

Note d'Introduction en Bourse



Souscrire dans une optique
de Placement à Moyen et
Long Terme

Département Recherches & Analyses

Myriam MATHLOUTHI

Marwa DAKHLAOUI



Assurances Maghreb SA

Secteur Assurances

Recommandation

Souscrire à l'IPO dans une optique de placement à moyen et long terme

Détails de l'offre

Montant de l'opération : 74 925 000 DT

Nombre d'actions offertes : 1 350 000 actions dont
124 740 actions en OPF et 1 225 260 actions en
Placement global.

Prix de l'offre : 55,500 DT

Valeur nominale : 10 DT

Catégorie : Actions ordinaires

Période de souscription : du 22/12/2020 au
25/12/2020 inclus.

Flottant : 30%

Date de jouissance des actions : 1er Janvier 2020

Capitalisation Boursière après l'offre : 249,75 MDT

Structure d'actionariat avant et après IPO

Actionnaires	Avant l'offre	Après l'offre
Union Financière Holding	86,28%	56,90%
TRABELSI Mahmoud	1,94%	1,94%
TRABELSI Nabil	1,94%	1,94%
MAAOUI Mohamed Selim	1,77%	1,77%
MAAOUI Karim	1,77%	1,77%
TRABELSI Sonia	0,97%	0,97%
MHENI Née TRABELSI Leila	0,97%	0,97%
MAAOUI Mariem	0,89%	0,89%
BEN ABDELWAHAB ep TRABELSI Souad	0,83%	0,83%
BEN JAAFER ep MAAOUI Latifa	0,63%	0,63%
Autres actionnaires	2,01%	1,40%
Public	-	30%
Total	100%	100%

Source : Prospectus Assurances Maghreb SA

Tableau de bord Boursier

	2019R	2020E	2021P	2022P	2023P	2024P
PERx	15,55	13,81	12,32	10,82	9,33	8,38
PEGx		1,06	1,03	0,77	0,58	0,76
PBRx	1,91	1,71	1,53	1,37	1,22	1,08
Div Yield	2,1%	2,4%	2,6%	3,0%	3,4%	3,8%
Payout	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%

INVESTMENT HIGHLIGHTS

- Acteur de référence dans le secteur des assurances en Tunisie. En témoigne, son bon positionnement (3^{ème} en termes de chiffre d'affaires global en 2019 soit une part de marché de 9,1%).
- Fort potentiel de croissance du secteur d'assurances avec un taux de pénétration* qui demeure faible en Tunisie, soit de l'ordre de 2,15% en 2019.
- Conformité par rapport aux ratios prudentiels.
- Innovation des services en parfaite harmonie avec les besoins des clients.
- Rudesse de la concurrence.
- Baisse du pouvoir d'achat des tunisiens vu la conjoncture morose, ce qui pourrait contraigner la santé financière des compagnies d'assurance.
- Le titre « Assurances Maghreb SA » se traite à 15,6x ses bénéfices nets de 2019, Vs un PER sectoriel de 10,17x en 2019 (sans compter Tunis Re).
- Taux de distribution de 45% sur la période (2019-2024E) jugé acceptable pour garantir la stabilité financière de la compagnie.
- Au vu du prix d'introduction, le rendement de dividende de la compagnie effleure les 2,39%, en se basant sur un dividende en 2020 de 1,325 DT.

* primes d'assurance / PIB

Caractéristiques de l'Offre**Cession de 1 350 000 actions****Montant à lever**

74 925 000 DT

OPF

124 740 actions

6 923 070 DT

2,77% du capital après opération

Placement Global

1 225 260 actions

68 001 930 DT dédié aux investisseurs désirant acquérir au minimum pour un montant de 250 027,5 DT

Offre à Prix Ferme

Catégories	Mode de répartition	Nombre d'actions	Montant(en DT)	Répartition en % du capital social après augmentation
Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au minimum 20 actions et au maximum 22 500 actions pour les non institutionnels et 124 740 actions pour les institutionnels.	Au prorata	124 740	6 923 070	2,77%
Total		124 740	6 923 070	2,77%

*Source : Prospectus Assurances Maghreb SA***Placement Global**

- Il sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'OPF.
- Les donneurs d'ordres dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de première cotation en Bourse puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente.

Evaluation

L'évaluation de la compagnie ASSURANCES MAGHREBIA SA a été effectuée sur la base d'un Business Plan prévisionnel de cinq ans et selon trois méthodes soient :

- La méthode des Discouted Cash-Flow (DCF),
- La méthode de Bates,
- La Méthode des multiples (Boursiers et de Transactions).

