

Rédigé le 08/05/2023

TUNIS RE: le réassureur qui rassure

Plan de la note de recherche

- I- Points clefs
- II- Présentation de la société et du contexte international et national
- 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 ».

Tunis Re : le réassureur qui rassure

I- Points clefs

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Primes émises nettes	142,0	162,1	158,3	163,1	195,3	190,7
<i>Progression</i>	-	14%	-2%	3%	20%	-2%
Charges Sinistres nettes	57,7	54,8	48,5	57,4	68,2	76,1
<i>Progression</i>	-	-5%	-12%	18%	19%	12%
Résultat technique non-Vie	8,1	-0,6	2,0	5,0	13,3	13,4
Résultat technique Vie	0,6	-1,1	-0,7	-2,1	-0,4	-0,5
Revenus des placements	24,9	26,9	28,4	26,3	29,0	31,9
<i>Progression</i>	-	8%	6%	-8%	10%	10%
Résultat net	17,1	11,7	12,2	16,7	19,9	20,1
<i>Progression</i>	39%	-32%	5%	37%	19%	1%
Marge nette	12,0%	7,2%	7,7%	10,3%	10,2%	10,5%

*Sources : TUNIS Re et estimations de Tunis Re et de Tunisie Valeurs

- **En dépit de la persistance des difficultés économiques en Tunisie, le réassureur national a vu son chiffre d'affaires progresser de 20% pour s'établir à 195,3MDt et son résultat net grimper de 19% à 19,9MDt.**
- **En Février 2023, Fitch ratings a confirmé la notation de Tunis Re à AA(TN) avec des perspectives stables. En effet, le leader national en réassurance jouit d'un profil commercial très solide à l'échelle locale, d'une forte rentabilité et d'un risque d'actif modéré. L'unique pur réassureur tunisien a un risque d'actif modéré grâce aux pratiques de gestion des risques conformes aux normes de solvabilité 2. Le réassureur jouit d'une forte diversification géographique, lui permettant également de limiter ses risques.**
- **Tunis Re affiche un ratio combiné de 91,7% en 2022, nettement en dessous de la moyenne mondiale de 95,7%, reflétant une politique de réassurance rigoureuse et une bonne maîtrise des charges d'exploitation.**
- **Tunis Re traite à des niveaux de valorisation attractifs (un PER 2023e de 6,1x et un P/B 2022 de 0,6x). Couplés à ses bons fondamentaux et à sa rémunération généreuse (un rendement en dividendes de 6,2%), nous réitérons notre une opinion «Achat» sur la valeur.**

Prix : 6,440 Dt

Achat

BNA participations:	19,0%
STAR :	15,6%
Assurance Comar :	16,0%
CTAMA:	5,0%
MAE:	5,0%
Autres actionnaires :	39,3%

Capitalisation boursière:
128,8MDt

Ratios boursiers:**

PER 2022: 6,5x

PER 2023^e: 6,1x

P/B 2022 : 0,6x

Dividend yield 2022: 6,2%

ROE 2022: 9,2%

Performance y-t-d 2023: -7,9%

*Actionariat en date du 2 Juin 2022.

**Données au 8 Mai 2023

« Le leader national en réassurance jouit d'un profil commercial très solide à l'échelle locale, d'une forte rentabilité et d'un risque d'actif modéré. Ces atouts couplés à des niveaux de valorisation attractifs, nous incitent à réitérer notre opinion positive sur la valeur ».

Tunis Re : le réassureur qui rassure

I- Présentation de la société et du contexte international et national

1)- Présentation de Tunis Re: L'unique pur réassureur national

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 Février 2023, 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 la 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 sont basées sur les risques et conformes aux normes de solvabilité 2 de l'Union Européenne. Toutefois, la notation du réassureur est entachée par la dégradation de la notation souveraine.

Par contre, l'agence de notation AM Best a été contrainte de revoir les perspectives de la notation de Tunis Re courant l'année 2022 de stable à négative, et ce, en raison d'une augmentation du risque souverain en Tunisie.

Tunis Re a réussi en 2022 à reconduire sa certification MSI 20000, confirmant la solidité de ses performances financières.

