET RATIOS BOURSIERS

Le prix proposé est de 7 Dinars par action correspondant à une valorisation de la société de 63 MDT soit une décote de 4%. Ce prix correspond aux ratios de valorisation suivant :

	2008	2009	2010
Multiple du résultat net (PER)	12,5	11,5	9,9
Rendement des dividendes (Yield)	5,36%	5,36%	5,36%
Earnings yield	8,02%	8,71%	10,06%
Multiple des fonds propres (PBR)	1,22	1,16	0,93
Prix/Primes Nettes	2,41	2,12	1,89

<sup>①</sup>L'earnings yield ou rendement des bénéfices est défini comme le bénéfice par action divisé par le cours de l'action.

# ANNEXES



## ANNEXE 1 : BUSINESS PLAN

## Bilan prévisionnel

## ACTIF

MONTANTS EN MILLIERS DE DINARS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ACTIFS INCORPORELS</b>	22	175	104	125	90	118
Logiciels	22	175	104	125	90	118
<b>ACTIFS CORPORELS D'EXPLOITATION</b>	590	620	759	787	818	657
<b>Installations techniques et machines (invest en informatique)</b>	433	494	665	636	698	561
Matériels et mobiliers, agencements et installations	157	126	93	151	119	96
<b>PLACEMENTS</b>	112 598	115 737	135 841	143 544	152 123	160 242
<b>Terrains et construction</b>	1 215	2 199	6 183	8 166	7 954	7 742
Terrains et construction d'exploitation	382	366	350	333	7 954	7 742
Terrains et construction hors exploitation	833	1 833	5 833	7 833	0	0
<b>Autres placements financiers</b>	65 709	65 623	78 168	80 232	85 186	89 640
Actions et autres titres à revenu variable et parts dans des fonds communs de placement	11 029	11 467	12 867	14 867	17 367	19 867
Obligations et autres titres à revenu fixes	54 285	53 756	64 901	64 965	67 419	69 373
Autres Prêts	395	400	400	400	400	400
<b>Autres</b>	1	1	1	1	1	1
<b>Créances pour espèces déposées auprès des entreprises cédantes</b>	45 675	47 915	51 490	55 145	58 983	62 859
<b>Total</b>	<b>113 211</b>	<b>116 533</b>	<b>136 704</b>	<b>144 455</b>	<b>153 031</b>	<b>161 018</b>
<b>PART DES REASSUREURS DANS LES PROVISIONS TECHNIQUES</b>	53 276	53 156	55 442	59 443	63 956	67 684
Provision pour primes non acquises	27 145	29 512	33 481	37 013	39 800	42 623
Provision pour sinistres à payer	26 130	23 644	21 961	22 430	24 156	25 061
<b>CREANCES</b>	19 160	19 122	19 902	20 657	21 363	22 050
<b>Créances nées des opérations d'acceptation</b>	12 225	12 813	13 763	14 796	15 925	17 125
Créances nées des opérations de rétrocession	3 708	3 674	3 917	4 208	4 507	4 824
<b>Autres créances</b>	3 227	2 635	2 222	1 653	931	101
Personnel	25	29	30	30	31	31
Etat, organismes de sécurité sociales et collectivités publiques	2 967	2 536	2 122	1 553	830	0
Débiteurs divers	236	70	70	70	70	70
<b>Total</b>	<b>72 436</b>	<b>72 278</b>	<b>75 344</b>	<b>80 100</b>	<b>85 319</b>	<b>89 734</b>
<b>AUTRES ELEMENTS D'ACTIFS</b>	43 871	45 010	48 470	52 028	55 275	59 407
<b>Avoirs en banque, CCP et caisse</b>	17 716	18 300	19 750	21 600	22 800	24 800
<b>Charges reportées</b>	6 267	6 568	7 101	7 615	8 179	8 779
Frais d'acquisition reportés	6 267	6 568	7 056	7 585	8 164	8 779
Autres charges à répartir	0	0	45	30	15	0
<b>Comptes de régularisation actif</b>	15 263	15 707	17 090	18 332	19 790	21 334
Intérêts acquis et non échus	1 457	1 235	1 572	1 679	1 901	2 130
Estimations d'éléments techniques	12 713	13 324	14 313	15 386	16 560	17 809
Autres comptes de régularisation	1 094	1 148	1 206	1 266	1 329	1 396
<b>Ecart de conversion</b>	4 625	4 434	4 529	4 482	4 506	4 494
<b>Total</b>	<b>43 871</b>	<b>45 010</b>	<b>48 470</b>	<b>52 028</b>	<b>55 275</b>	<b>59 407</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>229 518</b>	<b>233 821</b>	<b>260 518</b>	<b>276 584</b>	<b>293 625</b>	<b>310 158</b>

## CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS

MONTANTS EN MILLIERS DE DINARS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>CAPITAUX PROPRES</b>	46 401	48 680	61 393	64 207	68 068	73 277
Capital Social	35 000	35 000	45 000	45 000	45 000	45 000
Réserves et primes liées au capital	8 441	8 891	10 455	12 119	13 893	15 132
Résultat reportés	2 960	4 789	5 938	7 088	9 175	13 146
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES AVANT RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	46 401	48 680	61 393	64 207	68 068	73 277
Résultat de l'exercice	5 054	5 488	6 339	7 386	8 734	10 389
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES AVANT AFFECTATION</b>	<b>51 455</b>	<b>54 168</b>	<b>67 732</b>	<b>71 593</b>	<b>76 802</b>	<b>83 667</b>
<b>PASSIF</b>						
<b>Provisions pour autres risques et charges</b>	3 543	3 486	2 586	1 386	1 405	1 426
Provisions pour litiges	1 616	1 586	1 586	386	405	426
Provisions pour pertes et charges	1 926	1 900	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>Provisions techniques acceptations</b>	104 238	111 431	119 744	128 244	137 169	146 184
Provision pour prime non acquises	37 583	41 712	46 324	51 069	55 444	60 105
Provision pour sinistres	66 643	69 719	73 420	77 175	81 725	86 079
Autres provisions techniques	12	0	0	0	0	0
<b>DETTES POUR DEPOT EN ESPECES RECUS DES RETROCESSIONNAIRES</b>	25 590	25 533	26 631	28 553	30 720	32 511
<b>AUTRES DETTES</b>	36 860	31 137	35 375	37 954	38 235	36 627
<b>Dettes nées d'opérations d'assurances d'acceptation</b>	11 546	10 001	10 899	12 248	12 897	11 948
<b>Dettes nées d'opérations de rétrocession</b>	23 431	19 236	22 469	23 573	23 164	22 366
<b>Dettes diverses</b>	1 882	1 900	2 007	2 133	2 174	2 313
Personnel	359	393	405	410	418	424
Etat organismes de sécurité sociale collectivités publiques	209	209	226	229	233	238
Créditeurs divers	1 314	1 298	1 377	1 495	1 522	1 652
<b>AUTRES PASSIFS</b>	7 833	8 066	8 451	8 854	9 293	9 744
<b>Comptes de régularisation Passif</b>	5 135	5 433	5 785	6 205	6 635	7 091
Report de commissions reçues des réassureurs	4 410	4 371	4 660	5 007	5 362	5 738
Estimation d'éléments techniques	307	623	665	714	765	818
Autres comptes de régularisation	418	439	461	484	509	534
<b>Ecart de conversion</b>	2 698	2 633	2 666	2 649	2 658	2 653
<b>TOTAL PASSIF</b>	178 063	179 653	192 787	204 991	216 822	226 492
<b>TOTAL BILAN</b>	229 519	233 821	260 518	276 584	293 624	310 158

