Rédigé le 2/05/2023

STAR: Au-delà des attentes

Plan de la note de recherche

I- Points clefs
II- Etat des lieux du secteur et positionnement de la STAR
II- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022
III- Perspectives d'avenir & prévisions
IV- Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs

Avertissement

« Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de Tunisie Valeurs à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant Tunisie Valeurs ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de cette valeur.
Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation ».

STAR: Au-delà des attentes

I- Points clefs

Chiffres (en MDt)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Primes émises	359,6	370,6	361,4	368,1	386,2	401,6
Progression		*3,0%*	*-2,5%*	*1,9%*	*4,9%*	*4,0%*
Sinistres réglés	260,2	289,2	274,7	287,6	304,8	322,0
Progression		*11,1%*	*-5,0%*	*4,7%*	*10,0%*	*5,6%*
Taux d'indemnisations	80,7%	85,0%	76,0%	78,1%	78,9%	80,2%
Résultat technique non-Vie	-0,7	-6,4	-8,4	-7,4	-11,1	-12,4
Résultat technique Vie	1,8	13,3	14,3	4,0	14,0	15,0
Progression			*7,6%*	*-72,0%*	*249,9%*	*7,0%*
Revenus des placements	66,9	77,5	65,9	77,6	100,3	102,9
Progression		*15,9%*	*-14,9%*	*17,8%*	*29,3%*	*2,6%*
Résultat net part du groupe*	17,7	22,1	16,4	21,1	29,3	31,2
Progression		*24,3%*	*-25,7%*	*28,4%*	*39,4%*	*6,5%*
Marge nette	4,9%	6,0%	4,5%	5,7%	7,6%	7,8%

* Sources: STAR et estimations de Tunisie Valeurs
*Les retraitements de consolidation en 2022 ont concerné la neutralisation de la plus-value de transfert des immeubles de la STAR à La Lyre Immobilière pour 2,7MDt.

- **En dépit d'une conjoncture difficile marquée par une inflation galopante et un climat d'affaires atone, la STAR a vu ses primes émises progresser de 5% à 386,2MDt et son résultat net s'envoler de 39% à 29,3MDt.**
- **Au titre de 2022, le conseil d'administration de la STAR qui tiendra une AGO, le 18 mai 2023, proposera un dividende de 6,220Dt par action, soit un rendement en dividendes de 3,9%, contre un dividende de 3,650Dt au titre de l'exercice 2021.**
- **Le management table sur un ratio combiné en ligne avec les objectifs de baisse de la sinistralité et de maîtrise des frais généraux, en amélioration de 9 points de base à un ratio cible de 110% au terme de 2024. Le ROE est attendu à 10% vers 2024 contre un ROE de 8,2% en 2022 et de 5,7% à fin 2021.**
- **Le titre STAR se maintient à des niveaux de valorisation attractifs (un P/B 2022 de 0,9x et un PE 2023e de 12,1x). Au vu des bons fondamentaux de la compagnie nous réitérons notre opinion « Achat » sur la valeur. Le positionnement sur l'action est parfaitement approprié pour un profil d'investisseur « Buy and Hold », à la recherche de valeurs de fonds de portefeuille aux fondamentaux solides et dont l'horizon de placement est à moyen et long terme.**

Prix : 160,000Dt

Acheter (+)

Actionnariat

Etat Tunisien :	38,6%
Groupama :	35,0%
Equity capital:	5,5%
Autres actionnaires :	20,9%

Capitalisation boursière:
369,2MDt

Ratios boursiers*:

PER 2022: 12,6x

PER 2023e: 12,1x

Dividend yield 2022: 3,9%

P/B 2022: 0,9x

ROE 2022: 8,3%

Performance y-t-d 2023: +3,9%

* Données au 2 Mai 2023.

