

Assurances Maghrebria, un acteur majeur du secteur

Acheter – Cours Cible : 59.16 Dt (+ 32% vs cours boursier actuel)

- Le groupe Assurance Maghrebria est un groupe d'assurances toutes catégories exerçant son activité dans les assurances de dommages et les assurances de personnes, sa part de marché globale s'élève à 10.3% à fin 2022 et occupe la 3ème position parmi les groupes d'assurance en Tunisie. Il demeure leader du marché en assurances de personnes avec une part de marché de 15.4% et également le leader en assurances Hors automobile (PDM de 13.4%) et en assurances Incendie (PDM de 16.7%).
- L'actionnaire de référence d'Assurances Maghrebria est UFI GROUP, un des plus importants groupes d'affaires tunisiens qui se développe de plus en plus tant au niveau local qu'international en investissant dans le cœur de métier de ses secteurs d'activité à savoir les secteurs finance, industrie, tourisme, services et immobilier. En 2022, le groupe UFI a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 477 millions de dinars tunisiens.
- La structure du CA de Maghrebria en consolidé et en social reste bien favorable comparé au marché avec une moindre exposition au segment automobile qui reste le plus sinistré.
- L'activité assurantielle de Maghrebria structurellement excédentaire et sa politique de placement diversifiée, équilibrée et rentable est de nature à pérenniser la capacité bénéficiaire du groupe.
- La compagnie dispose d'une marge de solvabilité confortable (marge de solvabilité de 384% en 2022 qui demeure largement supérieure à la norme).
- En termes de stratégie, la compagnie d'assurance ambitionne de renforcer ses positions sur les marchés des entreprises et des particuliers en poursuivant sa politique d'innovation et de mobilisation des différents canaux de distribution partenaires à l'instar de la bancassurance et la micro-assurance.
- Le volet digital constitue également un axe majeur dans la stratégie de Maghrebria. En effet, la compagnie offre des solutions innovantes, telles que son application mobile riche en fonctionnalités. Le développement de cette stratégie sert à renforcer la qualité de service proposé au client tout en réduisant les coûts, élément de différenciation qui demeure aujourd'hui au cœur des préoccupations de l'assureur.
- Évaluée à un cours cible de 59.2 dt qui valorise Assurances Maghrebria à 8.5x sa capacité bénéficiaire en 2023e et qui induit une décote de 32% par rapport au cours de 44.82 Dt observé le 12/01/2024, nous recommandons d'acheter le titre.

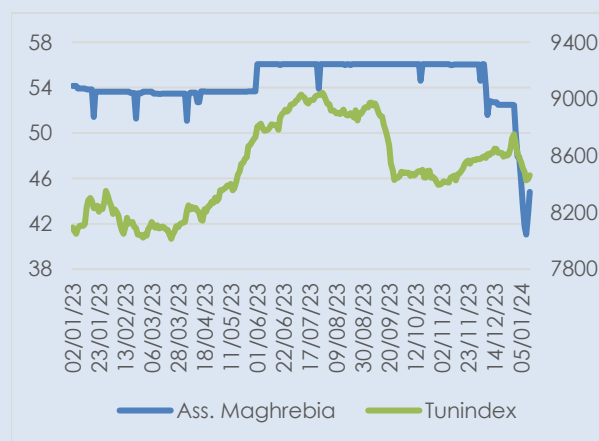
Données Générales

Cours (Dt) 12/01/2024	44.82
Cours Cible (Dt)	59.16
Potentiel	32%
Capitalisation boursière (Mdt)	201.7
Cours moyen pondéré sur 1 an (Dt)	54.1
Plus haut sur 1 an (Dt)	56.1
Plus bas sur 1 an (Dt)	41.1
Volume quotidien moyen depuis 1 an (kDt)	13.26

En Mdt (Consolidé)	2021	2022	2023e*
Primes acquises	291.6	324.3	363.2
Résultat Technique	39.9	40.0	45.1
Pdts financiers nets NV	17.4	21.4	23.5
Résultat Net PG	29.1	29.6	31.4
Fonds propres	154.2	180.5	201.4
ROE	23.3%	19.6%	18.5%
P/E	6.9	6.8	6.4
P/BV	1.3	1.1	1.0
Dividend Yield	3.5%	4.4%	6.2%

* Prévisions MAC SA

Cours boursier



Performance Boursière	YTD	3 m	6m	12m
Ass Maghrebria	-14.5%	-20.05%	-20.06%	-20.25%
Tunindex	-3.3%	-0.05%	-6.08%	+2.71%

Opinion et Valorisation

Sur la base du cours actuel, Assurances Maghrebias s'échange à des multiples P/E 2023e et P/BV 2023e de 6.4x et 1.0x respectivement, des niveaux de valorisation intéressants comparés aux niveaux auxquels traitent ses peers locaux et régionaux soit 12.6x et 1.8x. **Nous estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé et recommandons d'ACHETER avec un objectif de cours de 59.2 dt (vs. 44.82 Dt le 12/01/2024), correspondant à un potentiel de hausse de 32%**. Sur la base du cours cible, Assurances Maghrebias traiterait à un multiple P/E de 8.5x en 2023^E.

A noter également, que le groupe Assurance Maghrebias dégage une rentabilité des fonds propres (ROE = 18.3%) fort appréciable et supérieure à ses peers nationaux et qui s'échangent à des valorisations bien supérieure à celle de Maghrebias.

Nom de la compagnie	Pays	P/E 23	P/BV 23	ROE 22
Wafa Assurance SA	Maroc	18,9x	1,8x	9,30%
Delta Insurance Company	Egypte	6,6x	1,2x	26,60%
Société Tunisienne d'Assurances et de Réassurances STAR	Tunisie	10,8x	0,9x	7,50%
BH Assurance	Tunisie	9,1x	1,5x	15,50%
AtlantaSanad	Maroc	17,4x	3,6x	19,30%
Groupe Assurances Maghrebias SA	Tunisie	6,4x	1,0x	18,30%
Moyenne (hors Assurances Maghrebias)		12,6x	1,8x	15,64%

Source : Capital IQ

Notre optimisme sur la valeur se justifie par les éléments suivants :

- Leader du marché des assurances hors automobile, Maghrebias devrait renforcer son positionnement sur les segments les moins sinistrés et voir ainsi une croissance continue des primes à travers la stratégie d'équipement de la clientèle existante, la diversification de l'offre et la conquête de nouvelle clientèle.
- La transformation digitale engagée par l'assureur devrait également constituer un important relais de croissance et aboutir au renforcement de la qualité de service et à l'amélioration de l'expérience client avec in fine, une hausse du chiffre d'affaires et une optimisation des coûts.
- Une activité assurantielle structurellement excédentaire et une politique de placement diversifiée, équilibrée et rentable ce qui est de nature à pérenniser la capacité bénéficiaire du groupe.
- Une marge de solvabilité de 384% en 2022 supérieure à la norme exigée laissant apparaître un excédent de fonds propres pouvant soutenir la croissance future de l'activité ou augmenter l'appétence de la société au risque d'investissement.