## ETAT DE RESULTAT

MONTANTS EN MILLIERS DE DINARS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RESULTAT TECHNIQUE	1 193	1 283	1 957	2 353	3 085	4 098
PRODUITS DES PLACEMENTS	6 118	6 154	6 573	7 403	8 416	9 610
Revenus des placements	6 118	6 154	6 573	7 403	8 416	9 610
Reprise de correction de valeur sur placements						
CHARGES DES PLACEMENTS	1 065	865	902	967	1 041	1 101
Charges de gestion des placements y compris les charges d'intérêt	867	865	902	967	1 041	1 101
Correction de valeur sur placement	176					
Pertes provenant de réalisation de placements	22					
	1 065	865	902	967	1 041	1 101
AUTRES PRODUITS NON TECHNIQUES	5 819	6 111	5 925	5 780	5 486	5 285
AUTRES CHARGES NON TECHNIQUES	5 962	6 056	5 900	5 651	5 401	5 349
Résultat provenant des activités ordinaires	6 102	6 626	7 652	8 918	10 545	12 543
<b>Résultat net de l'exercice</b>	<b>5 054</b>	<b>5 488</b>	<b>6 338</b>	<b>7 386</b>	<b>8 734</b>	<b>10 389</b>

## ETAT DE RESULTAT TECHNIQUE

MONTANTS EN MILLIERS DE DINARS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PRIMES ACQUISES ACCEPTATIONS	54 665	58 453	62 615	67 525	73 409	78 987
PRIMES ACQUISES RETROCESSIONS	28 557	28 798	29 256	32 167	35 446	38 094
PRIMES ACQUISES NETTES	26 108	29 655	33 359	35 358	37 963	40 893
CHARGES DE SINISTRES	14 579	16 789	18 246	18 722	19 679	20 721
Sinistres payés	10 665	11 228	12 862	15 436	16 855	17 271
Variation de la provision pour sinistres	3 914	5 561	5 384	3 286	2 824	3 450
FRAIS D'EXPLOITATION	10 336	11 583	13 156	14 283	15 199	16 075
Frais d'acquisition	12 856	13 253	14 378	15 662	17 019	18 538
Frais d'administration	2 906	3 300	3 500	3 800	4 000	4 200
Commissions reçues des rétrocessionnaires	-5 426	-4 970	-4 722	-5 179	-5 820	-6 663
<b>Résultat technique</b>	<b>1 193</b>	<b>1 283</b>	<b>1 957</b>	<b>2 353</b>	<b>3 085</b>	<b>4 098</b>

## ETAT DE FLUX DE TRESORERIE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Flux de trésorerie liés à l'exploitation</b>						
* Encaissements des cédantes	26 588	25 034	30 252	32 521	34 225	35 968
* Versements aux cédantes	- 6 044	- 6 751	- 6 238	- 6 620	- 7 067	- 7 643
* Encaissements des rétrocessionnaires	3 575	2 255	3 173	2 652	2 680	3 282
* Versements aux rétrocessionnaires	- 17 117	- 15 583	- 16 613	- 19 634	- 21 028	- 22 504
* Encaissements liés à la cession de placements financiers	154 562	48 827	51 934	43 136	56 146	37 046
* Décaissements liés à l'acquisition de placements financiers	- 146 812	- 49 282	- 64 079	- 45 200	- 60 600	- 41 000
* Produits financiers reçus	3 780	3 804	4 095	4 619	5 232	5 931
* Encaissements des fournisseurs & du personnel	1 097	2 006	2 813	2 344	2 077	1 659
* Décaissements aux fournisseurs & au personnel	- 3 834	- 4 449	- 4 721	- 5 124	- 5 218	- 5 663
* Décaissements à l'Etat au titre des impôts & taxes	- 1 087	- 1 141	- 1 198	- 1 258	- 1 321	- 1 387
<b>Flux provenant de l'exploitation</b>	<b>14 708</b>	<b>4 720</b>	<b>-</b>	<b>7 435</b>	<b>5 126</b>	<b>5 689</b>
<b>Flux affectés à l'exploitation</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>582</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Flux de trésorerie liés à l'activité d'investissement</b>						
* Encaissements provenant de la cession des imm. corporelles	13	-	-	-	-	-
* Décaissements provenant de l'acquisition des imm. corporelles	- 212	- 1 185	- 4 312	- 2 257	- 277	- 25
* Encaissements provenant de la cession des imm. financières	1 670	288	-	-	-	-
* Encaissements des revenus sur immob. financières	72	141	243	267	322	412
* Décaissements provenant de l'acquisition des imm. financières	- 2 500	- 375	- 400	-	500	500
* Décaissements provenant de l'acquisition des imm. Incorporelles	- 25	- 250	- 31	- 172	- 49	- 153
Flux de Trésorerie provenant des activités d'investissement	-	-	-	-	-	-
Flux de Trésorerie affectés aux activités d'investissement	- 982	- 1 381	- 4 500	- 2 162	- 504	- 266
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financements</b>						
* Encaissements suite à l'émission d'actions	-	-	10 000	-	-	-
* Décaissements suite à l'augmentation du capital	-	-	45	-	-	-
* Dividendes & autres distributions	- 2 659	- 2 673	- 3 423	- 3 423	- 3 423	- 3 423
Flux provenant des activités de financements	-	-	6 532	-	-	-
Flux affectés aux activités de financements	- 2 659	- 2 673	-	- 3 423	- 3 423	- 3 423
Incidence des variations des taux de change sur les liquidités	-	-	10 000	-	-	-
Variation de la trésorerie	11 333	667	1 450	1 850	1 199	2 000
Trésorerie au début de l'exercice	6 300	17 633	18 300	19 750	21 600	22 799
Trésorerie à la clôture de l'exercice	<b>17 633</b>	<b>18 300</b>	<b>19 750</b>	<b>21 600</b>	<b>22 799</b>	<b>24 799</b>