« L'amélioration de l'offre couplée à la maîtrise des charges d'exploitation et à l'assainissement des niches non onéreuses permettraient à l'assureur de poursuivre pleinement ses ambitions de croissance pérenne »

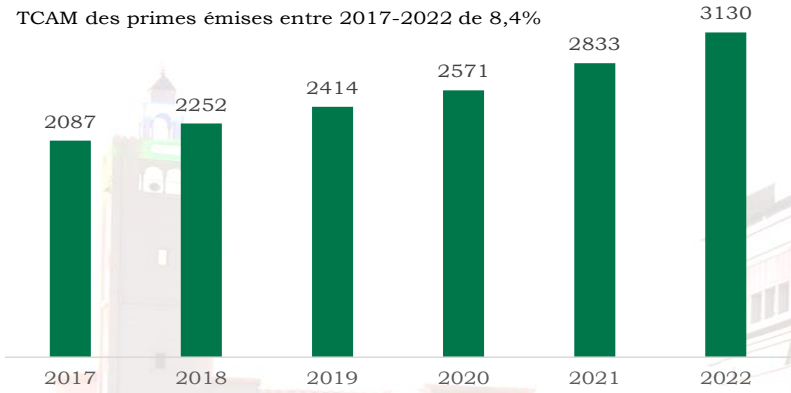
STAR: Au-delà des attentes

II- Etat des lieux du secteur et positionnement de la STAR

- Dans un marché de plus en plus concurrentiel, composé de 24 entreprises résidentes, la STAR préserve son positionnement de leader sur le marché avec une PDM de l'ordre de 12,3%.

- A l'échelle nationale, le rythme de la collecte des primes émises en 2022 a été soutenu, affichant une évolution à deux chiffres, toutes branches confondues, soit une ascension équivalente à celle de l'année dernière de 10% à 3130MDt, contre une croissance atone de 6,5% en 2020.

Evolution des primes émises du secteur de l'assurance en 2022



- Outre la pression concurrentielle, les opérateurs du marché font face à une pression tarifaire inédite au vu de l'inflation galopante qui pèse directement sur le coût de réparation et des indemnisations. Au vu de l'inflation, les autorités publiques temporisent la libération des tarifs RC auto, ce qui lèse la profitabilité des assureurs. En effet, cette inflation est pénalisante d'autant plus que les assureurs ne la répercute pas entièrement dans les tarifs et qu'elle ne se reflète pas dans le TMM, puisque les banques continuent de limiter les spreads des placements.

- **Pour ce qui est du cadre réglementaire, le mot d'ordre est l'attentisme. Le nouveau code des assurances, portant l'adoption de normes de solvabilité basées sur les risques, mis en place par le CGA, depuis 2018, n'est toujours pas entré en vigueur. Le passage au normes IFRS a été reporté au 1er Janvier 2025 pour les compagnies d'assurance.**

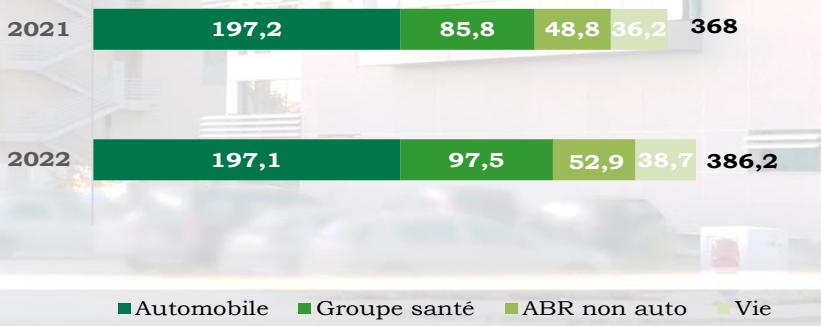
III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

1- Une croissance modérée au vu de la poursuite des efforts d'assainissement

- Poursuivant ses efforts d'assainissement, la croissance des primes acquises du leader du secteur a été modeste, inférieure à celle du marché. Au terme de 2022, les primes acquises de la STAR se sont élevées à 386,2MDt, en hausse de 5% par rapport à 2021. Les primes de la branche auto se sont maintenues stables à 197,2MDt, alors que celles de la branche Groupe santé se sont hissées de 13,6% à 97,5MDt et celles des Risques Techniques & Divers se sont envolées de +25% à 52,9MDt. La croissance des primes acquises de la branche vie a été modeste (+6,9% à 38,7MDt).

- Le management estime que les efforts de nettoyage du portefeuille et notamment de la branche auto permettrait à l'assureur de poursuivre pleinement ses objectifs de croissance rentable.

