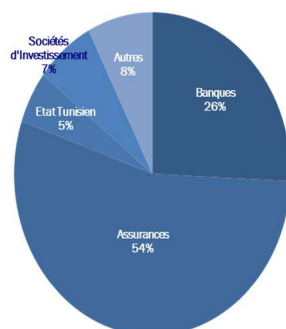


Cours au 20/11/2022 = 6,480D

Capitalisation boursière = 129,6MD

Indicateurs de marché	2020	2021	2022	2023e
Performance boursière	-2,5%	-5,2%	2,8%	-1,6%
PE	10,6	7,7	6,5	6,5
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5
Div Yield	8,5%	3,8%	5,4%	6,2%
Bénéfice par action	0,6	0,8	1,0	1,0
Dividende par action	0,550	0,245	0,350	0,400

Actionnariat



Indicateurs financiers :

EN (MD)	2019	2020	2021	2022	TCAM
Chiffre d'affaires	162,1	158,3	163,2	195,3	6,4%
Variation	-	-2,4%	3,1%	19,7%	
Primes acquises nettes	87,3	81,7	96,4	126,9	13,3%
S/P Non vie	62,3%	60,3%	57,2%	52,5%	
S/P vie	67,4%	49,0%	83,3%	68,0%	
S/P Global	62,8%	59,4%	59,6%	53,7%	
Ratio combiné Global	99,6%	96,9%	92,5%	91,7%	
Ratio combiné Non vie	99,5%	96,3%	90,1%	90,7%	
Ratio combiné Vie	101,1%	98,7%	116,8%	103,9%	
Bénéfice net	11,7	12,2	16,7	19,9	19,4%

Marché mondial de la réassurance :

Au cours des cinq dernières années, les quatre grands réassureurs européens et par la même mondiaux, à savoir : Munich Re, Swiss Re, Hannover Re et SCOR, réalisent des performances en demi-teinte par rapport à la moyenne mondiale. Leur taux de croissance des primes sur cinq ans (6,5%) est inférieur de près de 2 points à celui enregistré par l'ensemble des réassureurs (8,4%). Autre point à leur désavantage, leur sinistralité non-vie est plus élevée que celle des autres compagnies avec un rapport S/P de 71,3% contre 69,9% pour le reste du marché. Toutefois, le ratio combiné non-vie, principal indicateur de performance technique, est identique pour les deux ensembles, à savoir 102,6%. Les performances des leaders mondiaux de la réassurance sont, par contre, meilleures que celles des autres réassureurs, en termes de retour sur investissements (ROE). Leur ROE est en moyenne de 5,2% pour les cinq dernières années, contre 4,4% pour l'ensemble de la profession.

Par ailleurs, en 2023 de nouveaux risques viennent prolonger les risques majeurs, les plus critiques pouvant affecter l'activité des réassureurs dans le monde, à savoir les risques de l'Intelligence Artificielle et Big Data. Ces risques viennent s'ajouter aux top list de 2022 (Changement Climatique, Instabilité géopolitique, Instabilité géopolitique, Risques énergétiques, etc...), dont la tension s'est sensiblement exacerbée au cours de 2023, suite au phénomènes climatiques et les conflits armés au proche et moyen orient.

Tunis Re :

L'année 2022 a marqué la confirmation des performances avec un chiffre d'affaires en croissance soutenue depuis 2019 (TCAM +6,4%). Par ailleurs, la Tunisienne de réassurance a réussi en renforçant ses fonds propres à optimiser ses capacités (nette augmentation de la rétention à 70,3%) boostant l'augmentation des primes acquises qui affichent un TCAM de 13,3%. D'un autre côté, **Tunis Re** affiche une progression soutenue de la qualité de son portefeuille qui présente une amélioration considérable de la sinistralité de 2019 à 2022 et une nette amélioration de son ratio combiné avec un résultat technique positif depuis 2022.

En récompense à ces efforts, le bénéfice net du Réassureur Tunisien a affiché un TCAM de 19,4% sur la période de référence en passant de 11,7MD en 2019 à quasiment 20MD en 2022.

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 exclusivement de la réassurance, et qui est bien ancrée sur son marché domestique, où elle joue un rôle stratégique de premier ordre, ce qui lui a valu une part de marché de 17,6%*, consacrant ainsi sa qualité de **Réassureur National**.