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-dessous :

Méthodes	Valeur des FP en DT	Pondération	Valeur des FP en DT	Prix /Action en DT
Méthode des multiples (boursiers et de transactions)		20%	53 183 076	59,09
- <i>Boursiers</i>	267 950 426			
- <i>Transactions</i>	263 880 338			
Modèle de Bates	260 036 474	40%	104 014 590	57,79
Méthode des Discounted Cash Flows	287 056 761	40%	114 822 704	63,79
Nombre d'actions			4 500 000	
Valeur moyenne des fonds propres			272 020 370	60,45
Prix d'introduction en DT (après décote de 8,9%)				55,5

Ce prix unitaire correspond à une capitalisation boursière de la société « ASSURANCES MAGHREBIA SA » de 249,75 MDT. Compte tenu d'un prix d'introduction de 55,5 DT, le titre « ASSURANCES MAGHREBIA SA » se transige à 15,55x ses bénéfices nets réalisés de 2019, et 13,81x ses bénéfices nets estimés de 2020 et à 1,71x ses fonds propres estimés de 2020.

Secteur de l'assurance dans le monde

Bonne résistance dans un environnement difficile

- Le marché mondial de l'assurance en 2019 a enregistré en terme réel (corrigé de l'inflation locale) une hausse de 2,9% contre une hausse moins importante en 2018 (+1,5%).
- Le niveau de primes émises dans le monde a effleuré les 6 292 milliards de dollars en 2019.

- Côté répartition, les primes en assurance non vie (3 376 milliards de dollars) restent supérieures aux primes vies (2 916 milliards de dollars) sur l'exercice 2019.
- les Etats-Unis représentent le premier marché mondial de l'assurance avec une part de marché de l'ordre de 39,10%, suivie par le marché chinois avec un total des primes émises de 617 milliards de dollars, soit une part de marché de 9,81%.
- La France se place au cinquième rang avec 4,16% de part de marché, correspondant à un volume de primes émises de 262 milliards de dollars.

Les 5 premiers pays en termes de part de marché en 2019		
Classement mondial	Pays	Part du marché mondial (%)
1	Etats Unis	39,10%
2	Chine	9,81%
3	Japon	7,29%
4	Royaume Uni	5,82%
5	France	4,16%

Source: SwissRe, Rapport Sigma 04/2020

Primes émises dans le monde (en Milliard USD)



Une timide exploitation des produits d'assurances

- A l'échelle mondiale, **le taux de pénétration** (La part des primes d'assurance dans le PIB) s'est élevé à 7,23% en 2019 et ce, après une stagnation à un niveau de 6,1%, respectivement en 2018 et 2017, témoignant ainsi de la grande marge de progression et du potentiel de croissance du secteur, qui recèle plusieurs opportunités.
- Avec un taux de pénétration de 19,97%, **Taiwan** occupe la première place mondiale, suivi de près par **Hong Kong** et les **Iles Caïmans** qui présentent des taux respectifs de 19,74% et 9,18% en 2019.
- **L'Afrique du Sud** vient d'occuper la quatrième position à l'échelle mondiale avec un taux de pénétration de l'ordre de 13,40%, devançant ainsi **les Etats Unis** qui affichent un taux de 11,43%.

Les 5 premiers pays en terme de taux de pénétration d'assurance en 2019		
Classement mondial	Pays	Taux de pénétration
1	Taiwan	19,97%
2	Hong Kong	19,74%
3	Îles Caïmans	19,18%
4	Afrique du Sud	13,40%
5	Etats Unis	11,43%
Le monde : 7,23%		
Assurance Non vie		3,35%
Assurance vie		3,88%

Source: SwissRe, Rapport Sigma 04/2020

Les 5 premiers pays en terme de densité d'assurance en 2019		
Classement mondial	Pays	Densité d'assurance (USD)
1	Îles Caïmans	12 764
2	Hong Kong	9 706
3	Etats Unis	7 495
4	Suisse	6 835
5	Danemark	6 384
Le monde : 818 USD		
Assurance Non vie		439
Assurance vie		379

Source: SwissRe, Rapport Sigma 04/2020

- **Le marché de l'assurance chinois** montre un taux de pénétration inférieur à la moyenne mondiale, soit 4,3% en 2019. Il représente 2,01% pour l'assurance non vie et de 2,3% pour l'assurance vie. La Chine dispose ainsi d'un fort potentiel de croissance.

