

Points clés

- ♦ En 2021, le secteur coté de l'assurance en Tunisie a connu une accélération du rythme de la collecte des primes émises (+6,8% à 907MDt), après la forte décélération de l'activité du secteur en 2020 (un ralentissement de la croissance à +2,4%) suite au ralentissement de l'activité économique en raison de la crise sanitaire.
- ♦ Toutefois, après une année 2020, marquée par une baisse de la sinistralité des branches automobile et maladie grâce au confinement général décrété courant l'année pour endiguer la pandémie, 2021 a connu un retour à la normale des activités d'indemnisations. Sans exceptions, tous les assureurs cotés ont connu une hausse à deux chiffres de leurs sinistres réglés.
- ♦ Nous avons révisé à la baisse la rentabilité de la majorité des assureurs pour tenir compte aussi bien de la hausse de la sinistralité (notamment de la branche automobile et maladie) en l'absence d'un confinement ainsi que de la décélération de la croissance des produits financiers avec la révision à la baisse des taux d'intérêts décidée en 2020.

II- Faits & éléments saillants à fin Décembre 2021

1)- Les primes émises: une accélération du rythme de la collecte

- A fin 2021, le total des primes émises du secteur de l'assurance coté (STAR, ASTREE, BH Assurance et Assurances Maghrebria) a atteint 907MDt, soit une progression de 6,8% par rapport la même période en 2020 et un TCAM de 5,6% sur la période 2018-2021. Nous constatons une accélération du rythme de la collecte des primes émises en 2021, après la forte décélération de l'activité du secteur en 2020 (+2,4%) suite au ralentissement de l'activité économique en raison de la crise sanitaire. Une accélération encore plus importante que celle d'avant crise (un TCAM de 4,4% entre 2017-2019).
- La STAR, le leader incontesté du secteur continue de freiner le rythme de la croissance des primes collectées du secteur, avec des primes émises en légère progression de 1,1% en glissement annuel à fin 2021, contre des primes émises nettes en retrait (-1,6%) en 2020. Le leader poursuit, en effet, ses efforts de nettoyage du portefeuille de la branche automobile.

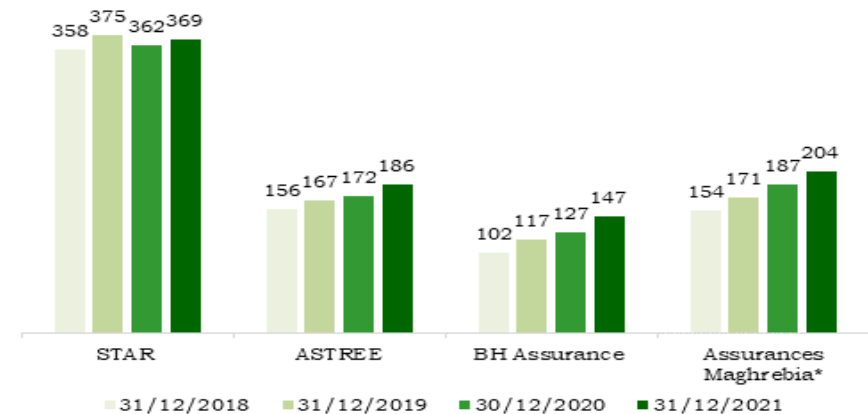
Evolution des primes émises nettes du secteur coté (en MDt)

TCAM des primes émises de la STAR (2018-2021) : 1,1%

TCAM des primes émises de ASTREE (2018-2021) : 6,1%

TCAM des primes émises de BH Assurance (2018-2021) : 13,2%

TCAM des primes émises de Assurances Maghrebria (2018-2021) : 9,8%



* Les primes émises d'Assurances Maghrebria tiennent uniquement compte de la branche non-vie.

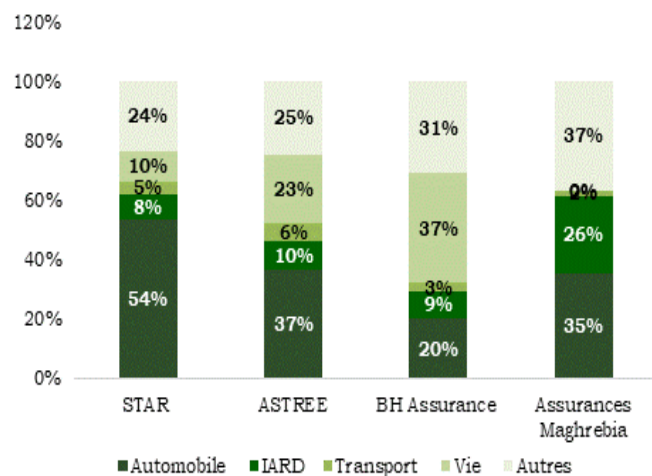
- BH Assurance, Assurances Maghrebria et ASTREE ont vu leurs primes émises croître respectivement de 16%, 8,8% et 8,1% en 2021.

