

Compte de résultat

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Primes acquises nettes	64,7	70,8	86,0	85,7	81,0	96,4	101,2
<i>Progression</i>		<i>9%</i>	<i>21%</i>	<i>0%</i>	<i>-6%</i>	<i>19%</i>	<i>5%</i>
Charges Sinistres nettes	33,5	44,3	57,7	54,8	48,5	57,4	59,1
<i>Progression</i>		<i>32%</i>	<i>30%</i>	<i>-5%</i>	<i>-12%</i>	<i>18%</i>	<i>3%</i>
Résultat technique non-Vie	5,4	3,2	8,1	-0,6	2,0	5,0	5,3
Résultat technique Vie	1,0	1,1	0,6	-1,1	-0,7	-2,1	-0,7
Revenus des placements	18,9	19,0	24,9	26,9	28,4	26,3	28,5
<i>Progression</i>		<i>1%</i>	<i>31%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>-8%</i>	<i>9%</i>
Résultat net	15,9	12,3	17,1	11,7	12,2	16,7	19,0
<i>Progression</i>		<i>-23%</i>	<i>39%</i>	<i>-32%</i>	<i>5%</i>	<i>37%</i>	<i>14%</i>
Marge nette	24,6%	17,4%	19,9%	13,6%	15,1%	17,4%	18,8%

Source: Tunis Re et estimation de Tunisie Valeurs

- **Tunis Re a tenu, le 3 Juin 2022, son Assemblée Générale Ordinaire au cours de laquelle le management est revenu sur les réalisations du réassureur en 2021.**
- **En 2021, en dépit de la persistance des difficultés économiques en Tunisie, le réassureur national a vu son chiffre d'affaires progresser de 3% pour s'établir à 163,1MDt. La charge sinistre brute a retrouvé le niveau pré-Covid, reculant de 58% pour s'établir à 77,3MDt, ce qui a permis au réassureur d'améliorer son résultat net (en +37% à 16,7MDt).**
- **Tunis Re jouit d'une forte diversification géographique et d'une stratégie rigoureuse de rétrocession lui permettant de limiter ses risques. La qualité de son portefeuille, la conformité de ses ratios avec les standards internationaux, ainsi que sa capacité bénéficiaire confortable sont ses principaux atouts .**
- **Les bons fondamentaux du réassureur (un ratio combiné de 92,5%, un ratio de couverture de 109%, dépassant la norme réglementaire requise) et ses niveaux de valorisation attractifs (un P/B 2021 de 0,6x), appuient notre opinion positive sur le titre. Toutefois, au vu du contexte économique morose, nous recommandons un positionnement sur l'action sur un horizon moyen-long terme.**
- **L'assemblée générale ordinaire a proposé la distribution d'un dividende de 0,350dt au titre de l'exercice 2021, distribuable à partir du 16 Juin 2022.**

Prix : 6,970DT

Achat (+)

Actionnariat

BNA Participations :	18,9%
STAR :	15,6%
Assurance Comar :	16%
CTAMA :	5,0%
MAE :	5,0%
Autres actionnaires :	39,5%

Capitalisation boursière: 139,4 MDt

Ratios boursiers*:

PER 2022e:	8,3x
Yield 2021:	5%
P/B 2021:	0,6x
Performance 2022:	-2,38%

* Données au 3/06/2022.

« La qualité de portefeuille de Tunis Re, la conformité de ses ratios avec les standards internationaux, ainsi que sa capacité bénéficiaire confortable sont autant d'arguments qui confortent notre opinion positive sur le titre »

I- Présentation de la société et du contexte national et international du secteur de l'assurance en 2021

1)- Présentation de Tunis Re : Le leader national incontesté

- Créée à l'initiative des pouvoirs publics en 1981, Tunis Re est pionnière dans le secteur de la réassurance en Tunisie. Il s'agit de l'unique pur réassureur en Tunisie, jouissant d'une bonne notoriété et d'une profonde connaissance du secteur.

- Tunis Re est le leader incontesté de la réassurance en Tunisie avec une part de marché dépassant les 20%. La compagnie est active à l'international (53% de son chiffre d'affaires), bénéficiant d'un portefeuille d'activités qui s'étale sur différentes zones géographiques, notamment les pays arabes, le Maghreb, l'Afrique, l'Europe et l'Asie.