Evolution et structure des primes acquises en 2022 en (MDt)



STAR: Au-delà des attentes

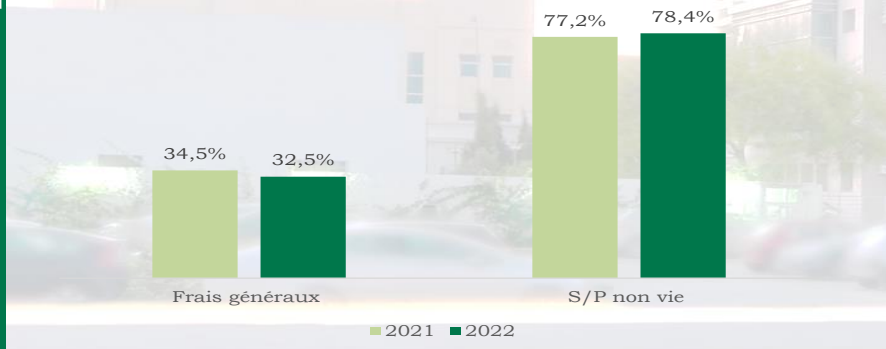
2- Une sinistralité en hausse

- Après une année 2020 clémente en terme de sinistralité et une année 2021 marquée par une envolée des indemnisations de la branche santé collective et vie due aux prestations décès Covid-19, la fréquence de la sinistralité s'est aggravée davantage en 2022 en raison du retour progressif à la normal de la sinistralité après les restrictions connues pendant la période de la Covid-19 et surtout de l'inflation galopante renchérissant le coût des indemnisations.

- Par conséquent, le ratio d'indemnisation non vie (S/P) a augmenté de 1,2 points de pourcentage à 78,4%. Ce ratio tient compte des frais de gestion qui se sont allégés de 2 points de pourcentages pour s'établir à 32,5% des primes émises. En 2021, le ratio S/P non vie avait augmenté de manière conjoncturelle sous l'effet de la fin des plans de départs volontaires ayant permis une réduction des effectifs de 20% entre 2018 et 2021 et du provisionnement des créances douteuses (atteintes du seuil de provisionnement maximal imposé par le CGA).

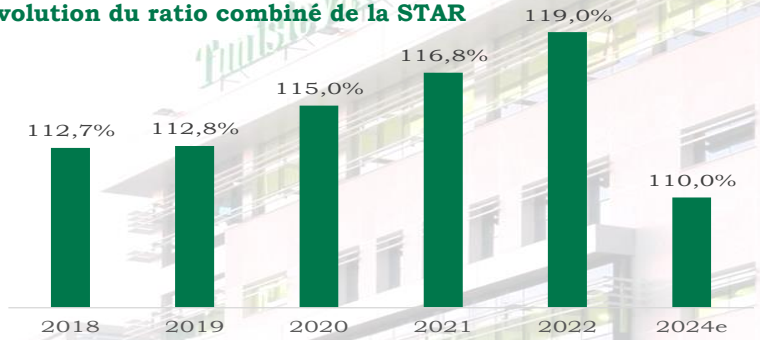
- Néanmoins, le ratio global S/P en 2022 s'est amélioré grâce à la baisse des indemnisations au titre de l'activité vie compte tenu de la sur-sinistralité Covid-19 connue en 2021.

Evolution du ratio (frais généraux/CA) et du ratio d'indemnisation S/P



- Même en l'absence des éléments exceptionnels de l'année dernière (rechargement de provision de gestion et coût du plan de départs à la retraite), le ratio combiné a poursuivi sa trajectoire haussière, s'établissant à 119% en 2022 et ce, en raison de la hausse de la sinistralité. Le management de la compagnie table sur un apaisement du ratio combiné à 110% au terme de 2024.