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 et des fonds propres de plus de 236MD, **TunisRe** 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** respecte une égalité parfaite du genre et il est composé de 89 employés avec une majorité dominante de cadres diplômés des différentes universités Tunisiennes et étrangères.

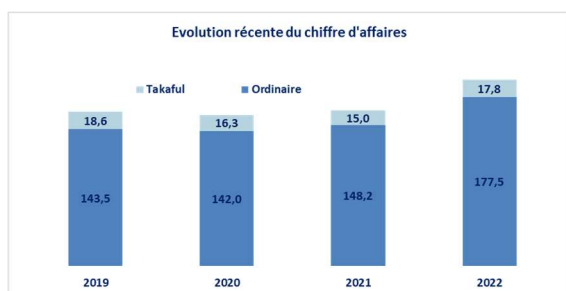
Depuis plus d'une dizaine d'années et afin de valoriser encore plus son image de marque et sa notoriété, **Tunis Re** est notée par deux agences de notation internationales. En effet, l'agence de notation Fitch Ratings lui a récemment confirmé la note **AA** avec perspectives stables (Juillet 2023) dénotant la solidité financière de la compagnie et surtout sa résilience face aux divers défis à soulever. Quant à AM Best, tout en signalant la force bilancielle, la performance et la résilience de la société, elle lui a fait subir quand même l'impact de la notation souveraine, en lui attribuant la notation **internationale B** avec des perspectives négatives compte tenu du contexte du pays. Par ailleurs, **Tunis Re** a renouvelé sa certification MSI 20000 ponctuant sa crédibilité financière au niveau international.

Performances de la société :

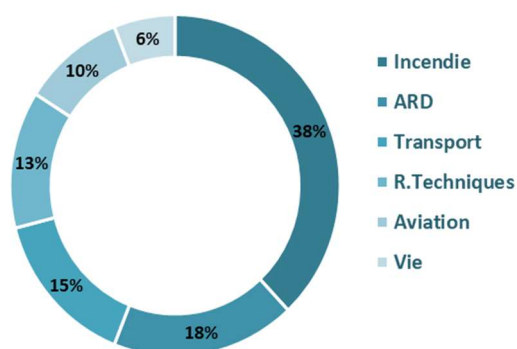
Durant les dernières années, **Tunis Re** a affiché TCAM de son chiffre d'affaires de 6,4% sur la période 2019-2022 surplombant la barre des 195MD en 2022.

La répartition du chiffre d'affaires de **Tunis Re** est toujours dominée par la branche Incendie avec une participation de 38% en recul de 1point par rapport à 2021, suivie de la branche ARD avec 18% et la branche Transport avec 15%. La branche Risques Techniques suit en prépondérance avec 13% et la branche la ranche Aviation avec 10% de part du chiffre d'affaires en amélioration de 4 points par rapport à 2021. Enfin, la branche Vie, qui s'accapare 6% de part du portefeuille. La performance de la branche aviation est attribuable à la reprise de l'activité habituelle du trafic aérien après deux années de perturbation causée par la pandémie du Covid-19 ainsi qu'à la souscription d'une nouvelle affaire au niveau des acceptations facultatives.