Une grande disparité de la densité d'assurance d'un pays à l'autre

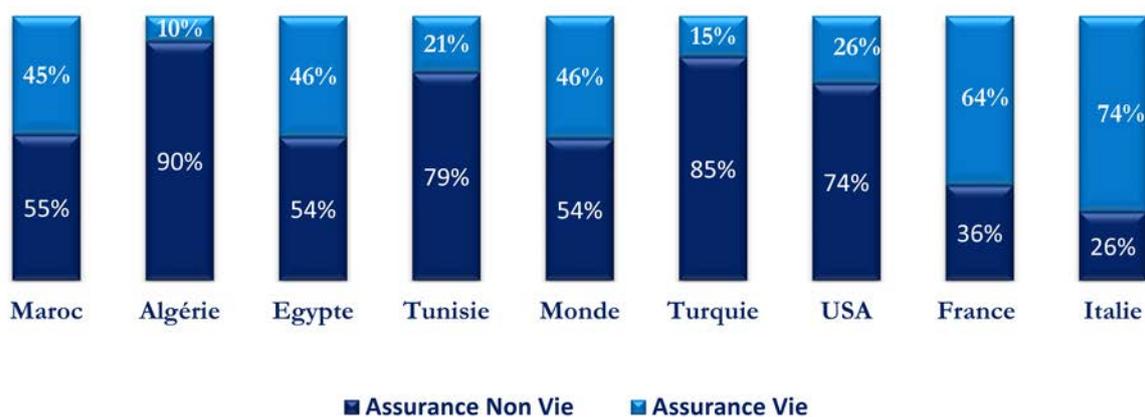
- Au niveau mondial, la densité d'assurance « prime moyenne par habitant » s'est établit à 818 USD, dont 439 USD pour l'assurance non vie et 379 USD pour l'assurance Vie.
- Selon le classement mondial, Les **Îles Caïmans** occupe la première place avec une densité d'assurance de 12 764 USD, suivie par Hong Kong et les Etats Unis qui ont affiché des densités respectives de 9 706 USD et 7 495 USD.
- Sur le continent noir, **l'Afrique du Sud** caracole en tête du classement avec une densité d'assurance de 803 USD, en ligne avec le niveau annuel moyen.
- Au niveau des trois pays du Maghreb, la densité d'assurance moyenne annuelle demeure faible, atteignant 227 USD en 2019. En effet, les Tunisiens et les Algériens ont dépensé en moyenne respectivement 71 USD et 29 USD par habitant alors que les marocains ont dépensé 127 USD.

Positionnement du marché Tunisien des assurances dans le monde

Classement des meilleurs pays Africains en terme de chiffre d'affaires en 2019			
Classement mondial	Pays	Chiffre d'affaires global (Millions USD)	Variation 18-19
19	Afrique du Sud	47 093	-3,90%
50	Maroc	4 640	5,80%
58	Kenya	2 239	5,00%
60	Egypte	1 899	21,30%
63	Nigéria	1 636	18,10%
75	Algérie	1 248	5,20%
74	Namibie	1 305	27,20%
84	Tunisie	830	8,70%

Source: SwissRe, Rapport Sigma 04/2020

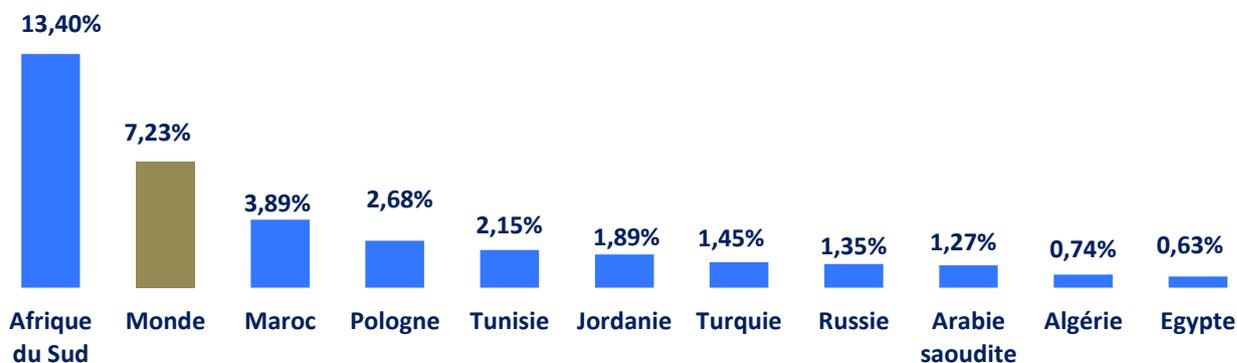
Structure des Assurances dans le monde en 2019



Source: SwissRe, Rapport Sigma 04/2020

- Au terme de l'exercice 2019, la moyenne mondiale de la branche vie s'est établie à 46% en 2019. La part de l'assurance vie en **Tunisie** demeure faible (24%) en comparaison à celle de l'Egypte (46%) et du Maroc (45%). De même pour l'Algérie où le poids de la branche vie est négligeable, seulement 10% du total des primes d'assurances émises.

Taux de pénétration de l'assurance en Tunisie VS les pays de la région EMEA en 2019



Source: SwissRe, Rapport Sigma 04/2020

- Le taux de pénétration au niveau mondial a atteint une moyenne de 7,23% en 2019. En comparaison avec les pays émergents de la région EMEA « Europe Middle East & Africa », **la Tunisie** se classe 15ème avec un taux de pénétration avoisinant les 2,15% et 2ème dans le Maghreb après le Maroc avec 3,89% et devant l'Algérie et l'Égypte qui ont des taux de pénétration très faibles de 0,74% et 0,63% respectivement.
- L'Afrique du Sud est incontestablement le leader Africain avec un taux de pénétration de 13,4% qui dépasse largement la moyenne mondiale.

