

**ETUDE
TUNIS RE : LE
RÉASSUREUR QUI
RASSURE**

Points clés

Dans un contexte économique marqué par une croissance atone et des tensions inflationnistes, le réassureur national a vu son chiffre d'affaires progresser de 14% pour s'établir à 222,5 MDt. Toutefois, à la suite de la baisse de la rentabilité de l'activité non-vie (-16% à 11,2 MDt) et de la montée de la pression fiscale (un taux d'imposition en 2023 de 43%), TUNIS Re a affiché un résultat net en retrait de -6% à 18,6MDt.

Le management du réassureur a annoncé un Business Plan faisant état d'une bonne croissance du résultat net de la compagnie (un TCAM de 16,4% sur la période 2023-2026).

TUNIS Re affiche un ratio combiné de 92,7% 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 2024e de 5,6x et un P/B 2023 de 0,5x). Ces niveaux de valorisation forts attractifs, nettement inférieurs à ceux de ses pairs tunisiens, couplés aux bons fondamentaux de la compagnie et à sa rémunération généreuse (un rendement en dividendes de 6,7%), nous incitent à réitérer notre opinion « Acheter » sur la valeur.

I. Présentation de la société TUNIS Re et du contexte international

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 réassureur leader en Tunisie avec une part de marché dépassant les 20%. La compagnie est active à l'international (56,4% 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 juillet 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, 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 internationale du réassureur est entachée par la dégradation de la notation souveraine de la Tunisie.

En 2023, le marché mondial de l'assurance et de la réassurance a été confronté à des défis de taille. Outre que l'économie mondiale a été en perte de vitesse, le secteur a dû affronter un contexte économique plombé par : une crise énergétique, une inflation toujours élevée et des hausses strictes des taux d'intérêts. La hausse des sinistres et notamment des catastrophes naturelles ont mis le secteur sous haute surveillance, engendrant des augmentations des tarifs, mais surtout des limitations des capacités du marché de la rétrocession.

En 2023, les catastrophes naturelles ont causé des dégâts sans précédents dans le monde. Le coût économique de ces catastrophes naturelles s'est élevé à 380 milliards USD contre 313 milliards USD une année auparavant. Le total des pertes assurées s'est élevé à 118 milliards USD, inférieures aux 130 milliards USD enregistrés une année plus tôt.

Actionnariat (au 18.04.2023)	
BNA PARTICIPATIONS	19,0%
STAR	15,6%
ASSURANCES COMAR	16,4%
CTAMA	5,1%
MUTUELLE D'ASSURANCE DE L'ENSEIGNEMENT	5%
AUTRES ACTIONNAIRES	39,0%

Cours (au 30.04.2024): 6,700 Dt

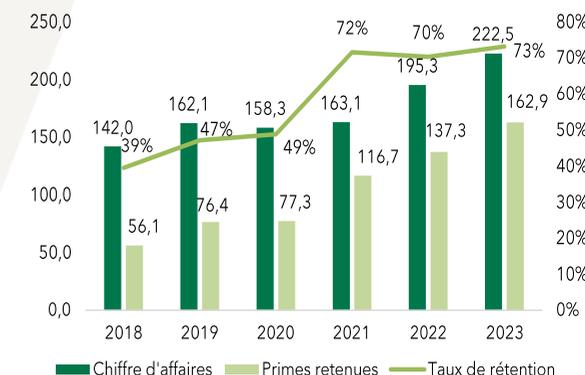
Recommandation: Acheter (+)

Evolution de l'activité du secteur de l'assurance en Tunisie entre 2018 et 2023 (en MDt)

Taux de croissance des primes émises nettes du secteur de 8,5% entre 2018-2023



Evolution du chiffre d'affaires et du taux de rétention de TUNIS Re entre 2018 et 2023 (en MDt)



II. Faits et éléments saillants au 31 décembre 2023

1- TUNIS Re consolide son chiffre d'affaires sur le marché domestique et se développe de plus en plus sur le marché international

Dans un contexte économique marqué par une croissance atone et des tensions inflationnistes, le réassureur national a vu son chiffre d'affaires progresser de 14% pour s'établir à 222,5 MDt. Durant les cinq dernières années, la collecte de primes de TUNIS Re a évolué à un TCAM de 9,4%, en ligne avec le niveau du secteur de l'assurance en Tunisie (un TCAM de 8,5%) et celui des réassureurs internationaux.