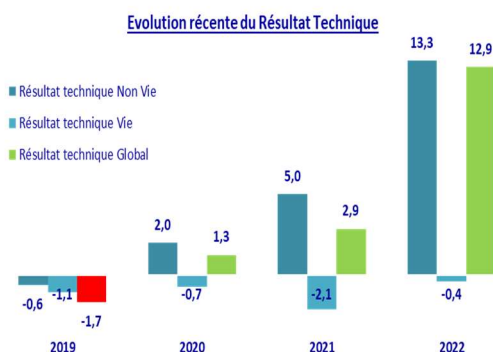
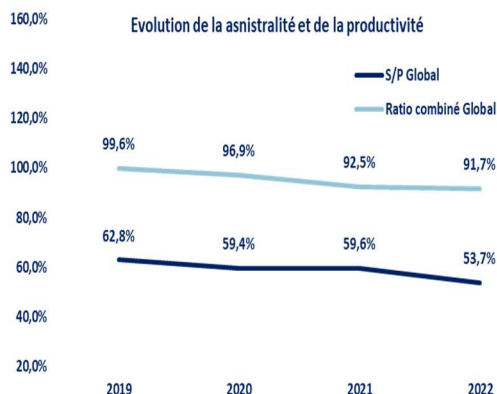
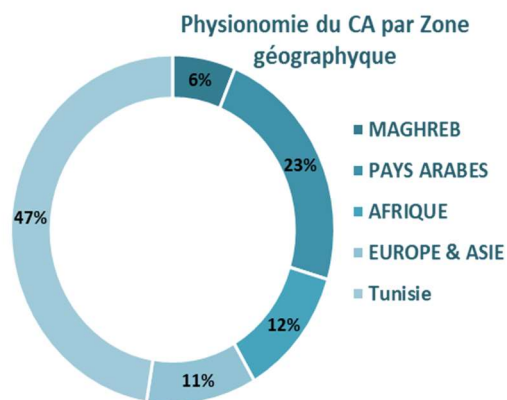
Par marché, la part du chiffre d'affaires étranger domine toujours les revenus de la société avec 53% gardant les mêmes proportions qu'en 2021. Le marché étranger a réalisé en 2022 une formidable performance de 19% en passant à 102,7MD contre 86,4MD en 2021.



Physionomie du CA



* Rapport FTUSA relatif à l'exercice 2022



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

- Pays arabes 23% du portefeuille, en croissance de 16% par rapport à 2021 ;
- Europe et Asie 11% du portefeuille en croissance de 55% par rapport à 2021 ;
- Africain 12% du portefeuille en croissance de 6% par rapport à 2021 au niveau des primes acceptées ;
- Pays du Maghreb 6% du portefeuille, en croissance de 11% par rapport à 2021 ;

Suite aux changements effectués sur le programme de rétrocession essentiellement au niveau des branches Incendie et Engineering visant (à partir de 2021) une plus grande rétention des primes acceptées, le taux de rétention de **Tunis Re** s'est nettement apprécié passant à 70,3% à fin 2022, contre une moyenne de 61,5% sur la période 2019-2022.

En matière de sinistralité, la compagnie affiche un niveau remarquable en 2022 avec 53,7% contre une moyenne de 58,9% sur la période de référence : 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 remarquablement améliorée sur la période 2019-2022 avec un ratio combiné en nette baisse de 99,6% en début de période à 91,7% au terme de l'exercice écoulé.

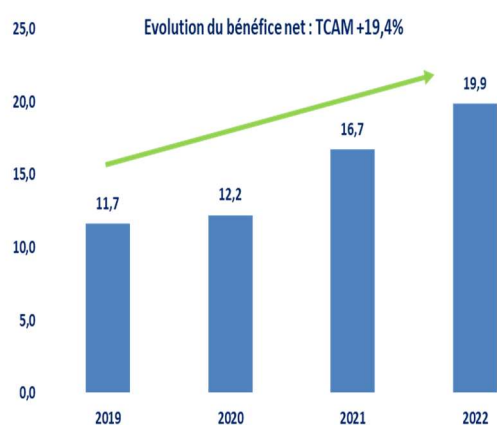
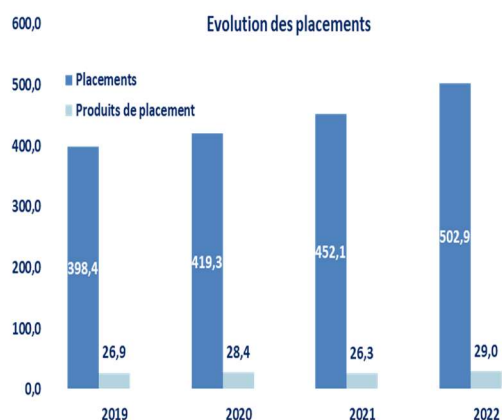
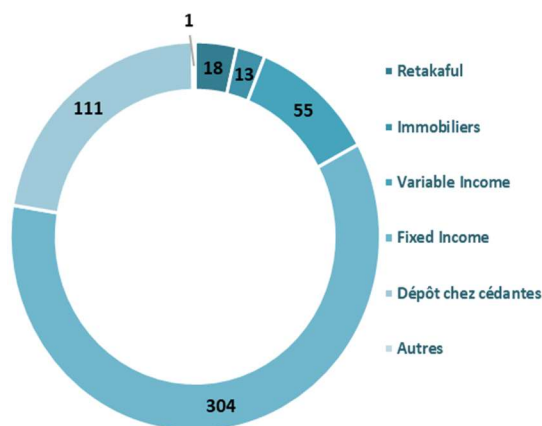
Au niveau Technique, **Tunis Re** affiche une nette progression sur la période 2019-2022, en dépit des conditions difficiles au niveau national qu'international. En effet, le Résultat Technique global affiche une amélioration notable en s'établissant à un résultat excédentaire de presque 13MD à fin 2022. Cette amélioration est essentiellement soutenue par le rétablissement de l'activité Non vie qui aussi prépondérante au niveau de l'activité du Réassureur.