Le secteur tunisien de l'assurance

Organisation du marché

Le marché tunisien de l'assurance comprend trois catégories d'établissements :

- Les compagnies d'assurances privées : 15 compagnies multibranches dont 2 sociétés à forme mutuelle et 7 compagnies d'assurances vie et capitalisation.
- Une société publique d'assurance-crédit à l'export la COTUNACE
- Une société de réassurance Tunis-Ré

Le marché compte également un réseau d'intermédiaires qui représentent un maillon essentiel dans la commercialisation des produits des compagnies d'assurances. Ce réseau est essentiellement composé d'agents représentant la compagnie d'assurance dont ils sont mandataires et de courtiers qui sont mandataires des clients et défendent leurs intérêts auprès des compagnies d'assurances. On dénombre 63 courtiers, 1107 agents d'assurances et 107 producteurs vie. Par ailleurs les compagnies d'assurances adossées aux banques s'appuient également sur les réseaux bancaires pour distribuer leurs produits à travers la bancassurance.

Les sociétés d'assurance sont représentées par la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurance « FTUSA » qui réunit les compagnies d'assurances, les mutuelles et Tunis-Ré.

L'autorité de contrôle est représentée par le Comité Général des Assurances « CGA » qui veille à la protection des droits des assurés et des bénéficiaires des contrats d'assurance et à la solidité de l'assise financière des entreprises d'assurance et des entreprises de réassurance et leur capacité à honorer leurs engagements.

Sources de croissance et principaux enjeux

Le développement ou la maturité du marché de l'assurance est généralement mesuré à l'aide de deux indicateurs :

- **Le taux de pénétration** ou les primes émises en % du PIB représentant le poids du secteur dans la production nationale d'un pays.
- **La densité d'assurance** ou le montant des primes émises par habitant, correspondant aux dépenses d'assurance effectuées par habitant

Taux de pénétration par branche d'activité en 2022

Classement	Pays	Vie	Non Vie	Total
1	Iles Cayman	1.8%	21.4%	23.2%
4	Etats Unis	2.6%	9%	11.6%
6	Afrique du Sud	9.1%	2.2%	11.3%
14	France	5.5%	3.3%	8.7%
16	Japan	5.9%	2.3%	8.2%
17	Canada	3.3%	4.6%	8.0%
27	Malaysia	3.7%	1.3%	5.0%
37	Maroc	1.8%	2.1%	3.9%
46	Emirats Arabes Unis	0.5%	2.1%	2.6%
56	Tunisie	0.6%	1.6%	2.2%
61	Jordanie	0.3%	1.7%	2.1%
70	Turquie	0.2%	1.3%	1.5%
84	Egypte	0.3%	0.3%	0.6%

Source : SwissRe

Selon SwissRe, en 2022, le taux de pénétration en Tunisie a atteint 2,2% (et 2.4% selon le rapport de la FTUSA) contre un taux moyen de 6,8% de moyenne mondiale et de 3,6% pour les pays asiatiques émergents, ce qui permet d'envisager un potentiel de développement encore très important. Avec un chiffre d'affaires global de 1 006 Millions de US\$ à fin 2022, la Tunisie occupe la 83ème position du classement mondial réalisé par Swiss Re et la 7ème position en Afrique. A l'image des autres pays en développement, la Tunisie affiche une large proportion d'émission de prime non-vie. Ainsi, le taux de pénétration du segment Non-Vie atteint 1.6% contre seulement 0,6% pour le segment Vie.

Densité par habitant et par branche d'activité en 2022 (US\$)

Classement	Pays	Vie	Non Vie	Total
1	Iles Cayman	1627	19207	20834
3	Etats Unis	2017	6868	8885
14	Canada	1840	2552	4392
17	France	2239	1339	3578
24	Japan	1942	748	2690
29	Emirats Arabes Unis	292	1112	1404
36	Afrique du Sud	614	149	764
38	Malaysia	432	159	592
65	Turquie	21	133	154
67	Maroc	65	75	140
74	Jordanie	14	72	87
76	Tunisie	21	60	81
83	Egypte	15	14	29

Source : SwissRe

En termes de densité, et compte tenu du faible pouvoir d'achat des ménages en matière de dépenses en assurance, la Tunisie se classe 76ème dans le monde et 4ème en Afrique avec seulement 81 USD dépensés par habitant contre 154 USD pour la Turquie qui affiche un taux de pénétration pourtant inférieur à celui de la Tunisie. Compte tenu de la prédominance du segment Non-Vie, sa densité est également nettement supérieure à celle du segment Vie.

Sources de croissance

Le secteur des assurances présente un fort potentiel de croissance en raison de plusieurs éléments :

- **Le développement de la bancassurance** et de la branche assurance vie notamment. Avec un système de retraite encore faiblement généralisé, la bancassurance offre une opportunité intéressante pour se constituer une épargne complémentaire. D'ailleurs, la contribution de ce segment dans le chiffre d'affaires global du secteur est passée de 8.24% en 2000 à 11.4% en 2017 puis à 20.9% en 2021. Nous pensons que cette tendance devrait se poursuivre d'autant plus qu'à partir de 2021, le plafond de déduction des primes payées par les souscripteurs dans le cadre des contrats d'assurance vie et des contrats de capitalisation a été relevé de 10 000 dinars à 100 000 dinars. D'ailleurs, sur la période 2017/2021, la croissance du secteur a été boostée par le segment vie qui a affiché un TCAM de son chiffre d'affaires de 24.1% contre 7.5% pour le segment non-vie. La bancassurance offre un réseau de distribution à moindre coût aux compagnies d'assurance qui utilisent les agences bancaires pour accéder à une nouvelle clientèle et augmenter ainsi leurs engagements.
- La poste devrait jouer un rôle important dans la canalisation de l'épargne. Le réseau de la poste dispose d'une très bonne couverture géographique avec 1 043 points de vente et plus de 4 millions d'épargnants.

- **L'élargissement du champ des assurances obligatoires.** Aujourd'hui seules l'assurance automobile, l'assurance Incendie (pour les personnes exploitant une industrie, un commerce ou un établissement hôtelier), le transport des marchandises à l'importation, la responsabilité civile décennale des intervenants dans le domaine de la construction et quelques autres responsabilités professionnelles sont obligatoires. Toutefois, le Code des Assurances n'est toujours pas entré en vigueur (depuis 2018) et qui devrait instaurer l'obligation d'assurance des risques catastrophes naturelles. La loi permettra aux assurés de bénéficier d'une couverture en cas de survenance d'un événement naturel (tremblement de terre, inondation, etc.) comme c'est le cas au Maroc et en Algérie. Cette initiative est de nature à augmenter les primes des compagnies d'assurance et leur permettre de réaliser des économies d'échelle au niveau de leurs frais de gestion.
- **La transformation digitale** devrait également constituer un important relais de croissance pour le secteur et aboutir au renforcement de la qualité de service et à l'amélioration de l'expérience Client avec, in fine, une hausse du chiffre d'affaires et une optimisation des coûts.

Principaux enjeux

Toutefois, malgré ce potentiel de croissance, les compagnies d'assurance doivent également faire face à plusieurs enjeux :

- Le principal défi pour le secteur au cours des prochaines années réside dans la capacité à croître tout en maîtrisant un certain nombre de risques (opérationnels et financiers) dans un contexte de recrudescence de la concurrence, du faible pouvoir d'achat et d'aggravation de la sinistralité.
- Le risque de retournement sur les marchés financiers et notamment sur le marché obligataire avec des niveaux de taux élevés. Malgré l'amélioration de leur rentabilité, les compagnies d'assurance restent dépendantes de l'environnement financier.