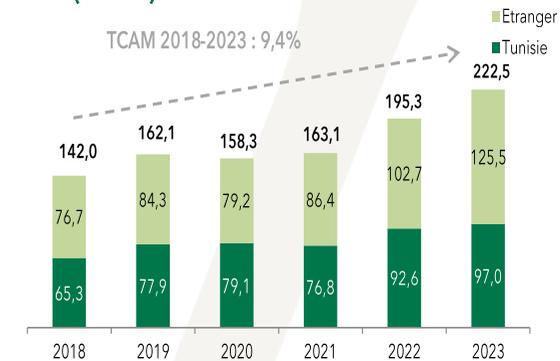
Plus de la moitié (56,4%) des primes a été collectée sur les marchés internationaux en 2022. TUNIS Re jouit d'une forte diversification géographique lui permettant de limiter ses risques. Le réassureur est présent dans les marchés arabes (20%) et africains (15%). La structure du portefeuille de TUNIS Re montre sa forte exposition aux branches suivantes: l'Incendie (38% du chiffre d'affaires), Accident Risque Divers (21%), Risques Techniques (14%) et l'Aviation (14%). 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- Une sinistralité en hausse, mais qui demeure bien maîtrisée

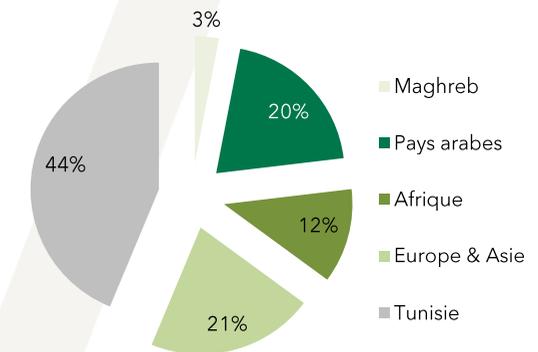
Après une année 2022 clémente en termes de sinistralité pour le réassureur, 2023 a été marquée par une forte hausse de la sinistralité. La charge de sinistres brute s'est établie à 138,4MDt, en hausse de 71,3% par rapport à 2022. Conséquemment, le ratio S/P Net s'est aggravé de 21 points de pourcentage pour s'établir à 65%, et ce en raison d'une évolution moins proportionnelle des primes acquises brutes (+17,6% à 214MDt à fin 2023). En neutralisant le sinistre «TURKEY EARTHQUAKE», la charge de sinistre relative aux marchés étrangers aurait enregistré une hausse de seulement 10% et le ratio S/P serait ramené à 39,7%, contre 65% affiché au terme de 2023.

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, se maintient à des niveaux attractifs, en dessous la norme réglementaire de 100% à 92,7% en 2023. Ceci traduit principalement les efforts d'une politique de réassurance rigoureuse et d'une bonne maîtrise des charges d'exploitation.

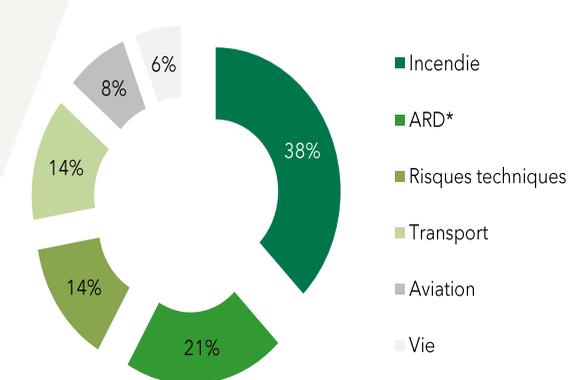
Evolution des primes émises nettes de TUNIS Re entre 2018 et 2023 (en MDt)