- L'internationalisation de Tunis Re s'inscrit dans le cadre de sa stratégie de diversification dans le but de conquérir une nouvelle clientèle et d'élargir sa gamme de produits dans la mesure où le marché tunisien est très étroit.

- En 2021, Fitch ratings a confirmé la notation de Tunis Re à AA(TN) avec des perspectives stables. Selon l'agence, la notation reflète les progrès continue de Tunis Re dans sa gestion des risques d'entreprise par rapport aux pratiques sur le marché local, la position de leader de la société sur le marché local, ses solides fondamentaux de crédit par rapport à ceux de ses pairs tunisiens pendant la pandémie de COVID-19, son profil commercial

très solide à l'échelle locale, sa forte rentabilité et son risque d'actif modéré. Selon l'agence, les pratiques de gestion des risques de Tunis Re se rapprochent des pratiques des normes de solvabilité 2 de l'Union Européenne. Toutefois, la notation du réassureur est entachée par la dégradation de la notation souveraine.

- Confirmant la qualité de son activité financière, Tunis Re a reconduit, en 2021, sa certification MSI 20000 à la suite d'une opération approfondie pour la réévaluation de la certification.

2)- Un contexte international marqué par une sinistralité inédite dépassant celle de 2020

- En 2021, le marché mondial de l'assurance et de la réassurance a été confronté à des enjeux de taille. Face à une sinistralité exceptionnelle dépassant celle de 2020, le secteur a affronté un climat d'incertitude inédite marqué par la hausse de la sinistralité des catastrophes naturelles et la persistance de la pandémie et de ses impacts.

- Les catastrophes naturelles ont causé des dégâts records dans le monde en 2021. Les pertes économiques mondiales dues à ces catastrophes naturelles et d'origine humaine se sont élevées à 280 milliards USD. Le total des pertes assurées s'est élevé à 119 milliards USD et a été bien supérieur aux 99 milliards USD enregistrés une année plus tôt et à la moyenne décennale de 87 milliards USD. Les pertes du secteur de l'assurance et de la réassurance dues à la pandémie de COVID-19 jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2021 s'élèvent à près de 45 milliards de dollars, contre plus de 35 milliards de dollars en 2020.

- A l'échelle nationale, l'année 2021 a été consacrée au pansement des plaies sociales du covid-19 et à la redynamisation des filières affaiblies par cette crise sanitaire.

- A fin 2021, les primes émises nettes du secteur de l'assurance se sont élevées à 2548MDt, soit une progression annuelle de 7,9% et un TCAM de 8,4% entre 2016 et 2021. La branche automobile accapare, à elle seule, 43% du total des primes émises.

- Les sinistres réglés du secteur ont enregistré une progression annuelle de 11% pour s'établir à 1497MDt. Les branches les plus sinistrées (en terme de nombre de sinistre et d'indemnisations) ont été les branches Transport et Vie.

- Il s'en est suivi que le ratio d'indemnisation a pris 2 points de pourcentage, pour s'établir à 54%.

- Les placements ont marqué une croissance de 10% pour atteindre 7 513 MDt contre 6 843 MDt une année auparavant.

Evolution de l'activité d'assurance en Tunisie entre 2016-2021

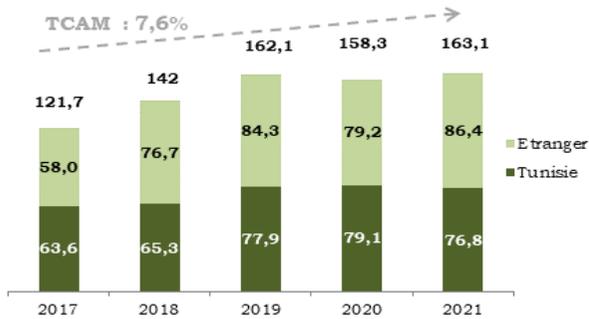


II- Faits & éléments saillants 2021

1)- Une collecte de primes affectée par la crise

En dépit de la persistance des difficultés économiques en Tunisie, le réassureur national a vu son chiffre d'affaires progresser de 3% pour s'établir à 163,1MDt. Durant les cinq dernières années, la collecte de primes de Tunis Re a évolué à un TCAM de 7,6%, en ligne avec le niveau du secteur de l'assurance en Tunisie et celui des réassureurs internationaux.