Caractéristiques du marché

Concurrentiel et fragmenté

Malgré l'étroitesse du marché tunisien et le faible taux de pénétration de l'assurance dans l'économie tunisienne, le marché des assurances reste fragmenté. Contrairement à la vague de concentration depuis les années 90 au Maroc dans le secteur des assurances, et qui a donné naissance à de grandes compagnies, en Tunisie le marché ne cesse de voir l'arrivée de nouvelles compagnies d'assurances.

Par ailleurs, il est à préciser que le code des assurances ne stipule pas la séparation obligatoire des activités vie et non vie et les assureurs peuvent souscrire les risques de dommages et de personnes sous une même enseigne. Cela étant, certaines compagnies ont opté pour la séparation des deux activités dans des entités distinctes.

Multibranches	Vie	Actionnaire de Référence
STAR		Etat Tunisien /Groupama
LLOYD Tunisien	LLOYD Vie	Groupe BAYAHI
CARTE Assurances	CARTE VIE	Groupe DOGHRI
GAT Assurances	GAT Vie	Groupe Mabrouk
BH Assurance		BH- BANK – Poulina Group
COMAR	HAYETT	Groupe El Amen
ASTREE		BANQUE DE TUNISIE
Assurances BIAT		BIAT
Magherbia	Magherbia Vie	UNION FINANCIERE HOLDING
MAE Assurances		
AMI Assurances		Groupe BNA
Zitouna Takaful		GRUPE AL MAJDA TUNISIA/ ZITOUNA BANK
El Amana Takaful		Al Baraka Bank
AT-TAKAFULIA		WIFAK BANK
CTAMA		Groupe BNA
	Attijari Assurance	ATTIJARI BANK
	UIB Assurance	UIB BANK

Inversion du cycle de production

Le secteur de l'assurance se caractérise également par l'inversion du cycle de production. Le prix de vente (la prime) est encaissé immédiatement, alors que la prestation (le règlement de l'indemnité), intervient ultérieurement. Les primes sont conservées sous forme de provisions techniques, pour faire face aux engagements futurs vis-à-vis des assurés et sont placées. De ce fait, intuitivement, la composition du résultat est double et la rentabilité globale des opérations d'assurance est fonction des activités d'assurances pures (techniques) et de l'activité financière.

Ainsi, en assurance dommages, le résultat est soumis à des variations puisqu'il provient des primes et des revenus financiers, déduction faite du coût des sinistres et des frais d'exploitation. Or trois de ces quatre éléments subissent des fluctuations. Les résultats financiers dépendent de l'évolution des taux d'intérêt et des marchés. La sinistralité est liée à la conjoncture économique (en cas de ralentissement ou de récession économique, la fréquence et le montant des sinistres s'accroissent). En ce qui concerne la prime, les variations de prix obéissent au cycle classique de l'offre et de la demande et sont en partie fonction de la concurrence.

Evolution des indicateurs du secteur des assurances en Tunisie

-Chiffre d'affaires

L'assurance tunisienne poursuit son évolution positive d'une année à l'autre avec une croissance à deux chiffres favorisée principalement par l'assurance vie. D'ailleurs en 2022, les primes de l'assurance vie ont bondi de 25.1% (contre 15.7% en 2021 grâce au relèvement du plafond de déduction des primes payées par les souscripteurs dans le cadre des contrats d'assurance vie et des contrats de capitalisation de 10 000 dinars à 100 000 dinars.

En assurance non-vie, le chiffre d'affaires a progressé de +8.1% contre 8.4% en 2021.

Suite à la forte progression des primes collectées en assurance vie, sa part est passée de 20.2% à fin 2016 à 28.4% en 2022. La part des assurances dommages, bien qu'en baisse reste importante et représente 71.6%.

Evolution du Chiffre d'affaires du secteur (en Mdt)

en Mdt	Ass Vie & Capitalisation	Var en %	Ass. Non Vie	Var en %	Chiffre d'affaires	Var en %
2016	374,7		1481,1		1 855,8	
2017	442,5	18,1%	1645,3	11,1%	2 087,8	12,5%
2018	507,5	14,7%	1744,3	6,0%	2 251,7	7,9%
2019	559,3	10,2%	1855,0	6,3%	2 414,4	7,2%
2020	624,0	11,6%	1948,1	5,0%	2 572,1	6,5%
2021	722,0	15,7%	2111,2	8,4%	2 833,2	10,2%
2022	903,2	25,1%	2281,8	8,1%	3 185,0	12,4%

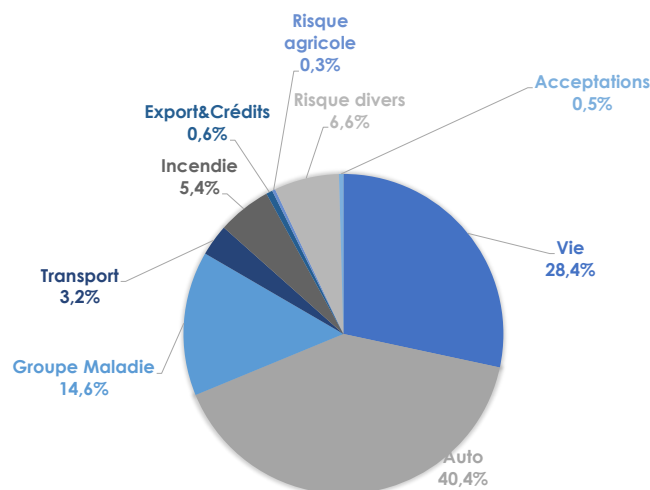
TCAM 2016-2022 :

Non-Vie = 7.5%

Vie = 15.8%

Sur la période 2016-2022, le secteur a affiché une croissance moyenne de 9.4%, malgré un contexte économique peu favorable soutenu par le fort développement **des primes d'assurance vie et capitalisation (TCAM de 15.8%)** appuyé par la bancassurance, le relèvement du plafond de déduction et la diversification des offres de produits. Par ailleurs, **l'assurance non-vie** a été en croissance moins accélérée soit un **TCAM de 7.5%** grâce notamment à l'assurance automobile (TCAM de 7.5%) et l'assurance Groupe Maladie (TCAM de 9.8%). D'ailleurs ces deux branches représentent 76.8% des primes de l'assurance non-vie.

Distribution du chiffre d'affaires par branches d'assurance en 2022



83.4% du CA est dominé par les branches Vie, Auto et Groupe Maladie.

La part des primes relatives à **l'assurance automobile**, quoiqu'en baisse continue d'année en année, reste considérable et représente 40.4% du CA. D'ailleurs l'augmentation de la fréquence des sinistres matériels automobile constitue une réelle problématique pour les assureurs tunisiens et constitue un impact négatif sur leurs résultats techniques.