Structures du chiffre d'affaires de TUNIS Re par pays en 2023

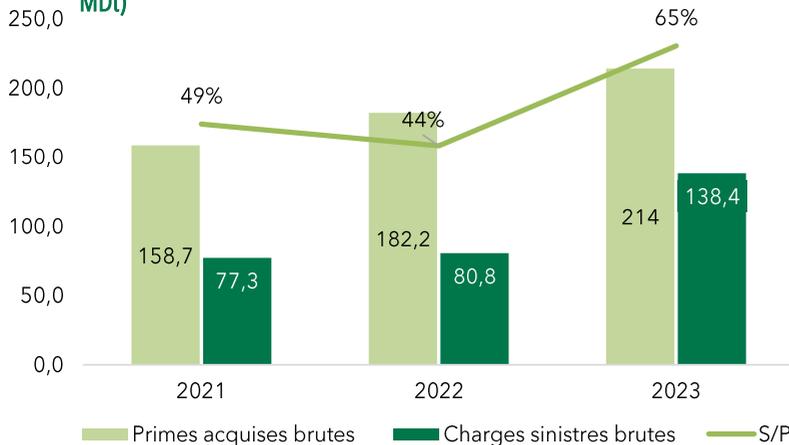


Répartition du chiffre d'affaires par branche en 2023

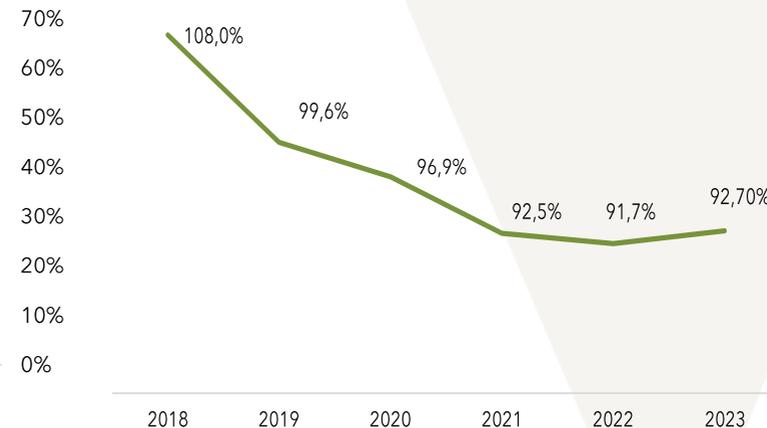


*Accident Risque Divers.

Evolution de la charge sinistre de TUNIS Re sur la période 2021-2023 (en MDt)



Evolution du ratio combiné de TUNIS Re



3- Une stratégie conservatrice lui permettant d'afficher une assise financière solide

Les placements financiers du réassureur Tunisien se sont élevés à 510,9MDt à fin 2023, en hausse de 2% par rapport à 2022. Pourtant, les revenus de placement ont évolué de 10,6% à 32MDt. Ainsi, le taux de rendement des placements s'est amélioré de 50 points de base à 6,3%, témoignant d'une bonne gestion des catégories de placement et d'un portefeuille bien diversifié.

La structure des placements de TUNIS Re témoigne de sa stratégie conservatrice au vu de sa forte exposition aux produits à revenu fixe (46% de ses placements). Le réassureur, a su profiter du contexte favorable de taux haussiers durant les années écoulées.

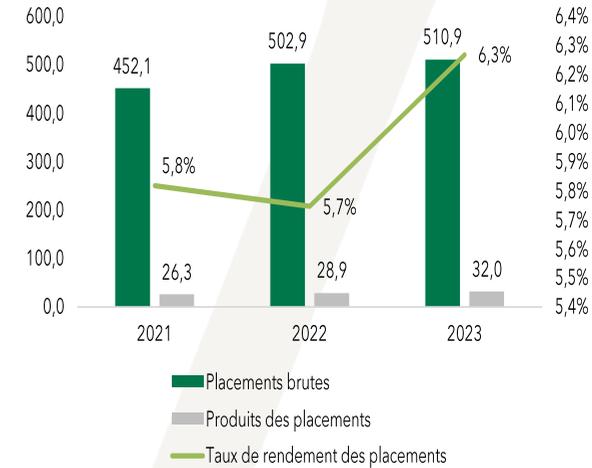
En 2023, TUNIS Re a amélioré de 5,3% ses provisions techniques à 454MDt. Un niveau confortable dénotant de la stratégie conservatrice du réassureur. Le taux de couverture des provisions par les placements a perdu 4 points de pourcentage à 112,5%, un niveau qui demeure appréciable, dépassant la norme réglementaire requise de 100%.

4- Un résultat net en légère baisse en raison de la montée de la pression fiscale

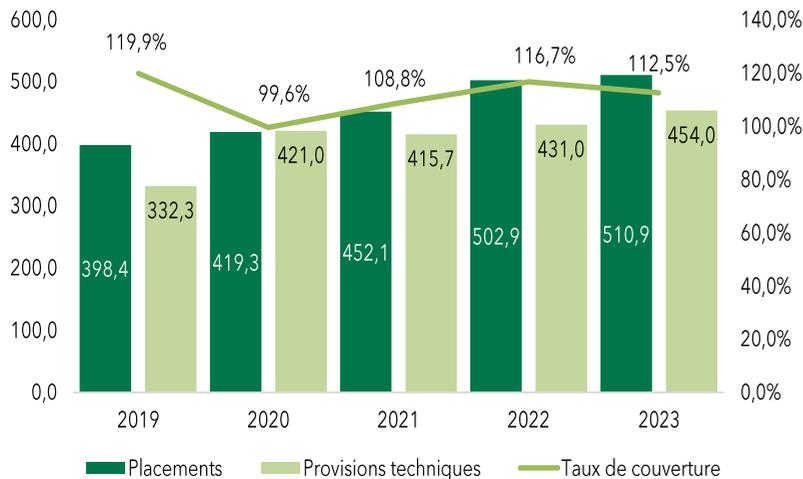
A la suite de la baisse de la rentabilité de l'activité non-vie (-16% à 11,2MDt) et de la montée de la pression fiscale (un taux d'imposition en 2023 de 43%), TUNIS Re a affiché un résultat net en retrait de -6% à 18,6MDt. Le résultat technique vie s'est amélioré passant d'un déficit de -0,4MDt en 2022 à un résultat légèrement bénéficiaire de 0,1MDt.