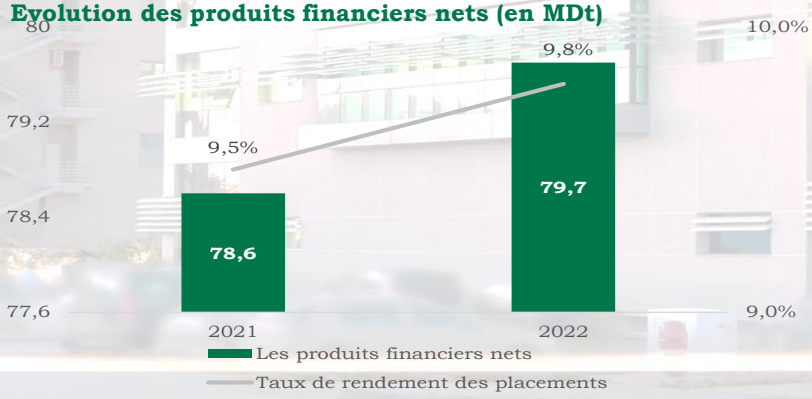
Evolution du ratio combiné de la STAR



3- Des produits financiers en légère amélioration

- En dépit de la hausse des taux et d'une reprise sur provisions pour dépréciation des valeurs mobilières, notamment sur le titre STB, les produits financiers se sont inscrits en légère progression de 1,1% à 79,7MDt et ce, suite à la baisse de la performance boursière du titre SFBT.

Evolution des produits financiers nets (en MDt)

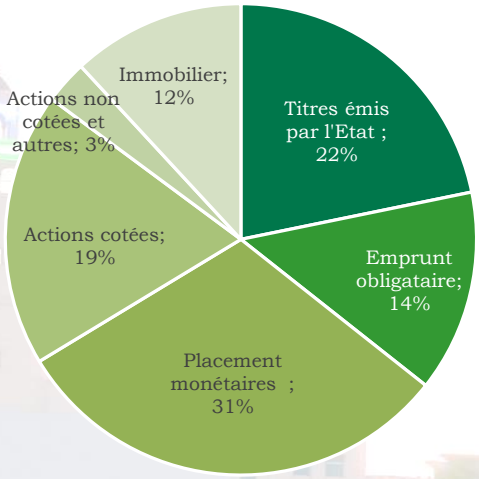


STAR: Au-delà des attentes

4- La consolidation des placements financiers

- L'assureur continue d'étoffer son portefeuille de placement déjà conséquent, se dotant d'un actif net atteignant les 1049MDt, contre 917MDt à fin 2021. Le rendement apparent moyen des placements s'est établi à 9,8%, en hausse de 30 points de base par rapport à 2021.
- Il est important de signaler qu' au 31/12/2022 la plus value latente du portefeuille de placement a été de 195MDt, soit un portefeuille d'une valeur marchande de plus de 1,3 milliard de dinars.

Structure des actifs de la STAR en 2022

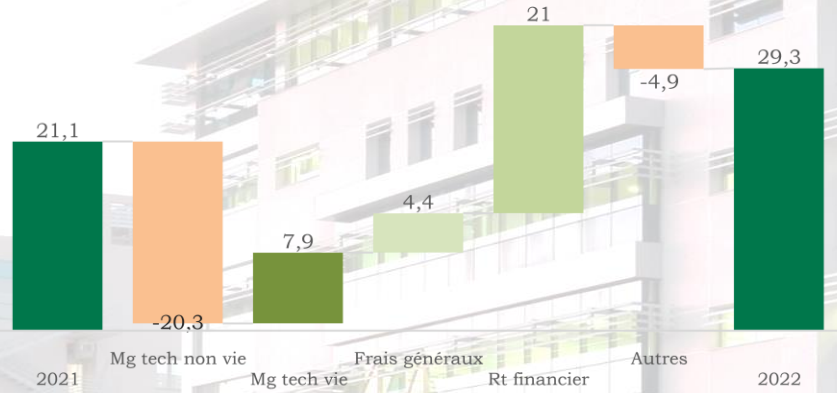


- La STAR jouit d'un actif liquide avec une surpondération de la poche taux et des placements dans des titres cotés. La STAR continue d'être un bailleur de fonds de premier plan pour l'Etat tunisien. En effet, 22% des placements financiers sont des titres émis par l'Etat.

5- Un résultat net en forte ascension

- Le résultat net s'est accru de 39% pour passer de 21,1MDt en 2021 à 29,3MDt en 2022. En effet, la dégradation de la sinistralité a été largement compensée par: la hausse des produits financiers, l'absence d'éléments exceptionnels (rechargement de provision de gestion et coût du plan de départs à la retraite), l'effet de l'impôt (imputation sur les reports déficitaires) et l'impact du plan de départs volontaires sur les frais généraux.