Ensuite, on retrouve **les branches « vie et capitalisation »** avec 28.4%, une part qui ne cesse de croître d'année en année. La branche « groupe maladie » arrive en troisième position avec 14.6%, une part qui est restée quasiment stable sur les cinq dernières années. A titre de comparaison, en France, la branche vie représente plus de 60% du chiffre d'affaires en 2018 et la couverture du risque automobile ne représente plus que 10% de l'activité globale du secteur.

Evolution du CA et de la part de marché en 2022 par compagnie

Rang 2022	Groupe de sociétés	2022		Variation 22/21
		Montant	Part %	
1	STAR	386 270 718	12,10%	4,90%
2	Groupe COMAR	335 820 574	10,50%	7,00%
3	Groupe MAGHREBIA	329 383 997	10,30%	11,90%
4	Groupe GAT	288 942 162	9,10%	13,20%
5	Groupe CARTE	246 860 157	7,80%	24,60%
6	ASTREE	236 035 315	7,40%	26,10%
7	ASS. BIAT	206 306 270	6,50%	20,30%
8	AMI	189 754 243	6,00%	32,80%
Total échantillon		2 219 373 436	69,70%	14,90%
Reste du marché		965 581 244	30,30%	7,10%
Total marché		3 184 954 680	100%	12,40%

Le secteur est ainsi dominé par 8 opérateurs qui représentent près de 70% du chiffre d'affaires global en 2022 et dont le chiffre dépasse les 2.2 Milliards de dinars. La part de marché des 3 premiers groupes dans l'activité globale est passée de 35,2% en 2020 à 34,5% en 2021 et à 33,0% en 2022.

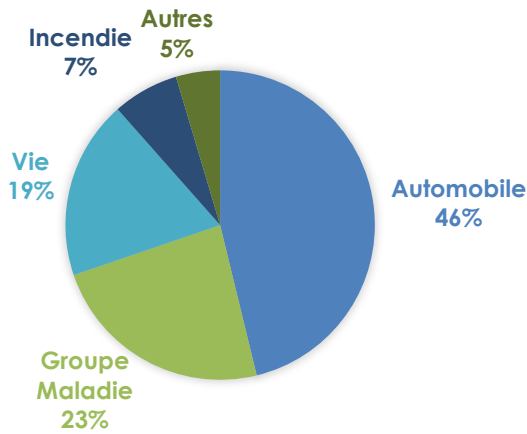
- MAGHREBIA maintient sa position en tant que 3ème groupe d'assurances sur le marché avec une part de marché stable sur les derniers exercices.

- STAR a perdu 2 points de pourcentage en termes de parts de marché en passant de 14% en 2020 à 12% en 2022.
- La part de marché de COMAR est passé de 11,1% en 2021 à 10,5% en 2022.

Sinistres réglés

Sur la période 2016-2022, les sinistres réglés ont progressé à un TCAM de 9.35% vs 9.42% pour les primes. Le montant des sinistres réglés au titre des branches automobile et assurance groupe maladie représente 69,76% en 2022 du total des règlements, alors que les primes encaissées au titre de ces deux branches représentent 55,01 % en 2022, ce qui témoigne de la forte sinistralité de ces deux branches.

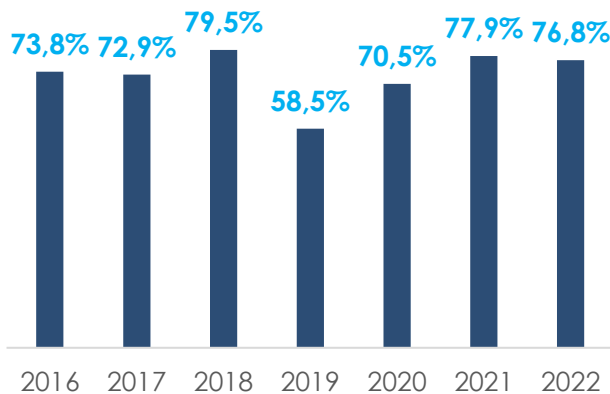
La part des sinistres par branche, 2022



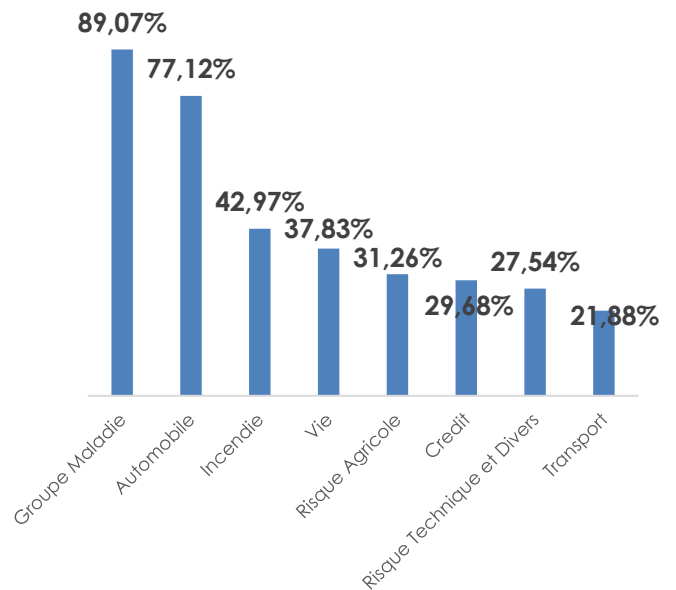
88.5% (vs 83.4% pour le CA) des sinistres payés sont accaparés par les branches Auto, Groupe Maladie et Vie.

D'ailleurs, dans sa globalité le secteur des assurances en Tunisie affiche encore une forte sinistralité quoiqu'en légère amélioration en 2022 de 1,15 pb en passant de 77,9 % en 2021 à 76,8% en 2022.

Evolution du rapport charges de sinistres aux primes acquises du secteur



Taux de sinistralité par branche en 2022



Rentabilité du secteur

Grâce à la progression continue du chiffre d'affaires du secteur, la maîtrise de la sinistralité et de la productivité, le secteur affiche sur les cinq dernières années des résultats techniques excédentaires aussi bien pour l'assurance vie que non vie.

De plus, la nette performance des produits financiers (TCAM 18/22 de 15.7%) ont permis de tripler le bénéfice du secteur sur les cinq dernières années qui sont passés de 81.8 Mdt en 2018 à 259.7 Mdt en 2022.