2)- Contexte international et national des plus difficile

En 2022, le marché mondial de l'assurance et de la réassurance a été confronté à des défis de taille. Outre la sinistralité inédite dépassant celle de 2021, le secteur a dû affronter un contexte économique plombé par : la guerre russo-ukrainienne, l'inflation sans précédent et la résurgence de la COVID-19 en Chine.

Malgré un context macro-économique complexe, des marchés financiers volatils et une sinistralité en hausse pesant sur la croissance des primes et leur rentabilité, le volume nominal des primes mondiales de l'assurance a dépassé 7 milliards de dollars en 2022, soit une évolution de 5,6% par rapport à 2021.

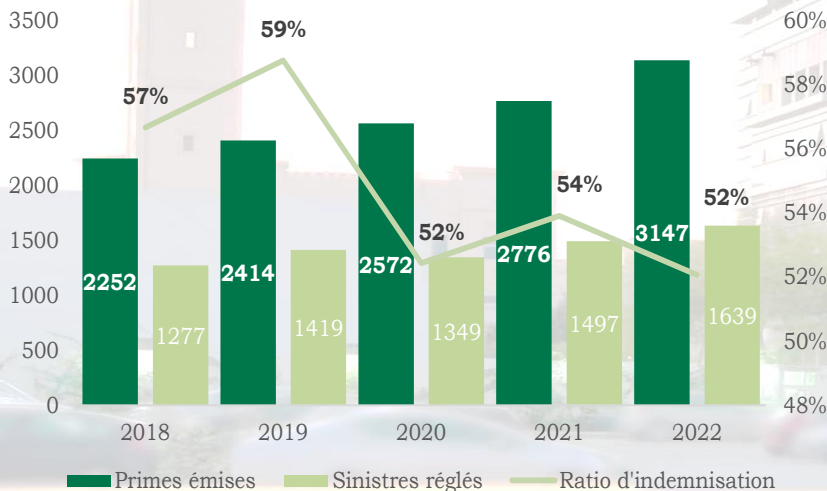
En 2022, la croissance de la prime mondiale de la réassurance s'est établie à 12,1%, soutenue par une amélioration des tarifs de la réassurance. Le ratio combiné moyen s'est légèrement détérioré à 95,7% (exercice 2021 : 94,7%), principalement en raison d'une augmentation du ratio de sinistralité attritionnelle due à l'inflation. Le ratio de solvabilité moyen des réassureurs demeure solide s'établissant à 235%, contre 225% en 2021.

En 2022, les catastrophes naturelles ont causé des dégâts records dans le monde. Le coût économique de ces catastrophes naturelles s'est élevé à 360 milliards USD contre 280 milliards USD une année auparavant. Le total des pertes assurées s'est élevé à 140 milliards USD, bien supérieur aux 111 milliards USD enregistrés une année plus tôt.

Tunis Re : le réassureur qui rassure

- A l'échelle nationale, l'année 2022 a été exceptionnellement compliquée sur le plan politique et sur le plan économique avec une inflation inédite.
- A fin 2022, les primes émises nettes du secteur de l'assurance se sont élevées à 3147MDt, soit une progression annuelle de 7,4% et un TCAM de 8,3% entre 2018 et 2022.
- Les sinistres réglés du secteur ont enregistré une progression annuelle de 9,4% pour s'établir à 1639MDt. La branche la plus sinistrée (en terme de nombre de sinistres et d'indemnisations) a été la branche automobile.
- Il s'en est suivi que le ratio d'indemnisation a gagné 2 points de pourcentage pour s'établir à 52%.
- Les placements ont marqué une croissance de 20% pour atteindre 9070MDt.

Evolution de l'activité d'assurance en Tunisie entre 2018-2022 (En MDt)

