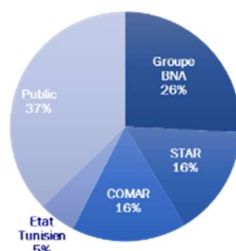


Cours au 06/06/2022 = 6,950D

Actionnariat



Capitalisation boursière = 139MD

(MD)

Indicateurs de marché	2020	2021	2022e
Performance boursière	-2,5%	-5,2%	-2,7%
PE	11,4	8,3	6,9
P/BV	0,7	0,6	0,6
Div Yield	0,0%	3,5%	5,0%
Bénéfice par action	0,612	0,836	1,007
Dividende par action	0,000	0,245	0,350
Actif net par action	10,620	11,196	11,277

Indicateurs financiers (MD)	2020	2021	2022e
Primes acquises nettes	158,3	163,2	101,8
Charges de sinistres	48,5	57,4	50,2
Résultat technique	1,3	2,9	9,3
Bénéfice net	12,2	16,7	20,1
Taux de rétention	51,2%	71,6%	66,0%
Ratio combiné	96,9%	92,5%	91,0%
Taux de couverture	100,0%	109,0%	133,0%

Face aux chocs internes et externes, Tunis Re a fait preuve d'une résilience continue. Elle a pu accomplir de bonnes performances grâce à la vigilance de sa politique de souscription, l'efficacité de son programme de couverture et la solidité de son assise financière.

Avec une gestion rigoureuse, une stratégie bien définie et un parfait respect des ratios prudentiels, Tunis Re dispose de tous les atouts lui permettant de mieux affronter les retombées de la crise sanitaire et encore plus celle de la russo-ukrainienne sachant que les répercussions sont minimes du fait de la faible liaison des affaires avec l'Europe de l'Est.

Avec une capitalisation de 139MD correspondant à 0,6 fois ses fonds propres, le titre Tunis Re est fortement sous-évalué par rapport à ses pairs nationaux ou internationaux.

Présentation :

Tunis Re opère dans le secteur des assurances avec plus de 40 ans d'expérience. Elle a été créée à l'initiative des pouvoirs publics ainsi que le concours des banques et des sociétés d'assurances en Tunisie. Son activité de base consiste à couvrir les risques cédés par les sociétés d'assurance moyennant la réception d'une prime. **Tunis Re** est la seule société en Tunisie qui fait uniquement de la réassurance. Elle a pu maintenir sa présence, à l'échelle nationale, parmi les assureurs nationaux, ce qui lui a valu une part de marché de 17,5%*, et qui lui place en tant que réassureur national de premier ordre.

Outre son positionnement sur le marché local, **Tunis Re** est active à l'international avec un portefeuille diversifié sur différentes zones géographiques.

Avec un capital de 100MD issu de diverses augmentations de capital répétitives, **Tunis Re** a pu améliorer son pouvoir de négociation vis-à-vis des cédantes et par conséquent son volume d'affaires ainsi que la rétention des primes acceptées.

L'effectif de **Tunis Re** est composé de 92 employés avec une majorité de cadres diplômés des différentes universités Tunisiennes.

Depuis plus d'une dizaine d'années et afin de valoriser encore plus son image de marque et sa notoriété, **Tunis Re** est notée par deux agences de notation internationales. L'agence de notation Fitch Ratings a attribué la note AA avec perspectives stables dénotant la solidité financière de la compagnie et surtout sa résilience face aux divers défis à soulever. Cependant et en raison de l'augmentation du risque économique et politique en Tunisie durant les derniers mois, AM Best a abaissé tout récemment la notation de la société à B mais avec des perspectives stables.

* Rapport FTUSA relatif à l'exercice 2020

Performances de la société :

Durant les dernières années, **Tunis Re** a affiché une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 7,8% sur la période 2016-2021 effleurant la barre des 163,2MD en 2021.

La répartition du chiffre d'affaires de **Tunis Re** est toujours dominée par la branche Incendie avec une participation de 39,2%. La branche aviation représentant 5,5% du total des revenus a connu un fléchissement de 30% en 2021 en raison de la baisse du trafic aérien (conséquence de la pandémie COVID-19). Quant à l'activité « Vie », elle a repris sa croissance habituelle courant l'exercice écoulé, rompant ainsi avec les difficultés rencontrées durant l'année 2020 suite à la crise sanitaire. Elle a affiché une progression de l'ordre de 26,6%, toutefois, sa participation au chiffre d'affaires global demeure à 7,2%.

Par marché, la part du chiffre d'affaires étranger domine toujours les revenus de la société avec 53% gagnant 3 points au détriment du marché local fortement impacté par la crise sanitaire.

Tunis Re poursuit son effort commercial pour renforcer sa position sur le marché :

- Maghrébin qui présente des opportunités de développement importantes (+18%) ;
- Africain dont l'économie est en plein essor (+21,9%) ;
- Européen & Asiatique suite au développement des affaires avec la Turquie (+28,4%).

Suite aux changements effectués sur le programme de rétrocession essentiellement au niveau des branches Incendie et Engineering visant une plus grande rétention des primes acceptées, le taux de rétention de Tunis Re s'est nettement apprécié passant à 71,6% en 2021 (contre 51,2% en 2020). En matière de sinistralité, la compagnie affiche un niveau assez raisonnable avec un ratio de 59,6% en 2021 : un niveau assez confortable malgré la hausse du volume des affaires dénotant une bonne maîtrise des risques.