Présentation du secteur des assurances en Tunisie

Le secteur des assurances en Tunisie est en plein essor. En dépit d'une progression annuelle moyenne de 9,52% durant les cinq dernières années, le secteur présente une bonne marge d'évolution : le taux de pénétration demeure modeste se situant à un taux de 2,15% contre une moyenne mondiale de 7,23%.

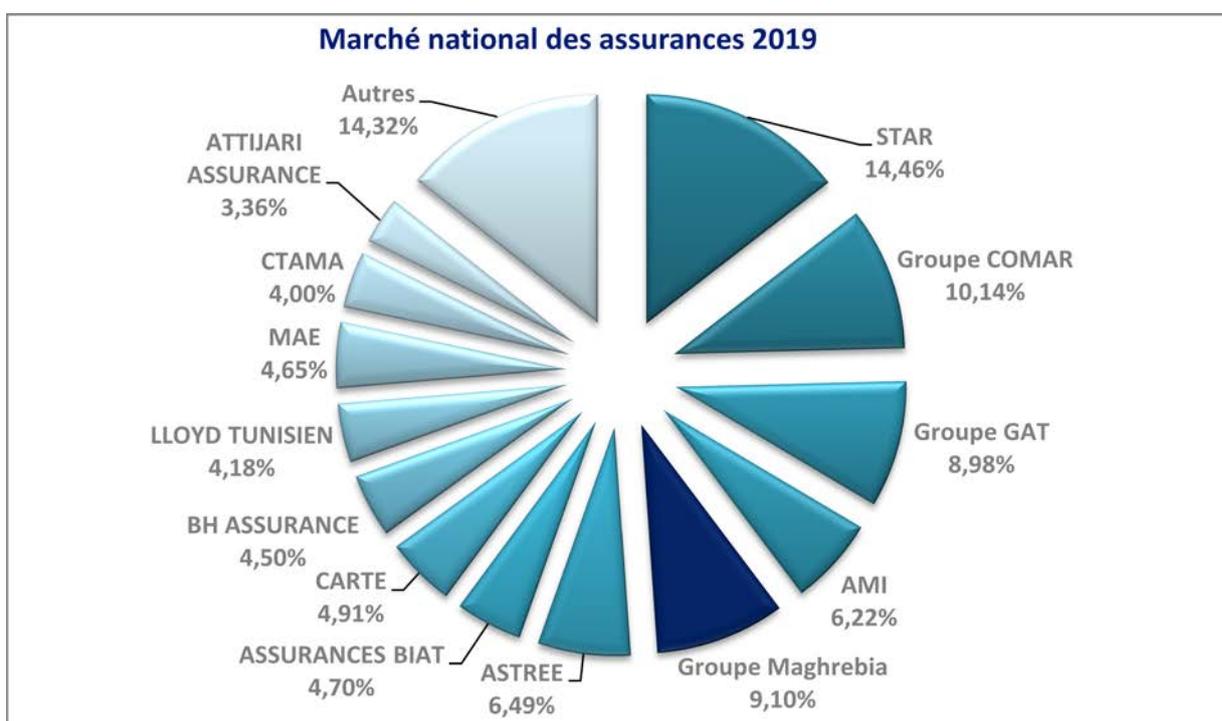
Le marché des assurances compte actuellement 22 compagnies d'assurances dont :

- 15 compagnies dans des branches multiples, parmi lesquelles 3 sont spécialisées en assurance Takaful (**Zitouna Takaful**, **El Amana Takaful** et **Assurances Attakafulia**).

- 7 compagnies spécialisées :

- 5 en assurance-vie (**Hayett, Gat Vie, Maghrebia Vie, Carte Vie et Attijari Assurance**)
- 1 en assurance-crédit à l'exportation (**Cotunace**)
- 1 en réassurance (**Tunis-Ré**)