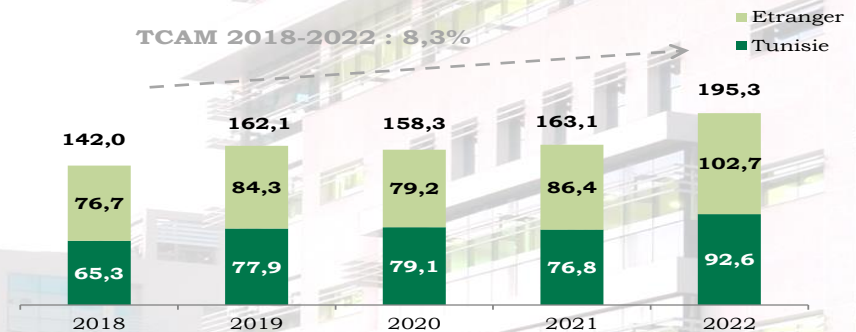


III- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2022

1)- Une collecte de primes à deux chiffres

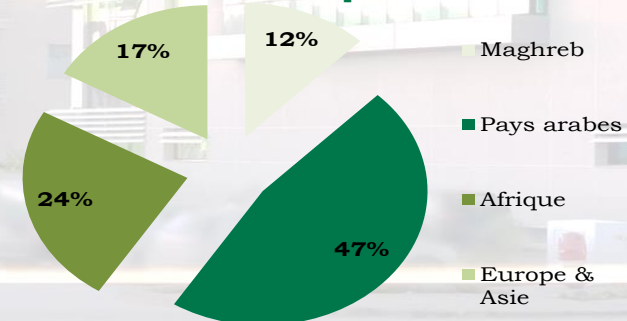
- En dépit de la persistance des difficultés économiques en Tunisie, le réassureur national a vu son chiffre d'affaires progresser de 20% pour s'établir à 195,3MDt. Durant les quatre dernières années, la collecte de primes de Tunis Re a évolué à un TCAM de 8,3%, en ligne avec le niveau du secteur de l'assurance en Tunisie et celui des réassureurs internationaux.

Evolution des revenus entre 2018 et 2022 (En MDt)



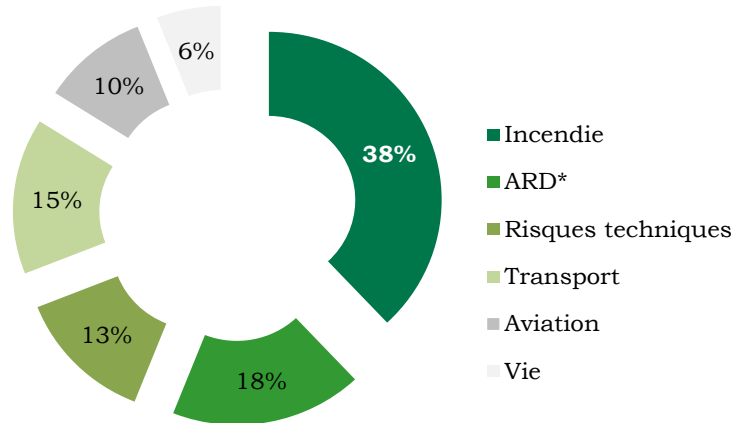
- Plus de la moitié (53%) des primes a été collectée sur les marchés internationaux en 2022. Tunis Re jouit d'une forte diversification géographique lui permettant de limiter ses risques. Le réassureur est présent dans les marchés arabes (45%) et Maghrébins (12%).

Structure du chiffre d'affaires à l'export en 2022



Tunis Re : le réassureur qui rassure

Répartition du chiffre d'affaires par branches en 2022

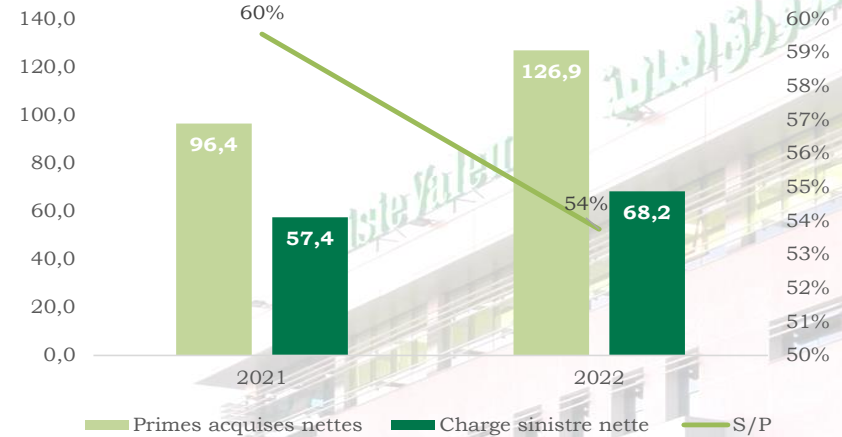


La structure du portefeuille de Tunis Re montre sa forte exposition aux branches suivantes: l'Incendie (38% du chiffre d'affaires), Accident Risque Divers* (18%), Risques Techniques (13%) et l'Aviation (10%). Ces activités, intimement liées à la croissance économique, peinent à redémarrer, ce qui explique 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.

