

**SECTEUR DE L'ASSURANCE  
INDICATEURS D'ACTIVITÉ  
FÉVRIER 2024**

# Les assureurs composent avec la stagflation

En 2023, la reprise du secteur de l'assurance post COVID-19 a ralenti en raison du contexte opérationnel difficile marqué par un ralentissement de l'activité économique et par une forte hausse de l'inflation renchérissant le coût des indemnisations. Le rythme de la croissance des collectes du secteur, en 2023, a retrouvé ainsi son niveau de croissance d'avant pandémie.

Le coût des indemnisations ne cesse d'augmenter depuis 2020, atteignant pour la majorité des assureurs cotés des niveaux inédits dans un contexte de sinistralité soutenue.

L'activité financière continue d'être la principale source de profit pour les assureurs au détriment de leur core business, tirant profit du relèvement du taux directeur de la BCT. Tous les assureurs cotés ont témoigné d'une croissance de leurs produits de placement. Cette activité, à contrario des coûts d'indemnisation, bénéficie de l'effet de la hausse des taux en raison de la politique monétaire restrictive menée par la BCT.

## 1. FAITS & ÉLÉMENTS SAILLANTS À FIN DÉCEMBRE 2023

### 1.1. Une décélération du rythme de la collecte des primes

À fin 2023, le total des primes émises du secteur de l'assurance coté (STAR, ASTRÉE, BH ASSURANCE et ASSURANCES MAGHREBIA (y compris l'activité Vie) a atteint 1172 MDt, soit une progression de 5,5 % par rapport à 2022, contre un TCAM de 8,1 % sur la période 2020-2023. Le rythme de collecte affiche ainsi un ralentissement après une croissance post-pandémie à deux chiffres de l'activité du secteur coté entre 2020-2022 (+10 %). Le secteur retrouve son rythme de croissance d'avant crise (un TCAM de 4,4 % entre 2017-2019).

En dépit d'une faible croissance des primes émises durant la dernière décennie, la STAR maintient sa position de leader du secteur. Les primes émises de la compagnie ont augmenté de 2 % pour s'établir à 392 MDt, contre un TCAM de 2,7 % entre 2020 et 2023. Le leader poursuit, en effet, ses efforts de nettoyage du portefeuille de la branche automobile.

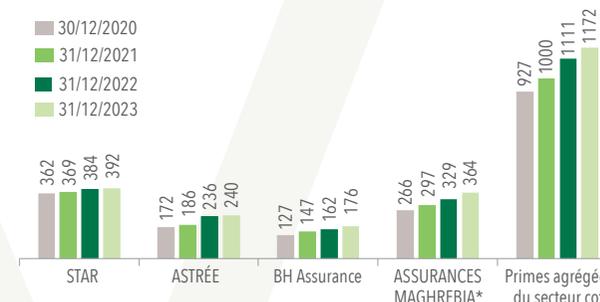
ASSURANCES MAGHREBIA est l'unique assureur qui maintient une croissance à deux chiffres de son rythme de collecte depuis 2020. Toutes branches confondues (y compris l'activité vie), les primes émises de l'assureur ont évolué de 10,9 % pour atteindre 364 MDt. Il s'agit de l'assureur numéro 2 de la place.

ASTRÉE a connu, en 2022, une forte décélération du rythme de la croissance de ses primes émises (+1,7 % à 240 MDt) en raison d'une opération exceptionnelle de transfert d'un contrat important en Vie Capitalisation. En dehors de l'impact de cette opération exceptionnelle, le chiffre d'affaires de la compagnie aurait progressé de 9,2 %, véhiculé par les autres branches.

Les primes émises de BH ASSURANCE ont progressé de 8,7 % à 176 MDt, contre un TCAM de 11,5 % entre 2020 et 2023.

