



## ***IPO Assurances Maghrebia***

***Placement Global et OPF du 22 au 25 décembre 2020***



**التجاريب للوساطة  
Attijari intermédiation**



## Point secteur

Le marché Tunisien des assurances est composé de 22 entreprises résidentes et de 7 sociétés offshore. Parmi les 22 compagnies locales, 15 opèrent en Multi-branches, 5 sont spécialisées en Assurance Vie et deux sont spécialisées respectivement en Assurance Crédit et en Réassurance. Sur les six dernières années le chiffre d'affaires du secteur a progressé en moyenne annuelle de 9,4%.

En 2019, la croissance a été de 8,7% totalisant des primes émises de 830 M USD.

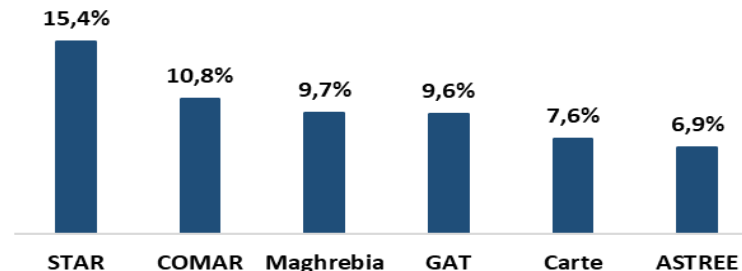
Comparativement, la progression des primes à l'échelle mondiale a été de 2,9% correspondant à 6.293 MM USD, avec une part nettement dominante de l'Amérique qui y contribue à hauteur de 43,7%. Les marchés émergents sont caractérisés, quant à eux, par une faible croissance des primes, compte tenu des conditions économiques ainsi que de l'environnement concurrentiel, mais également de la prédominance de l'assurance Vie (53,2%).

En Tunisie, le taux de pénétration de l'assurance en Tunisie est faible et se situe autour de 2,15%, contre un taux de pénétration mondial de 7,23%. La Tunisie est classée en 5<sup>ème</sup> position dans la région MENA et 30<sup>ème</sup> en région EMEA.

Bien qu'en amélioration, la part de l'assurance Vie demeure faible en Tunisie (24%) par rapport à des comparables comme l'Egypte (46%) et au Maroc (45%).

Toutes branches confondues, les primes émises sont concentrées autour des 6 principaux acteurs Tunisiens suivants:

Parts de marché des principaux acteurs en 2019





## Présentation de la société et structure du capital

La compagnie Assurances Maghreb a été fondée en 1973. Elle a démarré ses activités avec le premier agrément monobranche en assurance vie du pays, pour le transformer en agrément multi-branches l'année suivante.

En 2009, elle a créé Assurances Maghreb Vie, spécialisée dans les métiers d'assurance Vie en partenariat avec GENERALI, ancien actionnaire et Leader de l'assurance vie en Europe.

Le groupe Assurances Maghreb est organisé autour de cinq sociétés\*: Maghreb SA, Maghreb Vie, Maghreb Financière Sicar, Maghreb Immobilière SA et Codway SA.

Il est présent sur le territoire à travers 90 agents, 8 bureaux directs et 38 courtiers.

Le portefeuille d'Assurances Maghreb SA est caractérisé par une relative homogénéité entre les branches. En moyenne sur les trois dernières années, la branche Automobile contribue à hauteur de 35,6%. Cette proportion ayant été réduite de 38,6% en 2017 à 32,6% en 2019 dans le cadre d'une stratégie de diversification et pour une meilleure rentabilité technique.

La branche santé est devenue en 2019 le premier contributeur au chiffre d'affaires.

Le secteur présente, pour sa part, une dominance de la branche Automobile, dont la prime plus accessible et généralisée, engendre une sinistralité plus importante, impactant significativement la rentabilité technique.