Au final, la rentabilité des entreprises du secteur des assurances s'est nettement améliorée avec des ratios d'exploitation en amélioration et des ratios de rentabilité appréciables. Forts d'un marché qui devrait rester solide sur les prochaines années, les assureurs disposent de bonnes perspectives de croissance et surtout d'importantes marges de manœuvres financières.

en Mdt	2018	2019	2020	2021	2022	TCAM 18/22
Primes émises	2 251,7	2 414,4	2 572,1	2 833,2	3 185,0	9,1%
Sinistres réglés	1 276,5	1 424,0	1 353,0	1 642,9	1 740,2	8,1%
Frais de gestion	544,3	569,6	628,0	678,7	732,1	7,7%
<i>en % des primes</i>	<i>24,2%</i>	<i>23,6%</i>	<i>24,4%</i>	<i>24,0%</i>	<i>23,0%</i>	
Résultat Technique	74,2	181,1	284,0	199,9	218,6	31,0%
Produits Nets de placement	258,4	326,5	323,1	363,9	463,8	15,7%
Résultat Net	81,8	186,8	231,5	225,0	259,7	33,5%
<i>en % des primes</i>	<i>3,6%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,2%</i>	
Placements admis	5 434,6	6 045,0	6 534,1	7 258,7	8 094,2	10,5%
<i>Taux de rendement</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,7%</i>	
Fonds propres	1 365,54	1 333,93	1 517,42	1 693,72	1 803,03	7,2%
Rentabilité Technique *	3,3%	7,6%	11,2%	7,2%	7,0%	
ROE	6,0%	14,0%	15,3%	13,3%	14,4%	
Taux de couverture**	109,47%	112,23%	110,84%	112,07%	112,05%	

* résultat technique / primes acquises

** placements / les provisions techniques

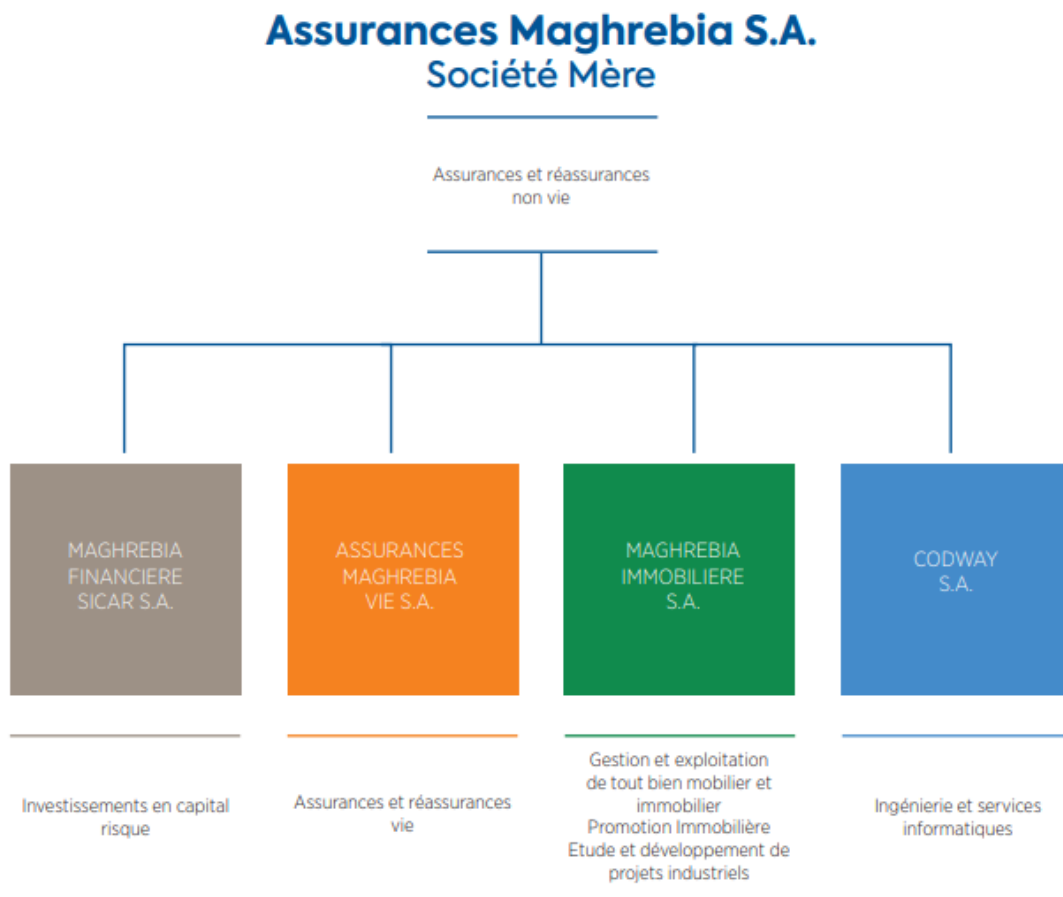
Assurances Maghrebias : un acteur majeur du secteur

Présentation du groupe

Le groupe Assurances Maghrebias est un groupe d'assurances toutes catégories exerçant son activité dans les assurances de dommages et les assurances de personnes, sa part de marché globale s'élève à 10.3% en 2022 et occupe la 3^{ème} position du secteur après STAR et Groupe COMAR. Assurances Maghrebias est le leader du marché en assurances de personnes avec une part de marché de 15.4% et également le leader en assurances Hors automobile (PDM de 13.4%) et en assurances Incendie (PDM de 16.7%).

La compagnie a été créée en 1973 par son fondateur M. Abdelaziz ESSASSI et a démarré ses activités assurantielles avec le premier agrément monobranche en assurance Vie du pays et en 1974, elle l'a transformé en agrément multibranches ;

Aujourd'hui, le Groupe MAGHREBIA est composé de cinq sociétés organisées autour des pôles stratégiques de l'assurance Non-Vie, de l'assurance Vie, de la finance, de l'immobilier et des services.



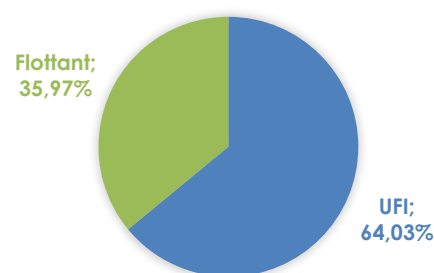
Un des atouts de la compagnie Assurances Maghrebias est son appartenance à UFI GROUP, un des plus importants groupes d'affaires tunisiens qui se développe de plus en plus tant au niveau local qu'international en investissant dans le cœur de métier de ses secteurs d'activité à savoir les secteurs finance, industrie, tourisme, services et immobilier. En 2022, le groupe UFI a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 477 millions de dinars tunisiens.

La société Assurances Maghrebias a été introduite en bourse le 30/12/2020 au prix de 55.5Ddt l'action.

Structure de l'actionnariat : UFI Group, l'actionnaire de référence

Le capital social de Assurances Maghreb SA s'élève actuellement à 45 millions de dinars divisé en 4 500 000 actions d'une valeur nominale de 10 DT.

Le groupe Union Financière reste l'actionnaire de référence et détient 64.03% du capital de la compagnie et le reste du capital, soit 35.97% est flottant.



Comportement du cours du titre Assurances Maghreb

Après son introduction en bourse fin décembre 2020, le cours de Assurances Maghreb a évolué progressivement pour atteindre un plus haut de 59,97 Dt (en ajusté) fin mai 2021. Par la suite le cours s'est affiché dans une tendance baissière pour clôturer l'année 2021 au niveau de 58.956 Dt la tendance baissière s'est poursuivie en 2022 avec un titre qui a perdu 9% sur l'année contre +15,03% pour le Tunindex et ce malgré des réalisations fondamentales fortement rassurantes et en dépassement des prévisions du BP lors de l'introduction.

Depuis le début de 2023, et jusqu'à la date du 22/09/2023, le cours d'Assurance Maghreb a été dans une tendance plate (YTD =4.5%%). Cela dit, le cours a oscillé entre un plus bas de 51.26 dt et 56.07 dt.

Cela dit, le titre présente une faible liquidité avec un ratio de liquidité¹ de 10.3% en 2022 et à peine 1.5% en 2023.