Idem pour la productivité qui, elle aussi, s'est appréciée durant ces dernières avec un ratio combiné de 92,5% contre 108% en 2018, grâce notamment à une meilleure optimisation des charges opérationnelles.

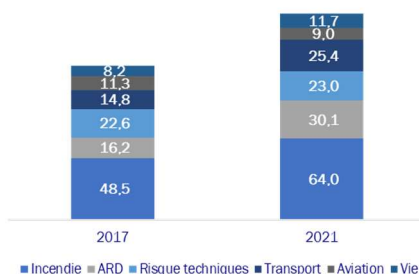
Ainsi, l'activité technique a affiché un résultat net de 2,8MD enregistrant une progression de 29,1% par rapport à 2020.

Etant donné que l'activité technique est très volatile, Tunis Re, et à l'instar des compagnies d'assurances, essaye de contrecarrer cette volatilité par une meilleure gestion de l'activité financière. Dotée d'un portefeuille de plus de 450MD dominé essentiellement par les obligations et les placements monétaires (59%), les produits financiers générés dépassent la barre des 26MD, soit un rendement global du portefeuille de 5,8% dénotant une bonne maîtrise du risque financier.

Evolution du chiffre d'affaires



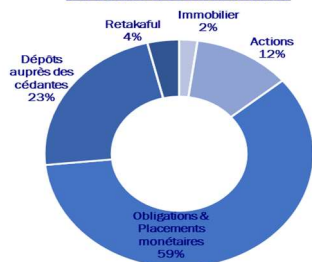
Structure du chiffre d'affaires



Evolution de la sinistralité et de la productivité



Structure des Placements



mD	2020	2021	2022e
Primes acquises nettes	81 726	96 380	101 827
Evolution	-6,4%	17,9%	5,7%
Charge de sinistres	48 519	57 398	50 192
Evolution	-11,5%	18,3%	-12,6%
Résultat technique	1 253	2 870	9 256
Evolution	-174,9%	129,1%	222,5%
Marge technique	1,5%	3,0%	9,1%
Produits des placements	24 255	21 597	25 822
Charges des placements	1 157	1 312	534
Autres produits non techniques	8 246	12 743	12 602
Autres charges non techniques	19 004	17 145	19 908
Impôt	1 043	1 864	2 615
Pertes extraordinaires	316	165	
Résultat net	12 234	16 724	20 141
Evolution	5,0%	36,7%	20,4%
Marge nette	15,0%	17,4%	19,8%



	Pays	P/BV
Tunis Re	Tunisie	0,6
STAR	Tunisie	0,8
SCOR	France	0,8
Swiss Re	Suisse	1,2
Munich Re	Allemagne	1,2
Moyenne		0,9
Assurances Maghreb	Tunisie	1,5
BH Assurance	Tunisie	1,6
Hannover Re	Allemagne	1,7
Astrée	Tunisie	2,2

Le bénéfice net de **Tunis Re** s'élève à 16,7MD en progression de 36,7% par rapport à 2020. **Tunis Re** affiche donc une rentabilité financière satisfaisante de l'ordre de 8,1%.

Comment se présente l'année 2022 ?

Durant le 1er trimestre de l'année 2022, le chiffre d'affaires de la société a affiché une progression de 9% à 54,553 MD et ce grâce à une meilleure diversification du portefeuille que ce soit à l'échelle nationale qu'internationale. Ce volume représente tout de même 34% des objectifs fixés.

Avec le nouveau programme de rétrocession mis en place l'année écoulée, **Tunis Re** continue d'améliorer son taux de rétention à 79% à fin mars 2022.

Au titre de l'année 2022, nous estimons que la compagnie devra afficher un résultat technique de 9,3MD et un résultat net de 20,1MD, en hausse de 20,4% par rapport à 2021.

Pour les prochaines années, les axes de développement de la compagnie s'articulent autour de :

- L'élargissement de la présence de Tunis Re sur les marchés cibles ;
- Développement des compétences ;
- Maintien d'un niveau adéquat de capitalisation tout en renforçant la rentabilité ;
- Et la Digitalisation des process

Comportement boursier et Recommandation :

Depuis 2020, le titre **Tunis Re** cumule une contreperformance de 9,8% qui n'est pas justifiée et qui va à l'encontre des réalisations satisfaisantes de la compagnie ainsi qu'à ses fondamentaux solides.

Actuellement, le titre se traite à des niveaux de valorisation très attrayants. Il est valorisé à 6,9x ses bénéfices estimés pour 2022 affichant ainsi une décote par rapport à ses pairs ainsi qu'à l'ensemble de la place.

Se basant sur le critère Book Value, la valorisation de **Tunis Re** se traite en dessous de ses paires nationales et internationales, telles que Munich Re ou Swiss Re. En effet, le titre se valorise à 0,6 sa valeur comptable contre une moyenne d'un échantillon de réassureurs nationaux et internationaux de 0,9. De plus, le titre offre un rendement en dividende alléchant de 5% : une rémunération que nous jugeons assez satisfaisante.

La rentabilité des fonds propres et le respect des normes prudentielles confèrent à l'action **Tunis Re** un profil attrayant sur le marché.

Nous recommandons de renforcer votre position sur le titre



Contact : Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 656 299
E-mail :
analystes@bnacapitaux.com.tn