### Évolution des primes émises nettes du secteur coté (en MDt)

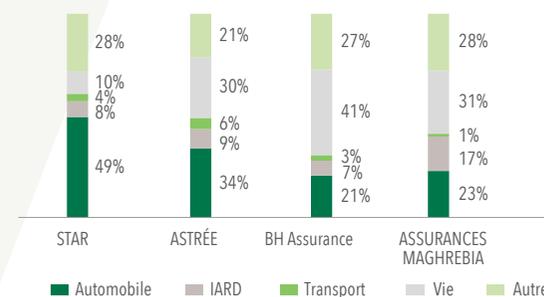
| TCAM des primes émises :         |              |
|----------------------------------|--------------|
| secteur coté (2020-2023)         | <b>8,1%</b>  |
| STAR (2020-2023)                 | <b>2,7%</b>  |
| ASTRÉE (2020-2023)               | <b>11,6%</b> |
| BH ASSURANCE (2020-2023)         | <b>11,5%</b> |
| ASSURANCES MAGHREBIA (2020-2023) | <b>11,1%</b> |



\* Les primes émises d'assurances Maghrebias tiennent compte des primes émises nettes de l'activité Vie

Source : Indicateurs d'activités des assureurs cotés

### Structure des primes émises nettes du secteur coté



- La structure des primes émises à fin 2023 montre une répartition assez différente entre les différents assureurs cotés.
- En dépit de ses efforts d'assainissement, la STAR continue d'être l'assureur le plus exposé à la branche automobile, d'habitude la plus sinistrée, représentant 49 % du total des primes émises de l'assureur, contre une exposition de 21 %, 23 % et 34 %, respectivement pour BH ASSURANCE, ASSURANCES MAGHREBIA et ASTRÉE.
- BH ASSURANCE affiche une exposition particulièrement élevée à la branche vie, généralement considérée comme la plus rentable (cependant, en 2021, elle a connu une baisse de rentabilité en raison d'une augmentation des prestations décès liées à la Covid-19), représentant ainsi 42 % de l'ensemble de ses primes émises. En revanche, la branche vie demeure peu développée chez la STAR, ne représentant que 11 % de ses primes émises.

### 1.2. Les sinistres réglés atteignent de nouveaux sommets en 2023 pour la majorité des assureurs cotés

Depuis 2020, une année marquée par une baisse de la sinistralité des branches automobile et maladie grâce au confinement général décrété pour endiguer la pandémie, la sinistralité n'a pas cessé d'évoluer pour atteindre des niveaux inédits. À l'exception de la STAR qui a réussi à réduire de 4,2 % ses sinistres réglés à 257,1 MDt et son ratio d'indemnisation de 3,1 points de pourcentage à 71 %, les autres assureurs ont pâti d'une sinistralité élevée. La hausse enregistrée de la sinistralité est de nature à impacter négativement les résultats techniques et la profitabilité des assureurs.

Les sinistres réglés d'ASTRÉE et d'ASSURANCES MAGHREBIA ont évolué respectivement de 24,3 % et de 17,5 %. Le ratio d'indemnisation d'ASTRÉE s'est accru de 17,1 points de pourcentage pour atteindre 87,5 % alors que le ratio d'indemnisation d'ASSURANCES MAGHREBIA a pris 9,9 points de pourcentage pour s'établir à 66,3 %.

BH ASSURANCE a vu ses sinistres réglés se maintenir stables (+1,1 % à 90,2 MDt). Son ratio d'indemnisation s'est établi à 71 %.