¹ Ratio de liquidité = volume d'échange annuel (hors blocs) /capitalisation boursière moyenne flottante

ANALYSE DES REALISATIONS

En dépit d'une conjoncture économique défavorable (faible croissance économique, inflation galopante, baisse du pouvoir d'achat), le groupe Maghrebria a montré ces dernières années une formidable résilience avec des résultats de très bonne facture et réaffirmé une nouvelle fois son rôle majeur dans le marché des assurances en Tunisie. C'est le fruit d'une stratégie constante de développement maîtrisé et d'une gestion prudente des risques, tant financiers que techniques.

Evolution positive de l'activité

Le chiffre d'affaires du groupe Maghrebria a progressé de 11.9% par an en moyenne au cours des 3 dernières années légèrement au-dessus du rythme de croissance du marché qui a évolué de 11.3%. Cette forte progression est essentiellement due à une accélération du rythme de croissance du chiffre d'affaires en assurance vie de Maghrebria Vie qui a évolué à un TCAM de 15.7% durant les trois derniers exercices.

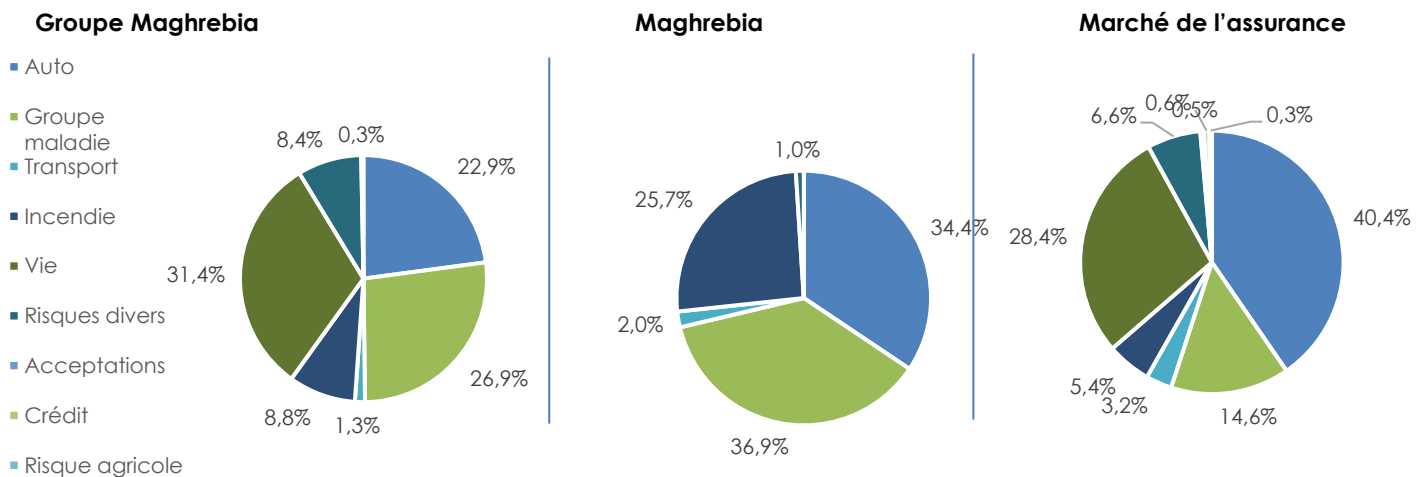
Structure du CA de notre échantillon

en Mdt	STAR		Groupe COMAR		Groupe Maghrebria	
	2022	var en %	2022	var en %	2022	var en %
Non Vie	347,45	4,7%	246,40	8,4%	226,05	10,9%
Vie	38,75	6,9%	89,42	3,3%	103,33	12,8%
Total	386,20	4,9%	335,82	7,0%	329,38	11,5%
PDM	12,1%		10,5%		10,3%	

En termes de structure, la composition du CA de Maghrebria en consolidé et en social reste bien favorable comparé au marché. Le marché de l'assurance est prédominé par l'assurance automobile avec 40,4% des primes émises en 2022, la branche vie occupe la 2ème position en termes de primes émises avec 28,4% suivi par la branche Groupe maladie avec 14,6%.

En ligne avec sa stratégie de développement, la structure du chiffre d'affaires du groupe Maghrebria est équilibrée sur les 4 catégories d'assurances. La part de l'automobile est passée de 23,7% en 2021 à 22,9% en 2022.

Structure du CA par branche en 2022

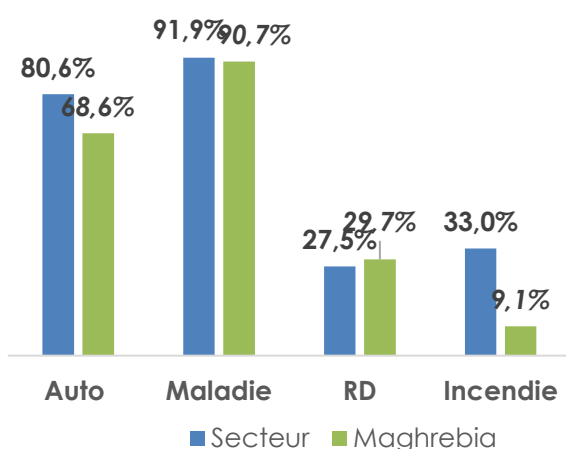


Le chiffres d'affaires de la société mère Maghrebria a quant à lui progressé sur les trois dernières années à un rythme un peu plus accéléré que le marché soit +9.2% grâce notamment au segment santé qui a évolué en moyenne de 10.5% du segment (contre une moyenne de 10,3 % pour le secteur). D'ailleurs, Maghrebria a consolidé sa 2ème position en assurance groupe maladie avec une part de marché de 19,1% en 2022 devancée par la STAR (21% de PDM).

Une sinistralité maîtrisée grâce à une structure de CA favorable

Les sinistres réglés de l'assurance Maghrebria ont enregistré une hausse de 10% par an en moyenne au cours des trois dernières années quasiment au même rythme de croissance que les primes émises (10.3%). Le ratio S/P (Sinistres bruts /primes émises) s'est amélioré de 110pb entre 2020 et 2022 pour s'établir à 56% en 2022 malgré la hausse des fréquences (retour à la normal après les restrictions connues pendant la période COVID) et l'inflation importante qui pèse sur les coûts d'indemnisation.

Ratio S/P 2022 maghrebria en net



Evolution du ratio brut S/P (activité non-vie de Maghrebria et de ses consoeurs

	2020	2021	2022
STAR	85,5%	85,3%	85,0%
COMAR	76,8%	56,5%	64,4%
MAGHREBIA	67,0%	57,7%	56,0%

Cette maîtrise de la sinistralité de la part de Maghrebria est le fruit d'une stratégie rigoureuse de sélection clients et grâce à une structure du chiffre d'affaires favorable.

Un résultat technique structurellement excédentaire

Le solde des affaires directes de la société Maghrebria a été en nette progression de 30.7% sur la période 2020-2022 favorisé d'une part, par la croissance du solde de souscriptions (primes - charges de sinistre et d'acquisition) avec un TCAM 20-22 de 26.2% (la hausse en volume des primes ayant largement compensé celle des charges), et du solde financier (TCAM de 12.8%) et de la hausse contenue des charges de gestion (TCAM 15.9%), d'autre part.