---

## ANNEXE 2 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

### Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

---

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

---

Identification des risques et orientation de la mission

---

Collecte des informations et des données nécessaires

---

Appréciation du contexte de l'opération

Discussions avec le management

---

Préparation d'une note d'analyse sectorielle et d'une note d'analyse financière sur la société Tunis Re

---

analyse critique du budget et du business plan

construction des modèles

construction du taux d'actualisation

analyse de sensibilité

---

Mise en œuvre des méthodes :

Actif net réévalué

DCF

Somme des parties

---

Note de synthèse

---

Rédaction du rapport

---

Présentation des conclusions à la société cible

---

## ANNEXE 3 : Les principes généraux de la réassurance

### Définition

La réassurance est une opération par laquelle un assureur s'assure lui-même auprès d'un tiers (le réassureur) pour une partie ou la totalité des risques qu'il a garanti, moyennant le paiement d'une prime. La réassurance est donc un arrangement au terme duquel une société «le réassureur» s'engage à indemniser une société d'assurance «la cédante» contre tout ou partie du risque qu'elle a souscrit au terme d'une ou plusieurs polices d'assurance. La réassurance diffère de l'assurance par une plus grande complexité inhérente à la diversité plus importante de ses activités et à son caractère international. La réassurance permet à une cédante d'obtenir certains avantages, notamment une réduction de son engagement net sur des risques individuels et une protection contre des pertes multiples ou importantes. La réassurance ne décharge cependant pas la cédante de ses engagements face aux assurés. Par ailleurs, un réassureur peut céder à son tour à d'autres réassureurs (appelés rétrocessionnaires) une partie des risques en question, il s'agit du principe de la rétrocession.

### Une activité cyclique

Les cycles d'assurances constituent un thème stratégique pour les assureurs et les réassureurs. C'est dans cette perspective que la question des cycles de l'assurance pose problème ou certaines branches telles que la branche auto ou encore la branche transport sont réputées cycliques et complexes. Des cycles liés à la survenance de sinistres exceptionnels peuvent réduire les ressources financières des assureurs et des réassureurs et donc engendrer une tension des prix. D'autres cycles de nature plus structurels, comme ceux résultant d'une concurrence intensifiée une pression à la baisse des prix. En Europe, c'a été l'apparition de la banque-assurance. Nous nous intéressons plus précisément aux cycles de sinistralités. Si ces coûts augmentent dès le début d'une récession, ils diminuent tout aussi rapidement en cas de reprise économique. Ainsi, les sinistres suivent le cycle conjoncturel. La théorie économique des cycles fournit des éclairages sur la dynamique des marchés d'assurances et de réassurances, sur les raisons pour lesquelles ils peuvent être soumis à des fluctuations cycliques liés aux retournements de l'activité macroéconomique. Cela est manifeste lorsque l'on compare l'évolution des sinistres réglés à l'évolution de la croissance économique.