L'amélioration de produits de placement a permis d'atténuer la baisse de la rentabilité du réassureur. A fin 2023, le ROE du réassureur s'est établi à 8,2% contre 9,2% une année auparavant.

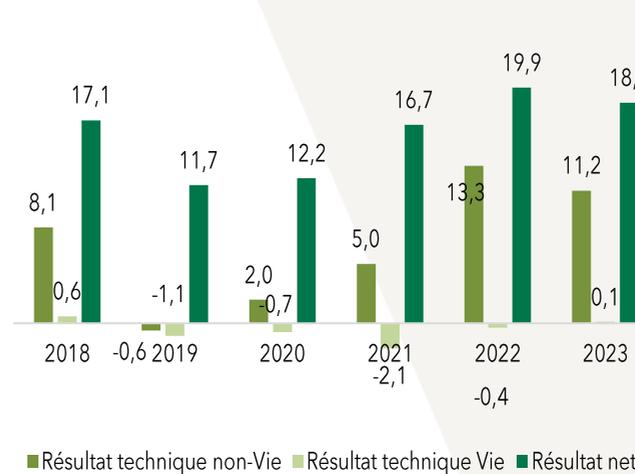
Evolution des placements et des revenus de placements de TUNIS Re (en MDt)



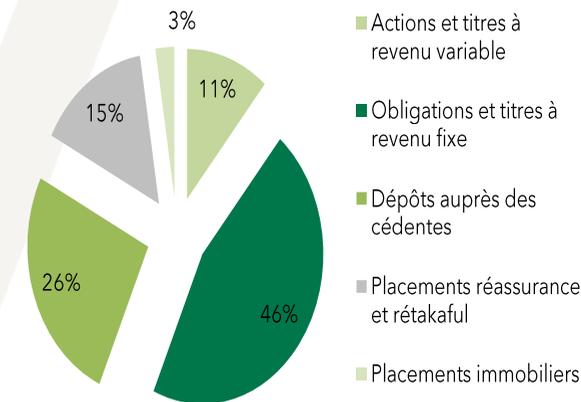
Evolution des provisions techniques et du taux de couverture de TUNIS Re (en MDt)



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



Structure des placements de TUNIS Re en 2023



III. Perspectives de développement et prévisions

Le métier de la réassurance nécessite de grandes capacités en termes de fonds propres pour conquérir de nouveaux marchés rentables. Par conséquent, toute 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. Pour assurer son développement, le réassureur a mis en œuvre un plan stratégique 2023-2026, en adéquation avec les changements du marché et s'articulant sur : 1- Le renforcement de sa présence en Afrique et dans la zone MENA, en développant des relations commerciales fortes avec ses clients dans le cadre de partenariats longs termes; 2- En diversifiant ses activités par cédantes, risques et zones géographiques; 3- Une appétence rationnelle au risque dans le cadre d'une politique de souscription prudente ciblant une croissance durable; 4- Un transfert adéquat de risque dans le cadre d'une rétrocession solide et 5- une gestion orientée vers la profitabilité et l'optimisation de tous les processus opératoires de gestion et d'allocation des ressources.

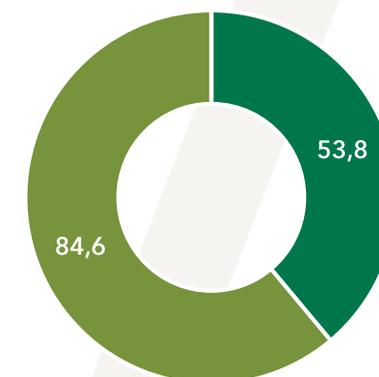
Le management du réassureur a annoncé un Business Plan s'étalant sur la période 2024-2026. Le Business Plan tient compte d'une bonne croissance du résultat net de la compagnie (un TCAM de 16,4% sur la période 2023-2026) et d'une légère évolution de la charge de sinistres (Un TCAM de 0,9% sur la période 2023-2026) . Le BP se base également sur : des fonds propres en progression annuelle de 6,4% atteignant 296,5MDt au terme de 2026, un ROE de 11% au terme de 2026 et un ratio combiné qui devrait s'établir à 94,6% en 2024 et se stabiliser aux alentours de 93% au terme de 2026.