Par ailleurs, le solde de la réassurance en déficit sur la période et qui s'est accentué en 2022, a entraîné la stabilité du résultat technique Non-Vie qui a atteint 24.3Mdt en 2022, en progression moyenne de 5.7% sur la période 2020-2022.

en Mdt	2020	2021	2022	Var 21/22	TCAM 20-22
Solde des affaires directes	38,6	62,0	66,0	6,3%	30,7%
Solde de réassurance	-16,9	-37,9	-41,7	9,8%	57,2%
Résultat technique	21,7	24,1	24,3	0,8%	5,7%

Cette performance intervient comme susmentionné dans un contexte inflationniste qui pèse directement aussi bien sur les coûts de réparation et d'indemnisation que sur les charges d'acquisition et de gestion nettes. Par ailleurs, l'inflation ne se reflète pas entièrement dans les tarifs (notamment la

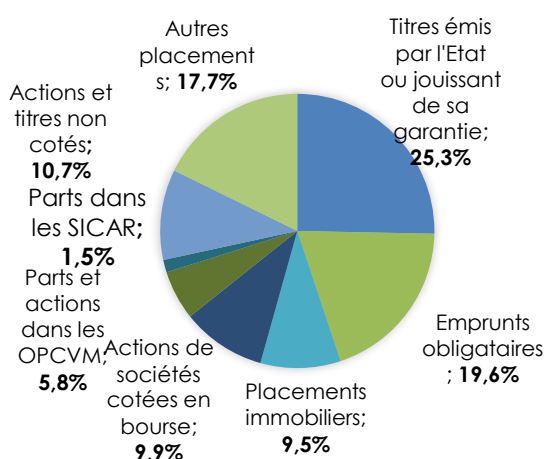
RC auto). Pour les placements financiers, elle ne se reflète pas pleinement dans le TMM et les banques continuent à limiter les spreads des placements.

Gestion rigoureuse de l'activité placement

Dans un contexte de taux d'intérêt élevés, les placements de Maghrebria ont fortement augmenté. Le montant total des placements de la compagnie d'assurance a atteint 326,6 MDT en 2022 en progression annuelle moyenne de 6.1% au cours des trois dernières années.

En termes de structure, les instruments de taux représentent près de 45% des placements, contre 20.6% en actions (cotées et non cotées) et 9.5% en placements immobiliers.

Structure des placements de Maghrebria en 2022



Taux de rendement des placements

	2020	2021	2022
COMAR	5,28%	7,55%	7,38%
Maghrebria	8,55%	7,74%	9,13%
STAR	11,73%	11,63%	11,22%

Pour des raisons de comparabilité, nous nous sommes basés sur les données bilancielles des compagnies susmentionnées.

Profitant de la hausse des taux du marché financier et la bonne tenue du marché boursier, la société a réussi à afficher des rendements élevés notamment en 2022. Les produits financiers se sont établis à 29.8 MDT, en progression de 24% comparé à l'année 2021 correspondant à un taux de rendement de 9.13% (Un taux calculé en rapportant les produits financiers aux placements). Comparée à ses consœurs, la compagnie Maghrebria affiche un rendement appréciable mais surtout en nette amélioration en 2022.

Amélioration du résultat et stabilisation de la rentabilité

Assurances Maghrebria a réussi à préserver sa capacité bénéficiaire tout en dépassant ses prévisions annoncées lors de son introduction en bourse grâce à une activité assurantielle excédentaire et stable d'une part et à la bonne tenue de l'activité placement, d'autre part des produits financiers nets en hausse moyenne de 12.8% sur la période 2020-2022,

en Mdt	2020R	2020 P	2021R	2021 P	2022R	2022P	Var 22R/21R	TCAM 20-22
Résultat technique	21,73	16,00	24,08	17,69	24,28	19,81	0,8%	5,7%
Produits financiers Nets	19,02	16,19	19,51	17,43	24,20	19,22	24,1%	12,8%
Résultat Net	18,9	13,1	22,1	14,58	23,4	16,33	5,9%	11,2%
Rentabilité nette	10,1%	7,2%	10,8%	7,4%	10,5%	7,7%		

R : réalisé

P : prévu au BP

Il est à noter que la structure des bénéfices de Maghrebria reste bien équilibrée entre l'activité assurantielle et l'activité placement, un atout indéniable en cas de détérioration des conditions du marché financier, contrairement à ses consœurs STAR et COMAR. Pour le leader du secteur STAR, ses bénéfices restent fortement liés à son activité placement alors que l'activité technique affiche un déficit

structurel. Pour la COMAR, les deux activités sont excédentaires mais c'est l'activité placement qui reste prépondérante.

Rentabilité de l'activité non-Vie en 2022

en mdt	Résultat technique	Produits nets des placements	Résultat Net	Rentabilité nette
STAR	- 9,16	93,14	31,90	9,2%
COMAR	20,61	38,31	30,50	12,4%
MAGHREBIA	24,28	24,20	23,36	10,5%

Suite aux réalisations supérieures aux prévisions, aussi bien en social qu'en consolidé, Assurance Maghrebria a également revu le montant des dividendes distribués à la hausse (par rapport aux prévisions) tout en préservant le taux de distribution à 45% en moyenne. Ceci dit, les fonds propres se sont consolidés d'avantage et la rentabilité financière de la compagnie est ressortie à un niveau élevé de 22.8% en 2022, un niveau nettement supérieur à ses peers (COMAR 12.3% et STAR 8.6%).

	COMAR	STAR	Maghrebria
Rentabilité technique non-vie	8,4%	-2,6%	10,9%
Taux de rendement des placements	8,55%	7,74%	9,13%
Taux de marge nette non-vie	12,38%	9,23%	10,46%
Rentabilité financière (ROE)	12,3%	8,6%	22,8%

Ratios prudentiels dépassant les seuils réglementaires

S'attachant à toujours respecter ses engagements, la société affiche des ratios prudentiels, supérieurs au minimum réglementaire exigé. En 2022, Assurances Maghrebria a affiché une marge de solvabilité de 384,04% dépassant largement la marge réglementaire exigée. La société dégage ainsi un excédent de fonds propres qui pourrait offrir une flexibilité supérieure pour investir dans la croissance de l'activité ou augmenter son appétence aux risques d'investissement.

	2020	2021	2022
Marge de solvabilité	352,0%	352,06%	384,0%
Taux de couverture	114,4%	126,4%	132,1%

Idem pour le taux de couverture des provisions techniques, la société est restée à des niveaux assez confortables, soit un niveau de 132,1% en 2022 contre 126,4% en 2021 et 114,4% en 2020.

Evolution récente de l'activité : De la croissance des bénéfices malgré un contexte toujours difficile

A l'issue du S1 2023, Assurances Maghrebria affiche un chiffre d'affaires en hausse de 10.3% à 143.5 Mdt comparativement au S1 2022.

Au volet opérationnel, le résultat technique a progressé de 6.2% à 15.5 mdt freiné par une augmentation des charges de sinistres nettes de 22,3%. Les produits financiers nets ont fortement augmenté de 32.8% à 17.4 Mdt, laissant apparaître un résultat net en hausse de 12,2% à 17,2 MDT. Enfin, les fonds propres se renforcent de 12.7% à 132.653 Mdt.