- La structure des primes émises à fin 2021 montre une répartition assez différente entre les différents assureurs cotés.

- La STAR continue d'être l'assureur le plus exposé à la branche automobile, d'habitude la plus sinistrée, représentant 54% du total des primes émises de l'assureur, contre une exposition de 20%, 35% et 37%, respectivement pour BH Assurance, Assurances Maghrebria et ASTREE.

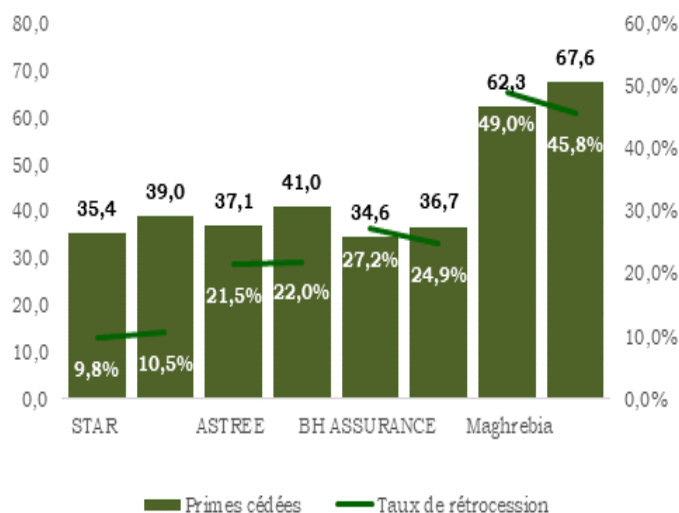
- BH Assurance est, l'assureur le plus exposé à la branche vie, généralement la plus profitable (ce n'est pas le cas en 2021 suite à une hausse des prestations décès Covid-19), représentant 37% du total de ses primes émises. La branche vie demeure encore faiblement développée chez la STAR, représentant uniquement 10% de ses primes émises.

Structure des primes émises nettes du secteur coté



- Le taux de rétrocession des primes varie d'une compagnie à une autre mais il demeure bien stable comme le témoigne la graphique ci-dessous.

Le taux de rétrocession des assureurs cotés



2) La sinistralité : en 2021, un retour à la sinistralité habituelle

- Après une année 2020, marquée par une baisse de la sinistralité des branches automobile et maladie grâce au confinement général décrété courant l'année pour endiguer la pandémie, 2021 a connu un retour à la normale des activités d'indemnisations.

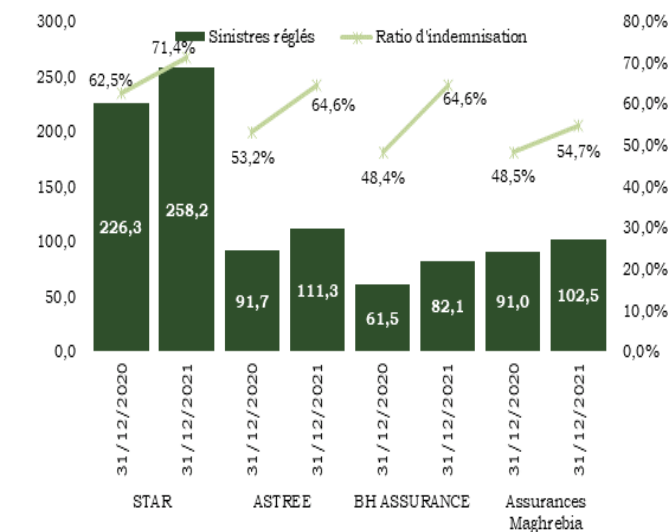
- Sans exceptions, tous les assureurs de la place ont connu une hausse à deux chiffres de leurs sinistres réglés. A fin 2021, la compagnie BH Assurance a été la plus touchée, témoignant d'une progression de 33,5% de ses charges sinistres à 82,1MDt.