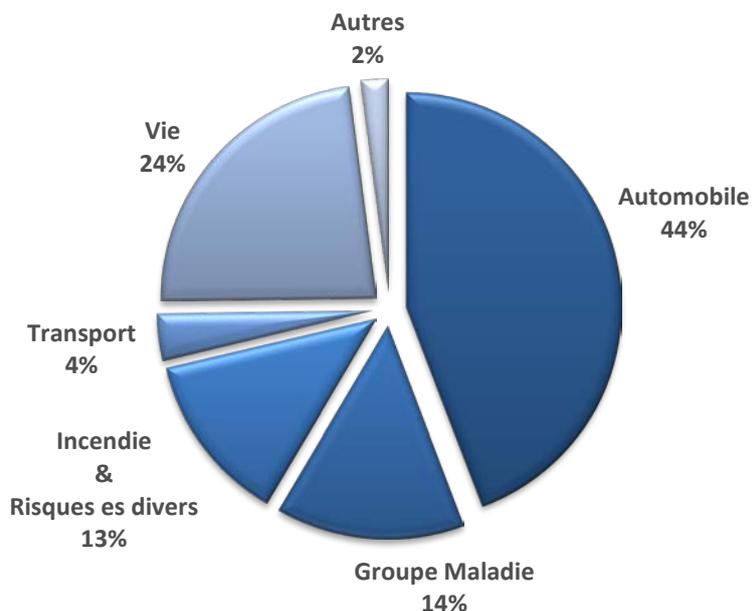
- 8 compagnies off-shore.



NB. Cette répartition n'intègre ni Tunis-Ré ni les compagnies off-shore

Le marché tunisien des assurances demeure dominé par la branche automobile qui accapare la part de lion, soit 44% de l'ensemble des primes émises en 2019, affichant ainsi une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 8,64%, sur la période 2015-2019. De son côté, la branche de l'assurance vie reste encore vierge, représentant ainsi un gisement significatif, non encore exploité.

Répartition des primes du secteurs par branche d'activité en 2019



Source : CGA

Présentation du Groupe Maghrebria

- Fondée en 1973 à l'initiative M. Abdellaziz ESSASSI, avec un capital initial de 10 000 DT, la société **Assurances Maghrebria SA** est une société anonyme d'assurances multi branches.
- L'activité de la compagnie s'articule essentiellement autour de 4 branches :
 - Assurance automobile ;
 - Assurance santé ;
 - Assurance transport et maritime ;
 - Assurance incendie, risques divers et spéciaux (IRDS).
- Le groupe opère également sur le marché de l'assurance vie à travers sa filiale « Assurances Maghrebria Vie SA ».
- Au terme de l'année 2019, le capital social de la société Assurances Maghrebria s'est élevé à 45 000 000 DT divisé en 4 500 000 actions d'une valeur nominale de 10 DT l'action, détenue à hauteur de 86,28% par la société Union Financière Holding.

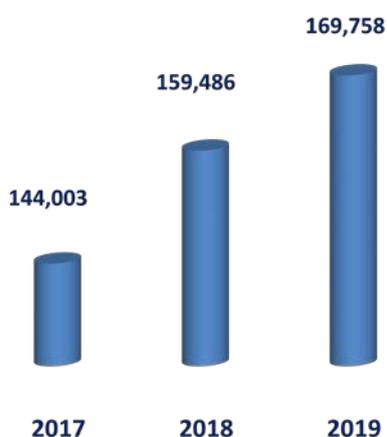
- Le groupe Maghrebria est constitué de 5 sociétés anonymes qui interviennent dans les métiers de l'assurance, les services financiers, informatique et la gestion immobilière en Tunisie.
- Les produits d'assurances du groupe Assurances Maghrebria sont distribués sur l'ensemble du territoire tunisien grâce à 90 agences, 38 courtiers, 8 bureaux directs et 5 banques.
- Le groupe Assurances Maghrebria se place en troisième position avec une part de marché de 9,10% en 2019 moyennant un chiffre d'affaires global de 235,9 MDT.

Analyse Financière

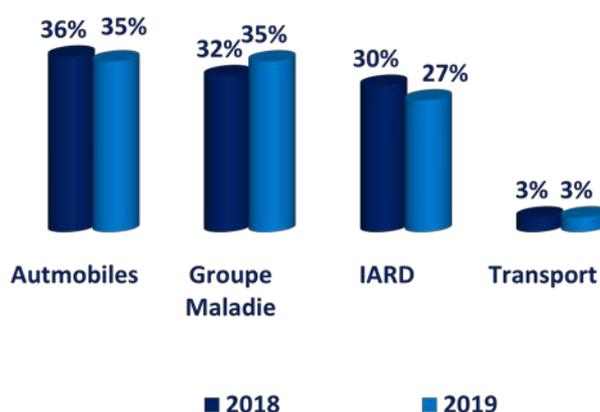
Evolution du chiffre d'affaires de la compagnie

- Le chiffre d'affaires de la compagnie « **Assurances Maghrebria SA** » s'est établi à 169,758 MDT en 2019 contre 144,03 MDT au 31-12-2017, soit un taux croissance annuel moyen de l'ordre de 10,9%.
- Le portefeuille des primes émises par branche est réparti équitablement entre les différentes branches. En effet, les branches automobiles, santé et IRDS représentent respectivement 34,8%, 35,4% et 26,5% des primes totales de la société en 2019. Cette ventilation des branches distingue la compagnie MAGHREBIA des autres sociétés d'assurances, qui présentent généralement une domination de la branche Automobile.