### 1.3. L'activité financière est le centre de profit des assureurs dans ce contexte haussier des taux de 2023

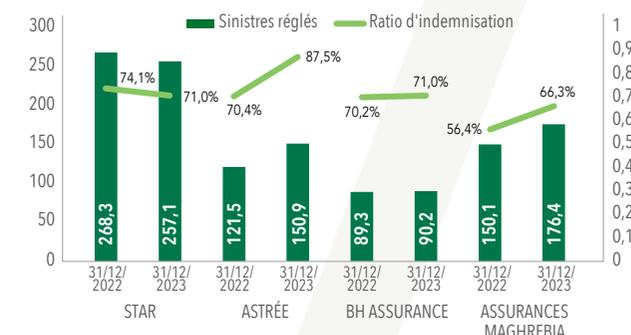
L'activité financière en 2023 a profité du relèvement du taux directeur de la BCT. En effet, la BCT a augmenté le taux directeur de 100 pbs en 2022 et de 75 pbs au début de 2023 afin de juguler l'inflation. Tous les assureurs cotés ont témoigné d'une croissance de leurs produits de placement.

La STAR, dont la structure des actifs est fortement dominée par les titres à revenu fixe (78 % du total actifs de la STAR à fin 2022), a vu ses produits de placement progresser de 6,3 % pour s'élever à 98,7 MDt.

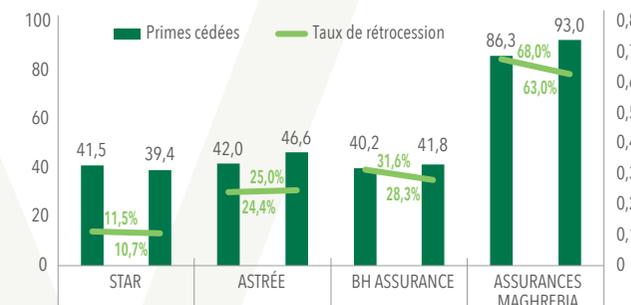
ASSURANCES MAGHREBIA, fortement exposée aux titres à revenu fixe (80,5 % du total actifs en 2022), a affiché des produits de placements, en forte progression de 14,7 % à 68,4 MDt.

ASTRÉE et BH ASSURANCE, présentant une moindre exposition aux titres à revenu fixe (41,5 % du total des actifs d'ASTRÉE en 2022 et 55,2 % du total des actifs en 2022 de BH ASSURANCE) ont affiché des croissances respectives de 34,2 % et de 19,1 % de leurs produits de placement.

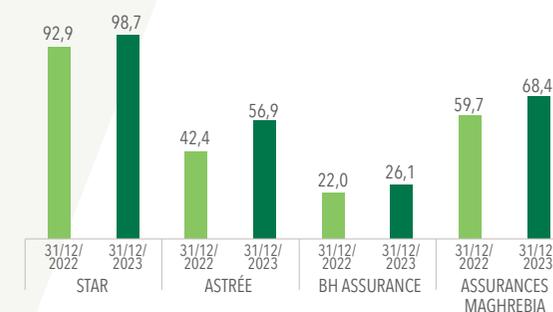
### Évolution des sinistres réglés du secteur coté (en MDt)



### Le taux de rétrocession des assureurs cotés



### Évolution des produits de placement du secteur coté (en MDt)



## 2. PERSPECTIVES ET OPINIONS DE TUNISIE VALEURS

En 2023, les assureurs ont fait face à un contexte opérationnel difficile, marqué par une inflation élevée qui fait croître le coût des indemnisations, tandis que la sinistralité demeure soutenue. Cependant, l'activité financière des assureurs a bénéficié de la tendance haussière des taux et permis de répondre au défi de la hausse des coûts.

Les résultats au 30 juin 2023 ont apporté des éléments rassurants quant aux prévisions pour l'exercice 2023. Malgré une augmentation de la sinistralité observée chez la plupart des assureurs, ces derniers ont réussi à améliorer leurs résultats nets à la même période. L'activité financière continue de jouer un rôle prépondérant dans la dynamique des performances des compagnies cotées, contribuant ainsi à valoriser leurs résultats nets. Pour les assureurs cotés nous attendons à une amélioration modérée de leurs bottom line en 2023, comme le montre le graphique ci-dessous :