2- Un notable soulagement du ratio d'indemnisation comparée à 2021

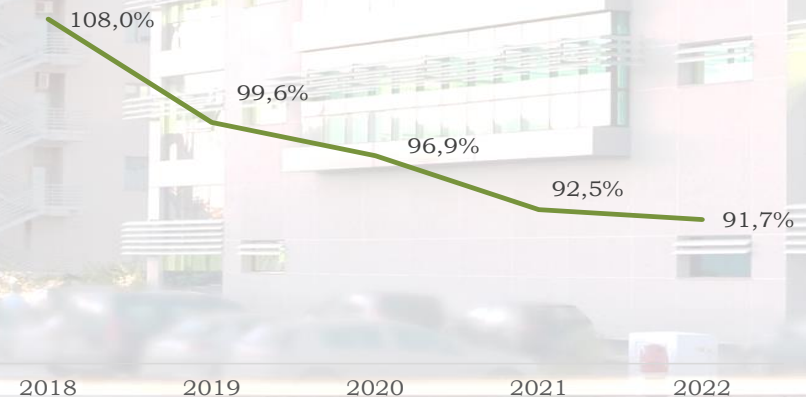
L'année 2022, a été plutôt clémente en terme de sinistralité. La charge de sinistres nette s'est établie à 68,1MDt, en hausse de 19% par rapport à 2021. Néanmoins, le ratio S/P Net s'est amélioré de 6 points de pourcentage pour s'établir à 54%, et ce grâce à une évolution plus proportionnelle de la prime acquise nette (+32% à 126,9MDt à fin 2022)

Evolution de la sinistralité et du ratio d'indemnisation (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 91,7% en 2022. Ceci traduit principalement les efforts d'une politique de réassurance plus rigoureuse et une bonne maîtrise des charges d'exploitation.

Evolution du ratio combiné



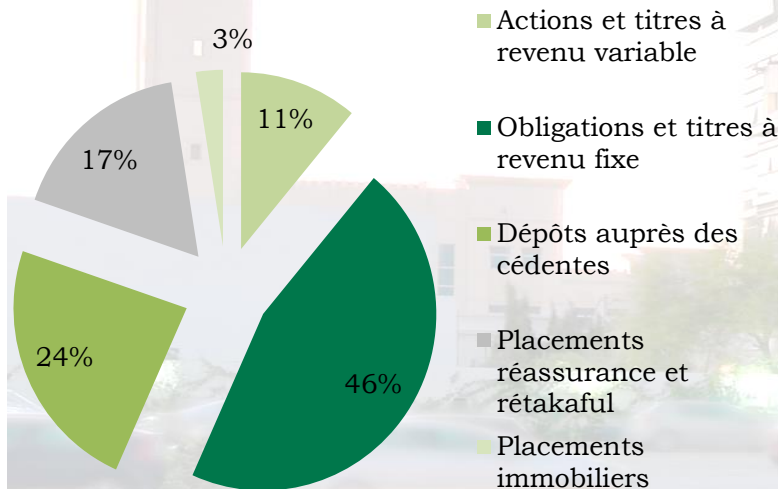
Tunis Re : le réassureur qui rassure

3- Une stratégie conservatrice

En 2022, Tunis Re a amélioré de 4% ses provisions techniques à 431MDt. Un niveau confortable dénotant de la stratégie conservatrice du réassureur. Le taux de couverture des provisions par les placements s'est bonifié de 8 points de pourcentage à 117%, dépassant la norme réglementaire requise de 100%.