Evolution des revenus entre 2017 et 2021 (En MDt)

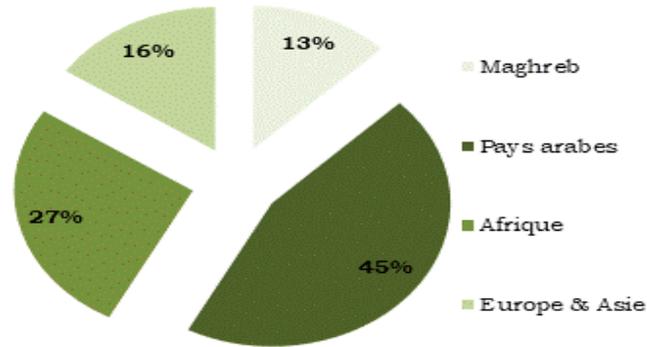


Plus que la moitié des primes a été collectée sur les marchés internationaux en 2021. Tunis Re jouit d'une forte diversification géographique qui lui permet de limiter ses risques. Le réassureur est présent sur marchés africains 45% et Maghrébins (13%).

La structure du portefeuille de Tunis Re montre sa forte exposition aux branches suivantes: l'Incendie (39% du chiffre d'affaires), Risques Techniques (14%), Accident Risque Divers (18%) et l'Aviation (6%). Ces activités, intimement liées à la croissance économique, peinent à redémarrer, ce qui explique entre autres la volonté de Tunis Re d'accroître ses parts de marché à l'étranger et de se

positionner parmi les plus grands réassureurs de la région.

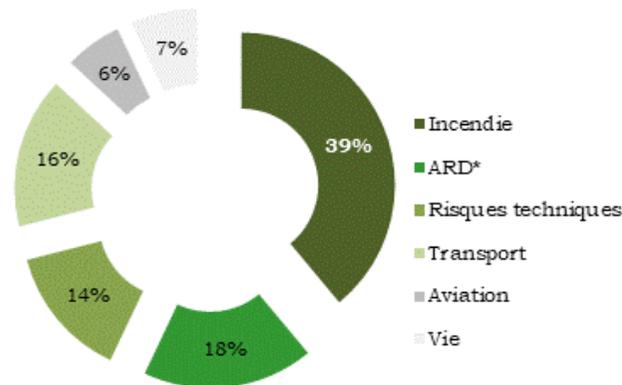
Structure du chiffre d'affaires à l'export en 2021



2)- Une sinistralité en baisse

L'année 2021 a été clémente en terme de sinistralité. La charge sinistre brute a retrouvé le niveau pré-Covid, affichant une baisse de 58% pour s'établir à 77,3MDt contre 183,7MDt en 2020. Cette amélioration s'est répercutée sur le ratio de

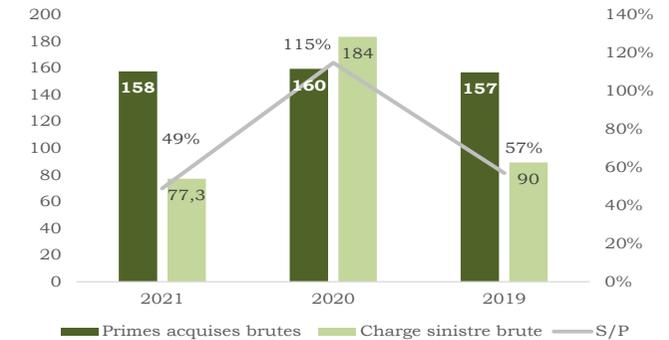
Répartition du chiffre d'affaires par branche en 2021



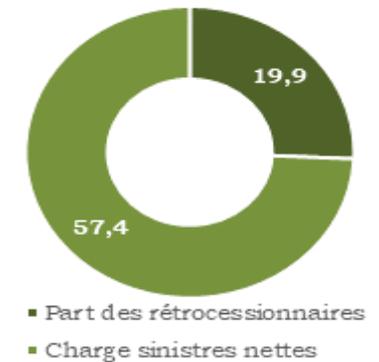
sinistralité S/P qui a connu une appréciable baisse de 66 points de pourcentage à 49%.