Par conséquent, son ratio d'indemnisation (Sinistres réglés/ Primes émises) s'est engraisé de 16,2 points de pourcentage pour s'établir à 57,4%.

- STAR, ASTREE et Assurances Maghrebria ont affiché des croissances respectives de leurs indemnisations de 14,1%, 21,4% et de 12,7% pour s'établir respectivement à 258,2MDt, 111,3MDt et 102,5MDt.

- La hausse enregistrée de la sinistralité des deux branches automobile (en l'absence du confinement comparé à l'année précédente) et maladie (hausse des règlements santé collectives et aux prestations décès Covid-19) devrait impacter négativement les résultats techniques et la profitabilité des assureurs.

Evolution des sinistres réglés du secteur coté (en MDt)



3) Le produit des placements : une décélération de la croissance des produits financiers

Comme anticipé, la croissance des produits de placement, demeure positive, mais en perte de vitesse pour la majorité des assureurs de la place.

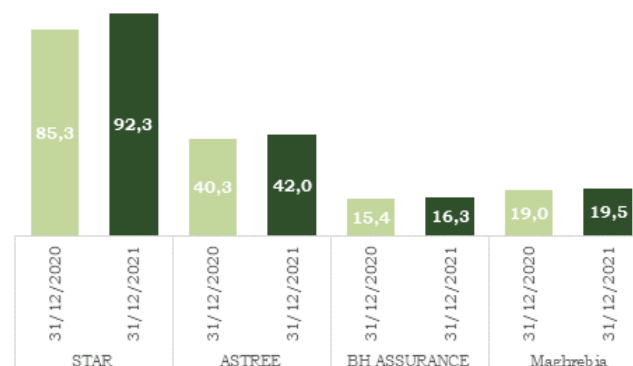
Pour rappel, en Mars 2020, la banque centrale a révisé à la baisse de 100 points de base son taux directeur pour le ramener de 7,75% à 6,75%. Le 30 Septembre de la même année, la BCT a également baissé son taux directeur de 50 points de base à 6,25%. Nous nous attendions que la révision à la baisse des taux d'intérêt impactera les placements des assureurs à partir de 2021 et que l'ampleur de la baisse dépendra de l'exposition du portefeuille aux taux fixe vs. variable.

Paradoxalement, 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 2020), a vu ses produits de placement progresser de 8,2% pour s'élever à 92,3MDt. Une progression, même si à un rythme décéléré, s'explique notamment par un portefeuille qui tire encore profit des taux élevés à court terme.

La décélération de la croissance des placements a été encore plus visible pour Astree et BH Assurance, pourtant ces derniers présentent une moindre exposition aux titres à revenu fixe (34,6% du total actif d'Astree en 2020 et 41,4% du total actifs en 2020 de BH assurance)

Assurances Maghrebria, fortement exposée aux titres à revenu fixe (80,5% du total actifs en 2020), a affiché des produits de placements, en légère progression de 2,6% à 19,5MDt.

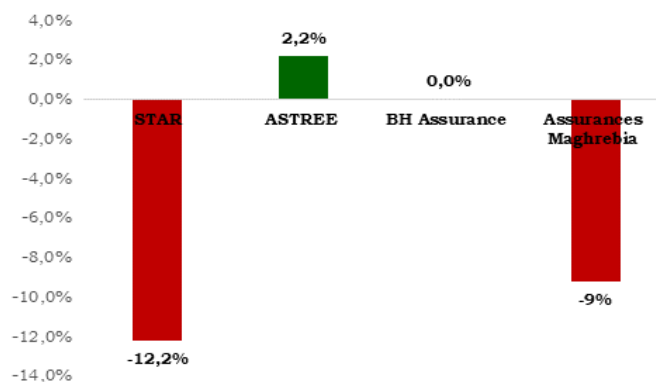
Evolution des produits de placement du secteur coté (en MDt)



III- Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs

Très peu échangée, les compagnies d'assurance n'attirent quasiment pas les investisseurs, notamment avec des indicateurs d'activité décevants, à fin 2021, marqués par un retour à la sinistralité habituelle et par une décélération de la croissance des placements financiers.