Evolution du chiffre d'affaires en MDT

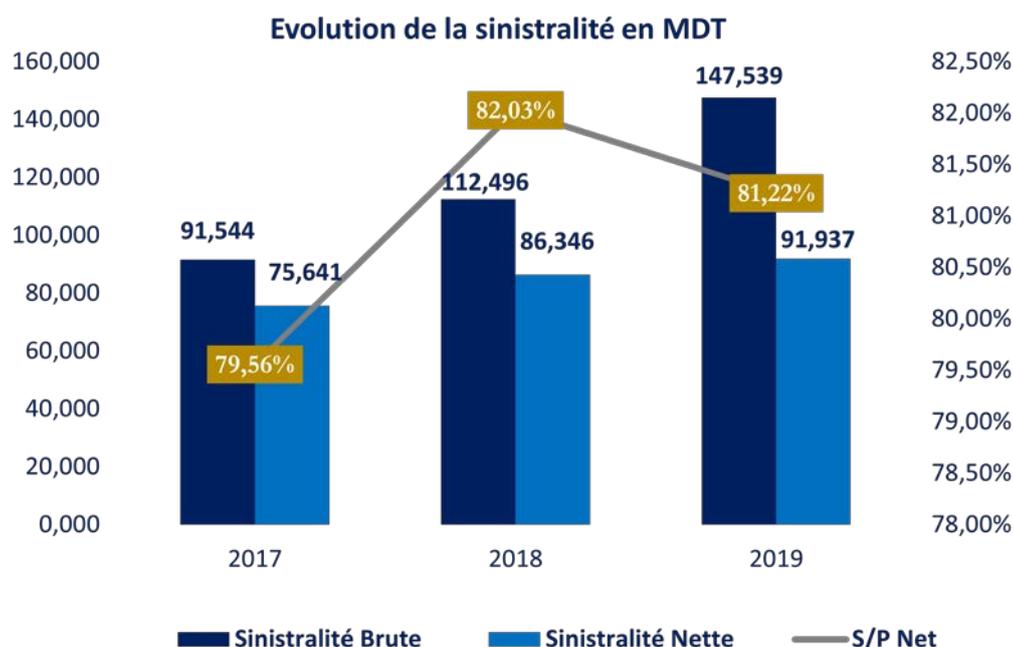


Répartition du chiffre d'affaires par branche



Evolutions des charges des sinistres

- Sur la période 2017-2019, les charges brutes de sinistres ont suivi une tendance haussière en affichant un TCAM de l'ordre de 26,95%. Cette ascension est due à la forte exposition de la compagnie aux deux branches les plus sinistrées telles que l'assurance Automobile et la branche Groupe Maladie qui représentent 76% de l'ensemble des indemnisations cumulées en 2019.
- Les charges de sinistres nettes sont passées de 75,641 MDT au 31-12-2017 à 91,937 MDT à fin Décembre 2019, soit une appréciation de 21,54%. Par conséquent, le taux de sinistralité global s'est légèrement déprécié, passant de 79,56% en 2017 à 81,22% au titre de l'exercice 2019.



Gestion technique

En MDT	2017	2018	2019
Marge opérationnelle nette	19,44	18,92	21,26
Frais d'exploitation nets	12,856	13,827	14,753
Ratio de gestion net	13,52%	13,14%	13,03%
Ratio combiné net	93,08%	95,16%	94,26%
Résultat technique net	12,351	11,744	13,598
Marge technique	12,99%	11,16%	12,01%

- Sur les trois dernières années, la marge opérationnelle nette d'Assurances Maghrebria a enregistré un TCAM de 4,57%. Ceci est dû à l'évolution de la sinistralité globale avec un TCAM₂₀₁₇₋₂₀₁₉ de 9,11% contre une croissance annuelle moyenne de 10,25%, sur la même période, des primes émises nettes. En effet, les charges de sinistres nettes absorbent en moyenne 80,94% de la totalité des primes émises nettes.
- Par ailleurs, les frais d'exploitations nets de la compagnie ont évolué durant la période (2017-2019) moyennant un TCAM de l'ordre de 7,13% pour atteindre 14,753 MDT en 2019. Cette progression provient essentiellement de l'augmentation des frais d'acquisition, passant de 17,901 MDT à 20,905 MDT entre 2017 et 2019, soit un TCAM de 8,07%, ceci est lié à l'amélioration du volume d'affaires durant cette même période. Par conséquent, le ratio de gestion net, qui rapporte les frais de gestion aux primes reçues demeure quasiment stable aux alentours de 13% sur la période 2017-2019.
- Le résultat technique de la compagnie est passé de 12,351 MDT au 31-12-2017 à 13,59 MDT en 2019 enregistrant ainsi un TCAM₂₀₁₇₋₂₀₁₉ de 4,93%.