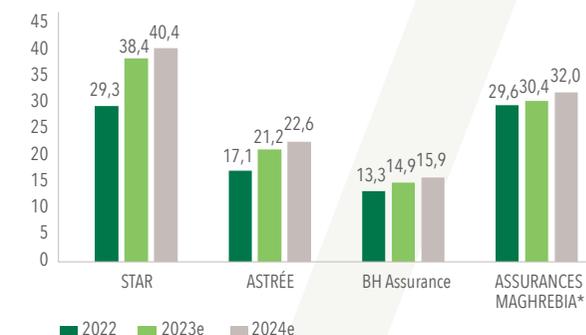
- La STAR traite à une décote comparativement au secteur coté tunisien en termes de P/B. Le titre s'échange à des multiples P/E 2023e et P/B 2023e respectifs de 9,6x et de 0,9x pour un secteur qui traite à 8,7x sa capacité bénéficiaire et 1,2x ses fonds propres. Nous recommandons le titre à l'« Achat ».
- ASSURANCES MAGHREBIA traite à une décote comparativement au secteur coté tunisien, s'échangeant à des multiples P/E 2023e et P/B 2023e respectifs de 7,5x et de 0,9x. Le titre propose un rendement en dividende de 4,6 %, supérieur au yield moyen du secteur. Nous recommandons le titre à l'« Achat ».
- Le titre ASSURANCE MAGHREBIA VIE traite à des multiples P/E 2023e et P/B 2023e respectifs de 8,2x et de 1,1x, une valorisation inférieure à la moyenne du secteur coté tunisien. Nous recommandons le titre à l'« Achat ».
- ASTRÉE traite à des multiples P/E 2023e et P/B 2023e respectifs de 9,5x et de 1,7x, une valorisation plus chère que la moyenne du secteur coté. L'attrait de la valeur réside dans sa distribution en dividendes (un yield 2023e de 4,2 %) en ligne avec la moyenne du secteur coté tunisien. Nous recommandons de « Conserver » le titre.
- Traitant à des multiples P/E 2023e et P/B 2023e respectifs de 8,7x et de 1,3x. Le niveau de valorisation de BH ASSURANCE est plutôt en ligne avec la moyenne de notre échantillon. Toutefois, la rémunération en dividende du titre est peu généreuse. Il nous semble opportun de « Conserver » le titre.
- Le titre ASSURANCE MAGHREBIA VIE traite à des multiples P/E 2023e et P/B 2023e respectifs de 8,2x et de 1,1x, une valorisation inférieure à la moyenne du secteur coté Tunisien. Nous recommandons le titre à l'« Achat ».

### Multiples de valorisation des assureurs cotés

|                         | P/E  |       | P/B  |       | Rendement en dividendes |       |
|-------------------------|------|-------|------|-------|-------------------------|-------|
|                         | 2022 | 2023e | 2022 | 2023e | 2022                    | 2023e |
| STAR                    | 12,6 | 9,6   | 0,9  | 0,9   | 3,9 %                   | 3,9 % |
| ASSURANCES MAGHREBIA    | 7,8  | 7,5   | 1,0  | 0,9   | 4,6 %                   | 4,6 % |
| BH ASSURANCE            | 9,7  | 8,7   | 1,5  | 1,3   | 2,6 %                   | 2,6 % |
| ASTRÉE                  | 16,8 | 9,5   | 2,0  | 1,7   | 4,2 %                   | 4,2 % |
| ASSURANCE MAGHREBIA VIE | 8,6  | 8,2   | 1,2  | 1,1   | 5,2 %                   | 5,2 % |
| Moyenne du secteur coté | 11,1 | 8,7   | 1,3  | 1,2   | 4,1 %                   | 4,1 % |

Sources : TUNISIE VALEURS

### Une capacité bénéficiaire prévue en amélioration en 2023 (en MDt)



\*Il s'agit de résultats nets consolidés part du groupe

Sources : États financiers consolidés et estimations de TUNISIE VALEURS