C'est tout naturellement en assurance non-vie que ces phénomènes sont les plus sensibles en raison, d'une part du caractère plus court des engagements des assureurs et des réassureurs, et d'autre part des fluctuations de la sinistralité dont les causes sont largement exogènes et volatiles. L'assurance vie permet, en effet, un lissage temporel qui entraîne une moindre dépendance vis-à-vis des fluctuations de courte période. De ce fait, l'activité d'assurance non-vie dans un univers concurrentiel nécessite de nombreux ajustements des tarifs à la hausse ou à la baisse.

## Les types de Réassurance

Les deux principales catégories de couverture en réassurance sont les traités et les facultatives.

### ✓ Traités et facultatives

Dans le cadre du **traité**, la cédante a pour obligation contractuelle de céder et le réassureur d'assumer une partie spécifique de certains types ou catégories de risques assurés par la cédante. Les réassureurs utilisant les traités n'évaluent pas séparément chacun des risques couverts. Par conséquent, après avoir examiné les pratiques de souscription de la cédante, les réassureurs dépendent des décisions de couverture prises à l'origine par les principaux souscripteurs de la cédante. Une telle dépendance peut exposer les réassureurs en général au fait que les cédantes n'aient pas évalué les risques à couvrir de façon adéquate, entraînant ainsi le réassureur à encaisser des primes insuffisantes par rapport au risque couvert. L'évaluation faite par le réassureur des pratiques de souscription et de gestion des risques de la cédante, ainsi que des procédures et pratiques de règlement de sinistres, impactent donc généralement la tarification du traité.

Dans le cadre d'une affaire facultative, la cédante cède et le réassureur couvre tout ou partie du risque couvert par une police d'assurance spécifique unique. La facultative est négociée séparément pour chacune des polices d'assurance réassurées. Les facultatives sont habituellement achetées par les cédantes pour des risques individuels qui ne sont pas couverts par leurs traités de réassurance, pour des montants excédant les limites de leurs traités de réassurance et pour des risques inhabituels.

Les frais engendrés par l'activité de souscription sont proportionnellement plus élevés pour la gestion des facultatives, chaque risque étant souscrit et administré individuellement. La possibilité d'estimer chaque risque séparément augmente néanmoins la possibilité pour le réassureur de pouvoir tarifier le contrat de façon plus juste par rapport aux risques encourus.

### ✓ Réassurance proportionnelle et non-proportionnelle

Les traités et les facultatives peuvent être souscrits sur une base proportionnelle (au prorata) ou non-proportionnelle.

Dans le cas de la **réassurance proportionnelle**, le réassureur, en contrepartie d'une portion ou partie prédéterminée de la prime d'assurance facturée par la cédante, indemnise la cédante contre une portion prédéterminée des sinistres couverts par la cédante au titre des polices concernées.

Dans le cas de la **réassurance non-proportionnelle**, le réassureur indemnise la cédante de la totalité ou d'une partie déterminée du sinistre, sinistre par sinistre ou pour la totalité de l'exposition sur un secteur d'activité, dès lors que celui-ci dépasse un montant fixé correspondant à la rétention de la cédante, et jusqu'à un plafond fixé par le contrat de réassurance.

Les primes payables par une cédante à un réassureur pour un contrat de réassurance non proportionnelle ne sont pas en effet directement proportionnelles aux primes reçues par la cédante, le réassureur n'assumant pas un risque directement proportionnel. En revanche, les primes payées par la cédante au

réassureur dans le cadre d'un contrat au prorata sont proportionnelles aux primes reçues par la cédante, et correspondent à sa part de couverture du risque. De plus, dans un contrat au prorata, le réassureur paie généralement une commission de cession à la cédante. Cette commission est habituellement basée sur les frais assumés par la cédante pour acquérir ces affaires (commissions, taxes sur primes, évaluations et autres frais de gestion administrative) et peut éventuellement inclure le paiement d'un ratio de profit pour avoir généré l'affaire.