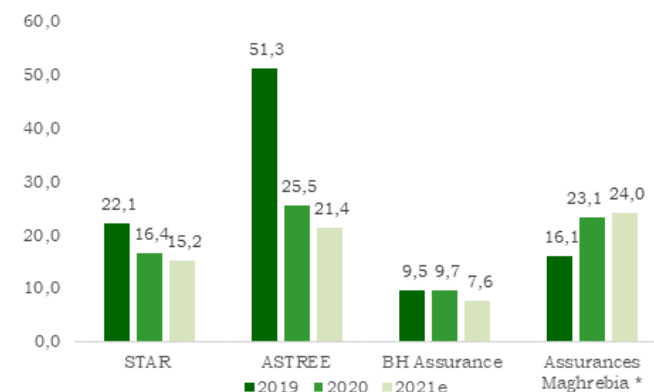
La STAR et Assurances Maghrebria affichent les Performance boursière du secteur depuis le début de l'année



moins bonnes performances boursières du secteur, se délestant respectivement de 12,2% et de 9,2% depuis le début de l'année. BH Assurance fait du surplace alors qu' Astree affiche une molle croissance de 2,2% depuis le début de l'année.

Les réalisations des assureurs à fin 2021, nous ont poussé à revoir à la baisse nos prévisions pour quasiment l'ensemble du secteur coté (à l'exception d'Assurances Maghrebria). En effet, l'impact de la crise sanitaire s'est fait sentir davantage en 2021 qu'en 2020. Et pour causes, 1/- des indemnisations de la branche maladie en hausse suite à la hausse des règlements santé collectives et aux prestation décès Covid-19, et 2/ une hausse de la sinistralité en l'absence d'un confinement (notamment pour la branche auto). 3/ une décélération de la croissance des produits financiers avec la révision à la baisse des taux d'intérêts en 2020. Le graphique ci-dessous présente les résultats nets estimés en 2021 des assureurs cotés.

Une capacité bénéficiaire prévue en déclin en 2021 (en MDt)



* Il s'agit des résultats nets part du groupe

Source: Estimations de Tunisie Valeurs

- **La STAR** traite à une décote comparativement au secteur coté tunisien et à ses pairs régionaux en terme de P/B. Le titre s'échange à des multiples P/E 2022e et P/B 2021e respectifs de 15x et de 0,7x pour un secteur qui traite à 15x sa capacité bénéficiaire et 1,8x ses fonds propres. Nous recommandons le titre à l'« **Achat** ».

- **Assurances Maghreb** traite à une décote comparativement au secteur coté tunisien et à ses pairs régionaux, s'échangeant à des multiples P/E 2022e et P/B 2021e respectifs de 11x et de 1,6x. Le titre propose un rendement en dividende de 3,2%, en ligne avec le yield médian du secteur. Nous recommandons le titre à l'« **Achat** ».

- **Astree** traite à des multiples P/E 2022e et P/B 2021e respectifs de 18,3x et de 2,2x, une valorisation un peu plus chère que la médiane de notre échantillon. L'attrait de la valeur réside dans sa distribution généreuse (un yield 2021e de 3,8% contre un yield médian de 3,1% pour le secteur coté Tunisien). Nous recommandons de « **Conserver** » le titre.

- Traitant à des multiples P/E 2022e et P/B 2021e respectifs de 9,5x et de 1,8x, le niveau de valorisation de **BH Assurance** est plutôt en ligne avec la moyenne de notre échantillon. Néanmoins, la rémunération en dividende du titre est peu généreuse. Il nous semble opportun de « **Conserver** » le titre.

Multiples de valorisation des assureurs cotés et de leurs pairs régionaux

Société	Pays	P/E 2022e (x)	P/B2021e (x)	YIELD 2022e
STAR	Tunisie	15,0	0,7	3,6%
Maghreb	Tunisie	11,0	1,6	3,2%
BH Assurance	Tunisie	9,5	1,8	2,1%
ASTREE	Tunisie	18,3	2,2	3,8%
Wafa Assurance	Maroc	26,5	2,7	N.D
Saham Assurance	Maroc	28,5	1,2	N.D
Rand Merchant Investment Holding	Afrique du Sud	13,2	N.D	3,0%
The Company for Cooperative Insurance	Arabie Saoudite	39,4	3,5	1,0%
Anadolu Anonim Turk Sigorta Si...	Turquie	4,3	N.D	N.D
Médiane de l'échantillon	-	15,0	1,8	3,1%