Gestion des provisions

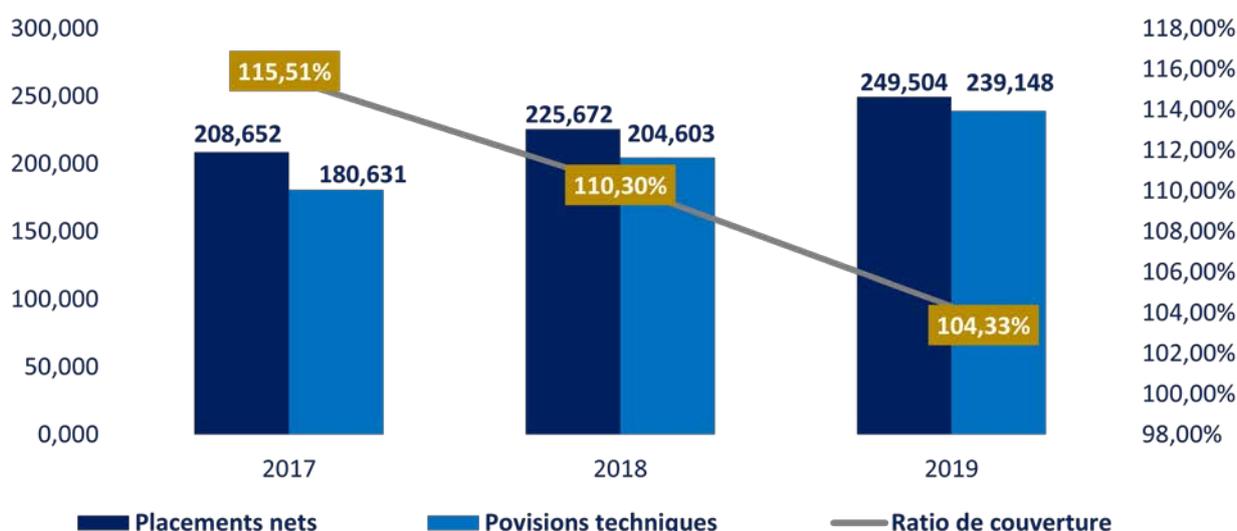
En MDT	2017	2018	2019
Provisions techniques nettes	139,006	150,795	163,956
Primes émises nettes	98,282	106,790	113,343
Provisions techniques/primes émises nettes	141,44%	141,21%	144,65%

- Les provisions techniques nettes de la part des rétrocessionnaires ont atteint au 31 Décembre 2019 un total de 163,956 MDT, soit 68,56% de l'ensemble des provisions techniques. Le taux de rétention ressort ainsi élevé, soit de l'ordre de 67%. Par ailleurs, ces provisions couvrent 1,45 fois les primes nettes constituées pour l'année 2019, en hausse de 3,44 points de pourcentage par rapport à 2018.

Gestion financière

- Assurances Maghrebria a vu son actif financier se développer pour atteindre près de 250 MDT en 2019, soit une hausse de 19,58% par rapport à l'exercice 2017.
- En termes de structure, les obligations à revenu fixe accaparent une proportion marginale de l'ensemble des placements, soit un taux de 67%.
- Par conséquent, l'évolution perpétuelle de l'actif financier a permis de satisfaire le taux de couverture (placements/provisions) qui s'est situé à un niveau supérieur à 100%, pour la période allant de 2017 à 2019, ce qui confirme la capacité de la compagnie à honorer ses engagements à travers ses fonds placés.

Evolution du ratio de couverture (2017-2019)



En MDT	2017	2018	2019
Produits de Placements	15,168	18,657	21,057
Charges de Placements	3,472	4,063	4,847
Solde de la Gestion Financière	11,695	14,595	16,210

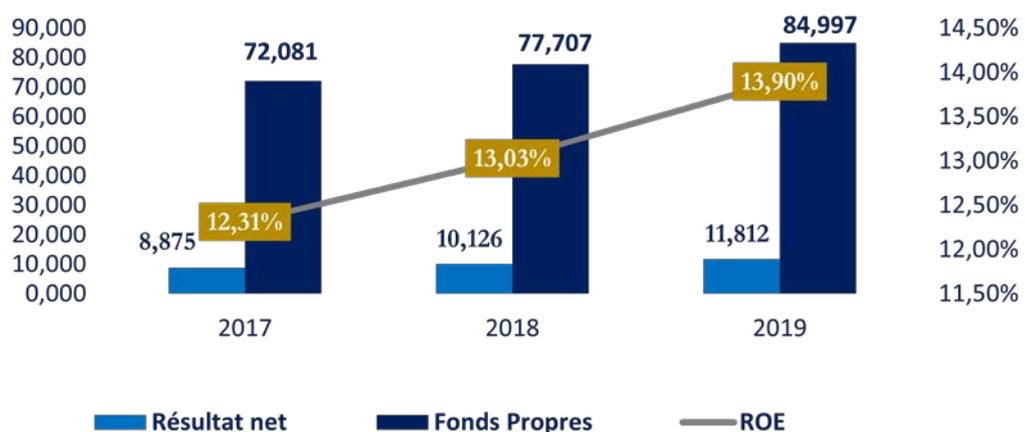
- Au titre de l'exercice 2019, le rendement des actifs placés a atteint 21,057 MDT contre 15,168 MDT en 2017, soit une évolution de 38,83%. De l'autre côté du spectre, les charges de placements ont affiché une progression de 39,58%, courant la période (2017-2019) pour s'établir à 4,847 MDT en 2019.