### **Courtiers et réassurance directe**

La réassurance peut être souscrite par le biais de courtiers en réassurance ou en relation directe avec des cédants. En règle générale, la décision d'une cédante quant au choix entre le marché des courtiers et le marché direct est influencée par divers facteurs, notamment la capacité du marché, la concurrence sur le marché, la valeur ajoutée du courtier mandaté par la cédante, la diversification du risque, la flexibilité dans les modalités et conditions des contrats de réassurance, la possibilité de comparer efficacement les analyses et tarifs de plusieurs réassureurs, la vitesse de placement de la réassurance, les relations historiques avec le réassureur et l'efficacité du règlement des sinistres afférents à une couverture. Grâce au recours à des courtiers, un réassureur peut faire l'économie d'une équipe importante dédiée à des marchés de réassurance spécifiques et peut conserver la flexibilité nécessaire pour s'orienter vers de nouveaux marchés sur lesquels il anticipe des opportunités.

### **Rétrocession**

Les réassureurs souscrivent en général des réassurances pour couvrir leur propre exposition au risque et augmenter leur capacité. La réassurance d'une affaire réassurée s'appelle la rétrocession. Les réassureurs cèdent leurs risques sous la forme de contrats de rétrocession signés avec d'autres réassureurs, appelés rétrocessionnaires, pour les mêmes raisons qui conduisent les assureurs à se réassurer : afin de réduire leur engagement net sur les risques individuels, de se protéger contre les pertes multiples ou importantes et d'acquérir une capacité de souscription supplémentaire. La réassurance est un secteur de l'économie indispensable à l'activité d'assurance. Cette activité constitue un instrument de premier ordre pour toute organisation soucieuse de la bonne gestion de ses risques.

### **Ratio Combiné**

Le ratio combiné (Combined Ratio) est l'un des moyens les plus simples et les plus fréquemment utilisés pour comparer les performances des réassureurs entre eux au fil des années. Il s'agit du rapport entre, d'une part les charges de sinistres et les frais d'exploitation et d'autre part les primes acquises. C'est en fait le ratio des sinistres (S/P) mais qui en plus tient compte des dépenses administratives.

Le ratio combiné est exprimé en pourcentage de la prime acquise par le réassureur. Si ce ratio est supérieur à 100%, le réassureur est techniquement en perte avant le profit réalisé par ses placements.



## ANNEXE 4

D'après l'article 58 bis de la loi n° 2007-37 du 1<sup>er</sup> avril 2002, le montant minimum réglementaire de la marge de solvabilité est égal à la somme des marges minimales vie et non vie obtenues par l'application des méthodes suivantes :

- ✓ Minimum réglementaire de la marge non vie : correspond au plus élevé des montants calculées respectivement par rapport aux primes (1) et sinistres(2) :

(1) 20% du total des primes émises et acceptées nettes d'impôts et d'annulations, multiplié par le rapport existant entre les primes retenues et les primes émises et acceptées nettes d'impôts et d'annulations sans que ce rapport ne puisse être inférieur à 50%.

(2) 25% de la charge moyenne annuelle des sinistres des trois derniers exercices tant pour les affaires directes que pour les acceptations en réassurance, multiplié par le rapport existant, entre le montant des sinistres demeurant à la charge de l'entreprise après cession et rétrocession et le montant des sinistres brut es réassurances sans que ce rapport ne puisse être inférieur à 50%.

*Ce rapport a été préparé par Maxula Bourse dans le cadre de l'introduction en Bourse de Tunis Re en vue de permettre le calcul de la valeur de la compagnie.*

*Ce rapport est rédigé sur la base d'informations reçues de Tunis Re considérées comme fiables, mais qui n'ont pas fait l'objet de vérification par Maxula Bourse. En conséquence, Maxula Bourse ne donne aucune garantie quant à l'exactitude et l'exhaustivité desdites informations, et ne saurait en aucun cas être tenue responsable d'une quelconque erreur ou omission d'informations.*