Réalisations de Maghrebria au 30/06/2023

En MDT	30/06/23	30/06/22	Evolution
Chiffre d'affaires global	143,5	130,1	10,3%
Primes cédées	55,3	52,0	6,2%
Charges de sinistres nettes	71,3	58,3	22,3%
Résultat technique	15,5	14,6	6,2%
Produits financiers nets	17,4	13,1	32,8%
Résultat net	17,2	15,3	12,2%

Perspectives à moyen et long terme

Une orientation vers le digital

Le digital semble être un axe primordial dans la stratégie de Maghrebria. En effet, la compagnie se positionne fortement sur ce volet notamment à travers son application mobile. Avec son application mobile permettant les paiements et le suivi des contrats d'assurance en temps réel et même le parcours 100% digital pour le multirisque habitation, Maghrebria se positionne en précurseur en termes d'innovation. Fin 2020, la compagnie a totalement digitalisé le parcours client en cas de sinistre automobile depuis l'accident jusqu'au règlement du sinistre.

En effet, l'amélioration de l'expérience client et de la qualité de service constitue l'un des relais de croissance les plus importants pour la compagnie qui vise toujours à mettre le client au cœur de ses processus et à répondre à ses besoins le plus rapidement possible.

Une diversification de l'offre

La diversification de l'offre produits et la qualité des services semble également constituer une dimension majeure dans la stratégie de Maghrebria. En Tunisie, la réglementation permet à l'activité d'assurance vie de faire distribuer ses produits par le réseau bancaire. Pour l'activité Dommages, la réglementation en vigueur limite cette distribution aux produits d'assistance. Dans ce cadre, le groupe Maghrebria a développé des partenariats avec des banques de la place pour distribuer ses produits d'assurance vie et non-vie.

Dans le même volet, Maghrebria a pour objectif de développer davantage de produits de micro-assurance pour les clients des entités de microfinance à l'instar de son partenariat avec Enda-tamweel.

L'accroissement de la rentabilité

La stratégie du Groupe était toujours axée sur la performance et la rentabilité technique. C'est ainsi que le résultat technique des activités non-vie et vie est structurellement excédentaire et devrait connaître une évolution durable sur la période à venir. Ceci à travers la mise en place d'une politique de souscription adaptée aux risques. Certaines branches telles que l'automobile et la santé sont bien maîtrisées en termes de gestion de sinistres et de poids dans le portefeuille global. L'objectif est de développer un portefeuille équilibré tenant compte des risques de chaque branche.

Sur le plan des perspectives chiffrées, nous tablons sur des progressions des primes à un TCAM 2022-2025e de 8%, 5% pour le résultat technique, et 13% pour le résultat financier. Pour sa part, la capacité bénéficiaire devrait se renforcer de 11,2%/an sur les 3 prochaines années.

en Mdt	2020	2021	2022	TCAM 20-22	2023e	2024p	2025p	TCAM 22-25p
Chiffre d'affaires	187,4	203,9	223,3	9,2%	243,8	264,5	280,3	7,9%
Sinistres réglés	109,8	128,0	132,7	10,0%	144,7	157,7	171,9	9,0%
Résultat technique	21,7	24,1	24,3	5,7%	25,5	26,8	28,1	5,0%
Produits financiers nets	19,0	19,5	24,2	12,8%	25,9	29,1	35,0	13,0%
Résultat net	18,9	22,1	23,4	11,2%	26,1	28,5	32,2	11,2%
Dividende	8,4	9,9	10,5	11,9%	11,8	12,8	14,5	11,2%
Capitaux propres	98,7	112,5	126,0	12,9%	140,3	156,0	173,7	11,3%
ROE	23,7%	24,4%	22,8%		22,9%	22,4%	22,7%	

Valorisation et opinion

Pour l'exercice d'évaluation d'Assurance Maghrebria, nous nous sommes basés sur deux méthodes comparables (P/E et P/BV) et l'actualisation des dividendes par la méthode Bates. Sur la base des nouvelles prévisions et des hypothèses de valorisations suivantes :

- Des progressions des primes Vie et non Vie selon des TCAM respectifs de 12% et 10% sur la période 2022-2025,
- Un résultat Financier affichant une croissance moyenne de 10% sur la période 2022-225^e profitant des taux élevés et des performances positives sur le marché actions
- Une amélioration du résultat net (consolidé part du groupe) selon un TCAM de 6.6%
- Un taux d'actualisation de 10.9%, tenant compte de :
 - Taux sans risque sur 5 ans : 9.9% ;
 - Prime de risque marché Actions : 8.1% ;
 - Bêta : 0.2 ;
- Un taux de distribution des dividendes de 45%

Valorisations issues des différentes méthodes

	Prix par Action (Dt)
Moyenne Comparables	62.02
BATES	56.30
Cours Cible	59.16
Cours actuel	44.82
Potentiel de hausse	32.0%

Nous aboutissons à un cours cible de 59.16 Dt (vs. 44.82Dt cours actuel à la date du 12/01/2024) ce qui présente un potentiel de hausse de 32%. A ce niveau de cours, Assurance Maghrebria traiterait à un multiple P/E 2023^e de 8.5x.

Notre optimisme sur la valeur se justifie par les éléments suivants :

- Leader du marché des assurances hors automobile, Maghrebria devrait renforcer son positionnement sur les segments les moins sinistrés et voir ainsi une croissance continue des primes à travers la stratégie d'équipement de la clientèle existante, la diversification de l'offre et la conquête de nouvelle clientèle
- La transformation digitale engagée par l'assureur devrait également constituer un important relais de croissance et aboutir au renforcement de la qualité de service et à l'amélioration de l'expérience client avec in fine, une hausse du chiffre d'affaires et une optimisation des coûts.
- Une activité assurantielle structurellement excédentaire et une politique de placement diversifiée, équilibrée et rentable ce qui est de nature à pérenniser la capacité bénéficiaire du groupe.
- Une marge de solvabilité de 384% en 2022 supérieure à la norme exigée laissant apparaître un excédent de fonds propres pouvant soutenir la croissance future de l'activité ou augmenter l'appétence de la société au risque d'investissement.

Sur la base du cours actuel, Maghrebria s'échange à des multiples P/E 2023^e et P/BV 2023^e de 6.4x et 1.0x respectivement, des niveaux de valorisation intéressants comparés aux niveaux auxquels traitent ses peers locaux (10.4x et 1.3x) et régionaux (17.4x et 1.8x). **Nous estimons donc que le titre est actuellement sous-valorisé d'autant plus que le groupe affiche une rentabilité des fonds propres relativement élevée et recommandons d'ACHETER avec un objectif de cours de 59.16 dt (vs. 44.82 Dt le 12/01/2024), correspondant à un potentiel de hausse de 32%.**

MAC SA- Intermédiaire en Bourse

Green Center, Rue du Lac Constance
1053- Les Berges du Lac – Tunisie
Tél : + 216 71 964 102
Fax : + 216 71 960 903
Email : macsa@macsa.com.tn
Web : www.macsa.com.tn

Département Recherches**Salma Zammit Hichri**

Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Senior
ibrahim @macsa.com.tn

Informations importantes

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.