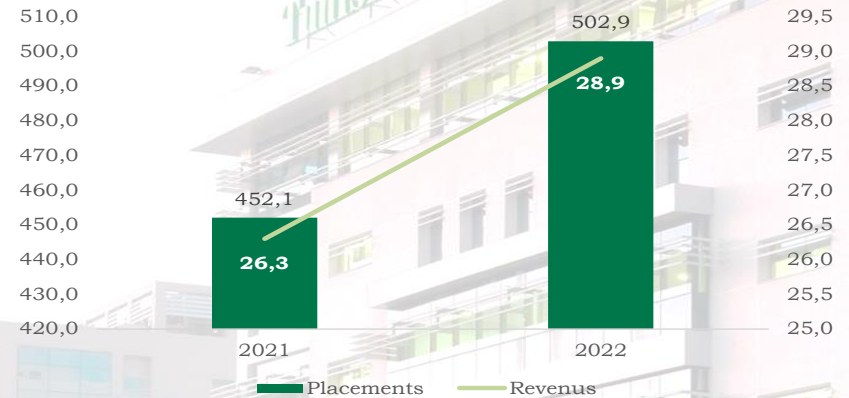
La structure des placements de Tunis Re témoigne également de sa stratégie conservatrice au vu de sa forte exposition aux produits à revenu fixe (46% des ses placements). Le contexte actuel de taux révisés à la hausse devrait améliorer la rentabilité des placements du réassureur, qui a su profiter du contexte favorable durant les années écoulées. Les placements financiers du réassureur se sont élevés à 502,9MDt à fin 2022.

Structure des placements de Tunis Ré en 2022

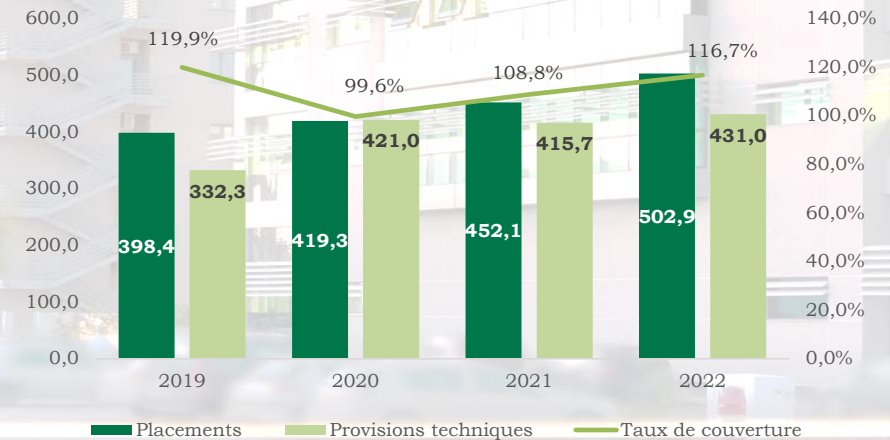


- L'élargissement des placements a permis l'amélioration du taux de couverture mais aussi des revenus de placement qui ont évolué de 10% à 28,9MDt. Le taux de rendement des placements s'est maintenu stable à 5,7%.

Evolution des placements et des revenus de placements (En MDt)



Evolution du taux de couverture entre 2018-2022 (En MDt)