L'Assemblée Générale Ordinaire de TUNIS Re a décidé de la distribution d'un dividende par action de 0,450 Dt le 24 mai 2024, offrant un rendement attrayant de 6,7%.

Business Plan s'étalant sur la période 2024-2026 (en MDt)

En MDt	2022R	2023R	2024p	2025p	2026p	TCAM 2023-2026
Structure financière						
Résultat net	19,9	18,6	24,0	26,6	29,3	16,4%
Capitaux propres	236,4	246,5	259,6	276,7	296,5	6,4%
ROE	9,2%	8,2%	10,2%	10,6%	11,0%	10,3%
Gestion technique						
Chiffres d'affaires	195,3	222,5	217,6	227,9	239,8	2,5%
Charge de sinistres nettes	68,2	84,6	81,0	83,6	86,9	0,9%
S/P net	53,7%	54,8%	54,5%	53,3%	53,0%	-1,1%
Provisions techniques	431,0	454,0	465,0	478,0	496,1	3,0%
Ratio combiné net	91,7%	92,7%	94,6%	93,6%	92,9%	0,1%
Activité financière						
Placements	502,9	510,9	536,5	574,8	619,3	6,6%
Produits de placement	28,9	32,0	33,8	36,0	38,2	0,1
Taux de couverture	117,0%	115,0%	113,0%	120,0%	125,0%	2,8%

Répartition de la charge sinistre brute de TUNIS Re en 2023 (en MDt)



■ Part des rétrocessionnaires ■ Charge sinistres nettes

IV. Comportement boursier et opinion de TUNISIE VALEURS

Ces dernières années, ne cessant de perdre du terrain, le parcours boursier du titre TUNIS Re a été décevant. Depuis le début de l'année en cours, le titre du réassureur s'est délesté de -7%.

Actuellement, TUNIS Re traite à une capitalisation de 134MDt, correspondant à un PER 2024e de 5,6x et un P/B 2023 de 0,5x. Ces niveaux de valorisation forts attractifs, nettement inférieurs à ceux de ses pairs tunisiens, couplés aux bons fondamentaux de la compagnie et à sa rémunération généreuse (un rendement en dividendes de 6,7%), nous incitent à **réitérer notre opinion « Acheter » 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.**

Les états financiers de TUNIS Re (en MDt)

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Primes émises brutes	142,0	162,1	158,3	163,1	195,3	222,0	217,6
<i>Progression</i>	-	14%	-2%	3%	20%	14%	-2%
Charges Sinistres nettes	57,7	54,8	48,5	57,4	68,2	84,6	81,0
<i>Progression</i>	-	-5%	-12%	18%	19%	24%	-4%
Résultat technique non-Vie	8,1	-0,6	2,0	5,0	13,3	11,2	12,3
Résultat technique Vie	0,6	-1,1	-0,7	-2,1	-0,4	0,1	1,0
Revenus des placements	24,9	26,9	28,4	26,3	29,0	32,0	33,8
<i>Progression</i>	-	8%	6%	-8%	10%	11%	6%
Résultat net	17,1	11,7	12,2	16,7	19,9	18,6	24,0
<i>Progression</i>	39%	-32%	5%	37%	19%	-6%	29%
Marge nette	12,0%	7,2%	7,7%	10,3%	10,2%	8,4%	11,0%

Sources: Etats financiers de TUNIS Re, estimations du management de la compagnie et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Les comparables Tunisiens de TUNIS Re

Société	Pays	P/E 2024e (x)	P/B2023 (x)	YIELD 2023
TUNIS Re	Tunisie	5,6	0,5	6,7%
BH Assurance	Tunisie	9,2	1,3	3,1%
STAR	Tunisie	11,8	0,9	4,2%
ASSURANCES MAGHREBIA	France	9,7	1,1	6,2%
ASTREE	Allemagne	8,6	1,7	4,2%
Moyenne de l'échantillon	-	9,5	1,2	4,2%

Sources: Tunisie Valeurs

* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 30 avril 2024.

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 d'actions.

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.