Evolution du résultat net de la STAR (en MDt)



- L'amélioration du résultat financier (+21MDt principalement liée à la neutralisation de la retenue à la source pour les produits de taux conformément à la loi de finances de 2022), de la marge technique Vie (+7,9MDt) et la baisse des frais généraux ont permis de compenser la lourde chute de la marge technique non vie (-20,3MDt) causée par la hausse de la sinistralité exceptionnelle de la branche automobile.

STAR: Au-delà des attentes

6- Robuste comme à l'accoutumée

- A fin 2022, la marge de solvabilité réelle, en amélioration continue a totalisé la somme de 345,4MDt, contre 335,2MDt en 2021, représentant 4,3x la marge de solvabilité réglementaire.

Evolution de la marge de solvabilité en 2022

- Le management de la compagnie précise qu'il est prêt pour le dispositif de solvabilité par les risques en cours d'étude au niveau du CGA et de la FTUSA.

IV- Perspectives d'avenir & prévisions

- En dépit d'une conjoncture difficile marquée par un affaiblissement du pouvoir d'achat, une inflation galopante et un climat d'affaires atone et peu dynamique, la compagnie a réussi à améliorer son bénéfice net de 39% à 29,3MDt.

- Au titre de 2022, le conseil d'administration de la STAR qui se tiendra une AGO le 18 mai 2023, proposera un dividende alléchant de 6,220Dt par action, contre un dividende de 3,650Dt au titre de l'exercice précédent.

- Avec la persistance des difficultés macro-économiques, l'année 2023 sera délicate.

- Néanmoins, le management reste confiant concernant le potentiel de croissance future de la compagnie et se voit bien armé pour saisir toutes les opportunités qu'offre le marché assurantiel, encore sous pénétré en Tunisie. En effet, la STAR a investi dans l'innovation (process et produit) afin de mieux servir ses clients et d'être au diapason de l'ère de la digitalisation. Au service du client, l'innovation permettrait d'améliorer l'offre produit et la qualité de service, moderniser les moyens de communication, accélérer les délais de paiement et simplifier et fluidifier les process. La STAR a enfin achevé la refonte de ses systèmes d'information et la digitalisation des process métiers pour les branches automobiles, IRDS, vie et santé collective.

- L'amélioration de l'offre couplée à la maîtrise des charges d'exploitation (charges personnels et frais généraux), à l'assainissement des niches non onéreuses et aux bons fondamentaux du groupe permettraient à l'assureur de poursuivre pleinement ses ambitions de croissance pérenne.

- Le management table sur un ratio combiné en ligne avec les objectifs de baisse de la sinistralité et de maîtrise des frais généraux, en amélioration de 9 points de base à un ratio cible de 110% au terme de 2024. Le ROE est attendu à 10% vers 2024 contre un ROE de 8,2% en 2022 et de 5,7% à fin 2021.

- Le management de l'assureur se dit prêt pour le passage de ses états financiers aux normes IFRS y compris l'adoption du nouveau modèle comptable IFRS 17 dès Janvier 2023. Le partenariat avec Groupama lui a été d'une grande aide. Le passage aux normes internationales revalorisera significativement l'actif et les capitaux propres de la compagnie Ce qui la ramènera à des niveaux de valorisation encore plus intéressants.

STAR: Au-delà des attentes

V-Comportement boursier et opinion de Tunisie Valeurs

- Le titre STAR a connu un beau parcours boursier en 2022, clôturant l'année sur une ascension de 29,2%. Depuis le début de 2023, le titre STAR affiche une légère progression de 3,9%. En dépit de la hausse du cours boursier, Le titre affiche des niveaux de valorisation attractifs en termes de P/B (un P/B 2022 de 0,9x) et de PE 2023e de 12,1x. Ces niveaux de valorisation attractifs couplés aux bons fondamentaux de la compagnie nous incitent **à réitérer notre opinion à « l'achat » sur la valeur. Le positionnement sur l'action est parfaitement approprié pour un profil d'investisseur « Buy and Hold », à la recherche de valeurs de fonds de portefeuille aux fondamentaux solides et dont l'horizon de placement est à moyen et long terme.**