Par conséquent, Assurances Maghreb SA a affiché un solde de gestion financière excédentaire de 16,210 MDT en 2019, en amélioration annuelle moyenne de 38,61%, sur la même période.

Evolution de la rentabilité

- Le bénéfice net suit une tendance haussière, sur la période 2017-2019, enregistrant un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 15,37%. Les fonds propres de la compagnie Assurances Maghreb se sont inscrits en croissance annuelle moyenne de 8,59% entre 2017 et 2019 pour s'établir à 84,997 MDT en 2019.
- Avec un résultat net de 11,812 MDT réalisé en 2019, la compagnie a dégagé une rentabilité financière de 13,90%, en embellie par rapport à l'exercice 2017.

Rentabilité Financière de la compagnie (2017-2019)



Business Plan Consolidé 2020E-2024P

<i>En MDT</i>	2019 R	2020 E	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
Primes acquises	237,8	245,10	269,69	293,61	320,47	350,14
<i>Progression</i>		3,1%	10,0%	8,9%	9,1%	9,3%
Primes émises et acquises - Non Vie-	169,43	180,91	194,60	209,90	227,73	247,15
<i>Progression</i>		6,78%	7,57%	7,86%	8,49%	8,53%
Primes émises et acquises - Vie-	65,82	71,05	78,72	87,48	97,23	108,30
<i>Progression</i>		7,95%	10,80%	11,13%	11,15%	11,39%
Charges de sinistres	169,07	154,66	148,82	160,28	170,13	186,30
<i>Progression</i>		-8,52%	-3,78%	7,70%	6,15%	9,50%
Résultat technique de l'assurance et de la réassurance non vie	13,86	16,16	17,36	19,38	22,27	25,08
<i>Progression</i>		16,59%	7,43%	11,64%	14,91%	12,62%
Résultat technique de l'assurance et de la réassurance non vie	9,88	12,20	13,26	14,65	16,40	17,94
<i>Progression</i>		23,48%	8,69%	10,48%	11,95%	9,39%
Produits des placements net -Non vie-	14,61	14,28	15,31	16,87	18,93	20,96
<i>Progression</i>		-2,26%	7,21%	10,19%	12,21%	10,72%
Produits des placements net -Non vie-	20,19	20,4	22,69	25,73	29,4	33,72
<i>Progression</i>		1,04%	11,23%	13,40%	14,26%	14,69%
Résultat provenant des activités ordinaires	28,01	31,99	35,33	40,16	46,74	52,67
<i>Progression</i>		14,21%	10,44%	13,67%	16,38%	12,69%
Résultat net de l'exercice	18,53	21,17	23,73	26,91	31,06	34,51
<i>Progression</i>		14,25%	12,09%	13,40%	15,42%	11,11%
Part de la société mère	16,06	18,09	20,28	23,07	26,78	29,8

Source : Prospectus Maghrebria SA

RECOMMANDATION

Appartenant à un secteur à fort potentiel de croissance, la compagnie « ASSURANCES MAGHREBIA SA » est un acteur de référence se dotant d'une notoriété sur le marché tunisien des assurances.

La société jouit d'un bon positionnement sur le marché tunisien des assurances occupant la 3^{ème} position en terme de chiffre d'affaires global en 2019. D'autant plus, MAGHREBIA est leader au niveau de la branche incendie et challenger dans d'autres branches.

Sur le plan financier, la structure de la société demeure équilibrée avec des ratios prudentiels conformes aux normes réglementaires. En revanche, le contexte actuel maussade par lequel passe le pays laisse présager une aversion aux produits d'assurances par les ménages.

De ce fait, la compagnie a opté pour l'innovation et la diversification de ses produits pour répondre aux exigences de ses clients.

Parallèlement, la société distribue 45% de ses bénéfices annuels ; un taux qui pourrait conserver une bonne assise financière offrant un rendement en dividende acceptable de l'ordre de 2,39% en 2020.

D'un point de vue valorisation, la société se transige à 15,6_x ses bénéfices nets de 2019, Vs un PER sectoriel de 10,17_x en 2019 (sans compter Tunis Ré).

Au vu de tous ces facteurs, nous recommandons de « Souscrire à l'IPO dans une optique de placement à moyen et long terme ».