Grâce à la baisse des indemnités, le réassureur a pu assouplir cette année sa stratégie de rétrocession, rétrocédant uniquement 26% de sa charge contre 74% rétrocédé l'année dernière. Tunis Re mène une stratégie de rétrocession conservatrice et efficace grâce au liens forts que tisse le réassureurs avec ses rétrocessionnaires. La charge sinistre nette s'est établie à 57,4MDt, soit une hausse de 18,3% par rapport à 2020.

Evolution de la sinistralité 2019-2021

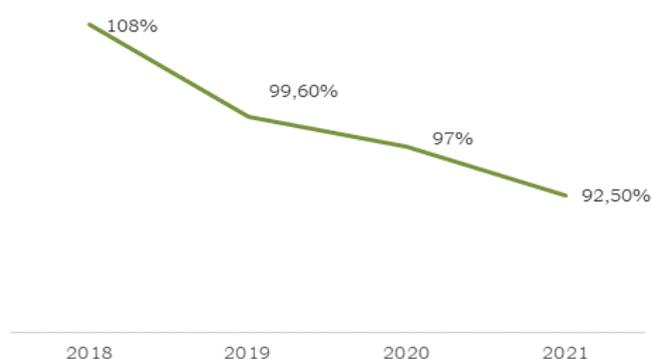


Répartition de la charge sinistre en 2021 (En MDt)



▪ A l'instar du taux de sinistralité, le ratio combiné, indicateur clé qui rapporte les charges de sinistres et frais d'exploitation aux primes nettes, a affiché une amélioration notable au cours de ces dernières années passant de 108% en 2018 à 92,5% en 2021. Ceci traduit principalement les efforts d'une politique de réassurance plus rigoureuse et une bonne maîtrise des charges d'exploitation.

Evolution du ratio combiné 2018-2021

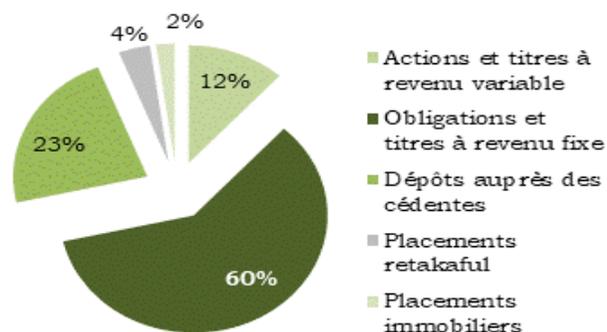


3)- Une stratégie conservatrice

▪ Tunis Re a maintenu stable ses provisions techniques à 415,7MD. Un niveau confortable dénotant de la stratégie conservatrice du réassureur. Le taux de couverture des provisions par les placements s'est établi à 108,8%.

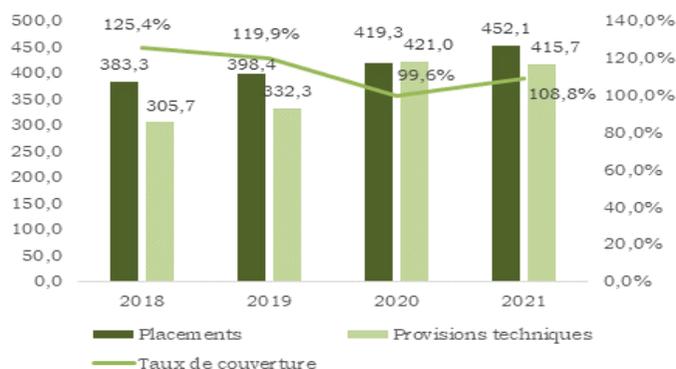
▪ La structure des placements de Tunis Re témoigne également de sa stratégie conservatrice au vu de sa forte exposition aux produits à revenu fixe (60% des ses placements). Toutefois, le contexte actuel de taux révisés à la hausse devrait améliorer la rentabilité des placements du réassureur, qui a su profiter du contexte favorable durant les années écoulées renforcer son assise financière et élargir ses placements, s'élevant à 452,1MDt à fin 2021.