L'activité Placements, qui est au cœur de l'activité de l'assurance en dépit qu'elle soit hors du périmètre technique, s'est enregistrée sous le même signe positif qui a accompagné l'activité technique de **Tunis Re** sur la période 2019-2022.

En effet, les placements de la compagnie sont passés de 452MD en 2021 à 502MD en 2022, et leurs produits ont évolué de 26,3MD à 29MD sur la même période.

Etant donné que l'activité technique de la réassurance est basée sur l'aléa et l'exposition aux risques, ce qui la rend 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.

Physionomie des placements



Dotée d'un portefeuille de plus de 503MD dominé essentiellement par les obligations et les placements monétaires (60,4%), les produits financiers générés frôlent la barre des 29MD, soit un rendement global du portefeuille de 5,8% dénotant une bonne maîtrise du risque financier.

Il est à noter que le comité de pilotage financier de **Tunis Re** a décidé de mettre à jour la politique de placement, dans le but de développer les opportunités d'investissement à forte valeur ajoutée tout en restant regardant sur la qualité et la liquidité de ses actifs.

Cette orientation s'est traduite par la mise en place de seuils d'exposition sectoriels et de renforcer la part des investissements immobiliers dans le portefeuille de placement.

Le bénéfice net de **Tunis Re** a frôlé les 20MD à fin 2022 enregistrant une croissance de 18,7% rapport à 2021. Cette progression vient s'ajouter à une série favorable sur la période d'étude et consolidé un TCAM de 19,4% de 2019 à 2022.

Comment se présente l'année 2023 ?

L'année 2023 se présente positive pour **Tunis Re** avec des indicateurs qui affichent une croissance à deux chiffres (+14%) des primes émises nettes, une croissance essentiellement soutenue par l'évolution à l'étranger (+16%) contre une évolution moins importante (+7%) sur le marché local. Le taux de réalisation au terme du 3^{ème} trimestre de 2023 a frôlé les 80%, réconfortant les prévisions pour l'année. Par ailleurs, la sinistralité s'est améliorée de 1pts à 57% contre 58% à la même date en 2022.

Pour l'année 2023 dans son ensemble, nous prévoyons un chiffre d'affaires de 208MD, soit +7% par rapport à 2022.

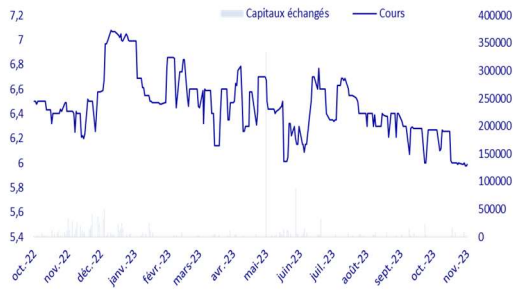
Pour les prochaines années, les axes de développement de la compagnie s'articulent autour de :

- 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 2022, le titre **Tunis Re** cumule une performance de 1,2%. Une évolution très timide et injustifiée, compte tenu des performances de la société et sa valorisation par rapport à ses pairs au niveau national et international.





En effet, le titre **Tunis Re** est coté à 6,480DT soit 6,5 son bénéfice net et 50% de ses fonds propres. Cette valorisation fortement décotée.

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 0,5 sa valeur comptable contre une moyenne d'un échantillon de réassureurs nationaux et internationaux de 1,5.

De plus, le titre offre un rendement en dividende alléchant de 6,2% : une rémunération que nous jugeons très satisfaisante, compte tenu de la résilience de l'activité et la solidité financière de la société.

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

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