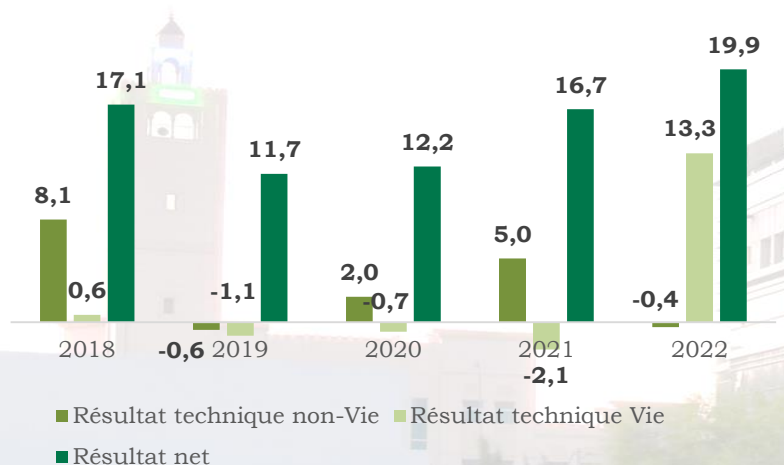


Tunis Re : le réassureur qui rassure

4- Une rentabilité dépassant les attentes

- Grâce à une meilleure rentabilité de l'activité non vie et à l'amélioration des revenus de placements (+10% à 28,9MDt), Tunis Re a réussi à afficher un résultat net en forte progression de 19% à 19,9MDt.
- Le résultat technique non vie a nettement progressé pour s'établir à 13,3MDt, contre un résultat de 5MDt en 2020. Le résultat technique de la branche vie a été légèrement déficitaire de -0,4MDt, contre -2,1MDt à fin 2021, grâce à des indemnisations de décès COVID-19 moindres.

Evolution du résultat net et des résultats techniques (en MDt)



IV- Comportement boursier et Perspectives d'avenir

- 2023, s'annonce une année difficile au vu du contexte économique local détérioré. Un affaïssement du dinar impacterait positivement la croissance des revenus en raison de la part croissante des primes libellées en devises, mais serait à double tranchant, altérant la capacité de rétention du réassureur et augmentant la charge des indemnisations. Le métier de la réassurance nécessite de grandes capacités en terme de fonds propres pour conquérir de nouveaux marchés rentables. Par conséquent, une dépréciation du dinar pénalisera également une croissance saine du réassureur. Le management a, tout de même, exprimé son optimisme quant au fort potentiel de croissance sur la région MENA et Afrique, y compris la Tunisie. Ces deux régions affichent un modeste taux de pénétration de 2%, de loin en dessous de la moyenne mondiale de 6,5%.
- L'unique pur réassureur compte poursuivre ses ambitions stratégiques en digitalisant ses process, développant de nouvelles compétences, maintenant un niveau adéquat de fonds propres, et diversifiant ses marchés cibles. La compagnie compte poursuivre sa stratégie sélective et rigoureuse afin de mieux gérer ses risques.
- Le management du réassureur a annoncé un Business Plan s'étalant sur la période 2023-2026. Fort réaliste, le Business Plan tient compte d'une modeste croissance du chiffre d'affaires et d'une charge sinistre en hausse pour tenir compte de l'inflation galopante. Le BP se base sur les hypothèses suivantes: Un chiffre d'affaire en progression moyenne de 7% sur la période 2023-2026.
 - ✓ Une charge sinistre nette en hausse de 8% sur la période.
 - ✓ Un résultat net en évolution de 8% sur la période d'étude.
 - ✓ Et un ratio combiné qui devrait s'établir à 96,9% en 2023 et se stabiliser aux alentours de 94,5% au terme de 2026.

Tunis Re : le réassureur qui rassure

Business Plan sur la Période 2023-2026

En MDt	2022R	2023p	2024p	2025p	2026p	TCAM 2023-2026
Structure financière						
Résultat net	19,9	20,1	21,1	22,4	24,1	8,0%
Capitaux propres	236,4	246,1	258,9	271,9	286,6	5,0%
ROE	9,2%	8,9%	8,9%	9,0%	9,2%	3,0%
Gestion technique						
Chiffres d'affaires	195,3	190,7	200,0	211,2	224,1	7,0%
Charge de sinistres nettes	68,2	76,1	77,5	81,6	85,7	8,0%
S/P net	53,7%	56,5%	55,1%	54,8%	54,0%	-2,0%
Provisions techniques	431,0	373,2	355,5	371,6	391,1	-1,0%
Ratio combiné net	91,7%	96,9%	95,8%	95,6%	94,4%	0,0%
Activité financière						
Placements	502,9	486,7	505,6	535,0	564,2	5,0%
Taux de rendement	6,0%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	2,0%
Taux de couverture	117,0%	130,4%	142,2%	144,0%	144,3%	6,0%

▪ 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. Depuis le début de l'année en cours, le titre s'est délesté de -7,9%.

▪ Actuellement, Tunis Re traite à une capitalisation de 128,8MDt, correspondant à un PER2023^e de 6,1x et un P/B 2022 de 0,6x. Ces niveaux de valorisation attractifs couplés aux bons fondamentaux de la compagnie et à sa rémunération généreuse (un rendement en dividendes de 6,2%), nous incitent à **réitérer 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**