Structure des placements de Tunis Re en 2021



▪ L'élargissement des placements et la stabilité des provisions technique en 2021 a permis l'amélioration du taux de couverture, se bonifiant de 9,2 points de pourcentage pour se stabiliser à 108,8%, dépassant de la norme réglementaire de 100%.

Evolution du taux de couverture 2018-2021



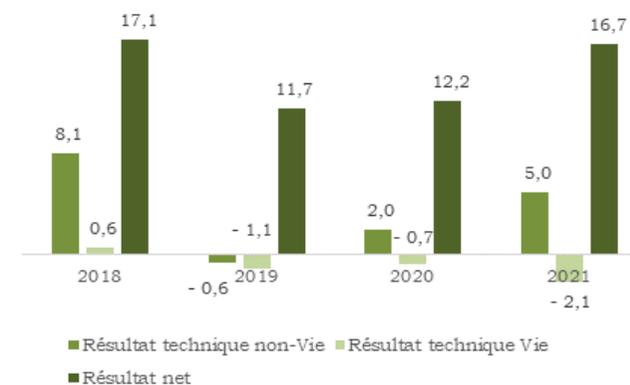
4)- Une rentabilité au Rendez-Vous

▪ En dépit de la baisse des revenus de placement, les revenus de placements (-8% à 26,3MDt), Tunis Re a réussi à affiché un résultat net en progression de 37% à 16,7MDt.

▪ Le résultat technique non vie s'est amélioré pour s'établir à 5MDt, contre un résultat de 2MDt en

2020. Le résultat technique de la branche vie a été déficitaire de -2,1MDt à fin 2021 en raison de l'augmentation des prestations décès Covid-19.

Evolution du résultat net et des résultats techniques



IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

▪ Le métier de la réassurance nécessite de grandes capacités en termes de fonds propres afin de pénétrer des marchés rentables. L'amélioration de la notation de Tunis Re est de bon augure mais un renforcement des fonds propres serait la panacée. Le réassureur renforce sa présence sur les marchés étrangers. 2022, s'annonce une année difficile au vu du contexte économique local détérioré. A l'échelle internationale, un ralentissement de la reprise économique est attendue. Un affaiblissement du dinar impacterait positivement la croissance des revenus en raison de la part croissante des primes libellées en devise, mais serait à double tranchant, altérant la capacité de rétention du réassureur et augmentant la charge des indemnités. L'unique pur réassureur

compte poursuivre ses ambitions stratégiques en renforçant ses fonds propres, diversifiant ses marchés cibles tout en poursuivant sa stratégie sélective et rigoureuse afin de mieux gérer ses risques. Pour L'année 2022, le management annonce une croissance de 5% de ses primes acquises nettes, un ratio combiné de 91% et un ROE de 8,5%.

- Depuis son introduction en bourse le parcours du titre Tunis Re n'a pas été fameux. Le titre ne cesse de perdre du terrain sur les 5 dernières années. En 2022, le titre s'est effrité de -2,4%.

- Actuellement, Tunis Re traite à une capitalisation de 139,4 MDt, correspondant à 0,6x son Actif Net. Ces niveaux de valorisation attractifs (en dessous de la moyenne de notre échantillon) couplés aux bons fondamentaux de la compagnie et à sa rémunération en dividende plutôt généreuse (Yield de 5% en ligne avec la moyenne de notre échantillon), nous incitent à **réitérer notre une opinion « Achat » sur la valeur.**

- **Toutefois, au vu du contexte économique épineux et la fébrilité des investisseurs pour ce secteur en ces temps de crise, 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.**

« les niveaux de valorisation attractifs du réassureur couplés à ses bons fondamentaux appuient notre recommandation d'achat sur un horizon de placement Moyen-Long terme »

Echantillon de comparables régionaux et internationaux

Société	Pays	P/E 2022e (x)	P/B2021 (x)	YIELD 2021
Tunis Ré	Tunisie	8,3	0,6	5,0%
BH Assurance	Tunisie	9,3	1,6	2,3%
STAR	Tunisie	12,9	0,7	3,2%
SCOR SE	France	10,4	0,7	7,7%
Munich Reinsurance Company	Allemagne	9,8	1,2	5,7%
Swiss Ré	Swisse	12,7	1,3	8,9%
Médiane de l'échantillon	-	10,1	0,9	5,4%

Source: Infinaancials et Tunisie Valeurs