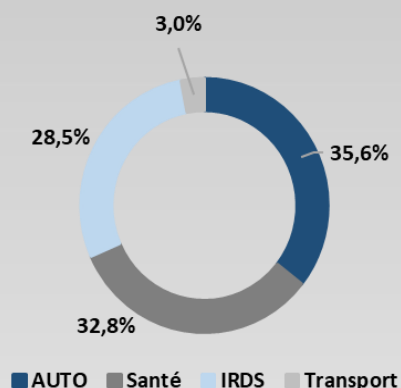
Actionnaires	Structure du capital	
	ante IPO	post IPO
UFI Holding	86,3%	56,9%
Héritiers Maaoui Moncef	5,1%	5,1%
Héritiers Trabelsi	6,7%	6,7%
Autres	2,0%	1,4%
Public	0,0%	30,0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

\*Les sociétés Maghreb SA et Maghreb Vie, étant les majeurs contributeurs aux chiffres consolidés, seront les deux entités traitées dans cette note. 3

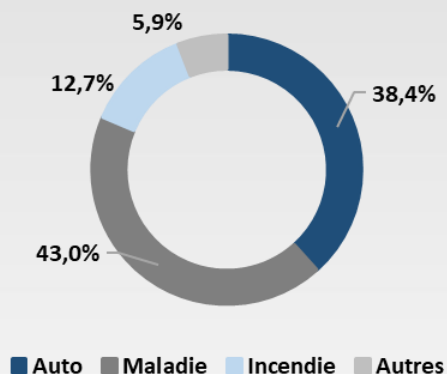


## Réalisations de la société

Répartition moyenne des primes émises Non Vie (17-19)



Répartition moyenne des règlements sinistres Non vie (17-19)



En MDT	2017	2018	2019
Primes acquises consolidées	189,9	212,2	237,8
<i>Part Non Vie</i>	73,7%	72,7%	72,3%
<i>Part Vie</i>	26,3%	27,3%	27,7%
Charges techniques consolidées	169,3	201,7	252,2
S/P Consolidé	56,3%	61,8%	71,0%
Provisions techniques Non Vie	173,0	215,0	247,0
Provisions techniques Vie	232,0	263,0	304,0
Résultat Technique consolidé	22,2	22,1	23,7
<i>Résultat technique Non vie</i>	12,4	11,7	13,6
<i>Résultat technique vie</i>	9,00	9,3	8,5
Placements Maghreb SA	207,98	224,733	248,504
RN Consolidé	15,6	17,2	18,5
RNPG	11,5	14,7	16,1
FP Nets consolidés	112,2	117,3	121,9

Sur la période 2017-2019, le groupe a réalisé une croissance annuelle moyenne de 12% de ses primes acquises consolidées. Cette progression provient principalement d'un effet prix, avec une évolution annuelle moyenne de 23% de la valeur de la prime par contrat. La croissance a été de 11% pour l'activité Non Vie et de 15% pour l'activité Vie.

Les primes émises nettes ont augmenté, pour leur part, de 15% en moyenne annuelle.

Les charges techniques d'exploitation, quant à elles, ont progressé en moyenne de 22%, pour être majoritairement rapportées à l'activité Non Vie (70,3%).

Dans leur répartition, les charges de sinistres accaparent en moyenne 65,0% des charges techniques sur les trois dernières années.



## Contribution par activité

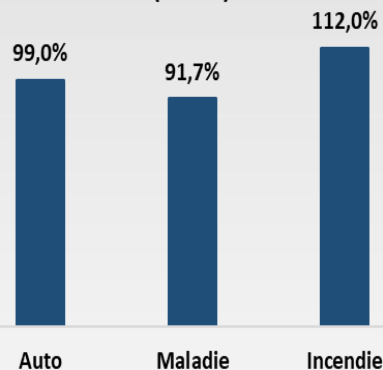
Dans l'activité non vie, la branche auto est dans l'ensemble la plus sinistrée avec un ratio combiné moyen sur la période 17-19 de 99%. L'activité demeure quand même bénéficiaire grâce à un bon mix appliqué sur les garanties autres que la responsabilité civile.

La branche incendie a pour sa part connu une flambée exceptionnelle en 2019 suite à un règlement d'acompte sur un sinistre important. Ceci a engendré une aggravation de la sinistralité globale de 9,2 pts à 71% en 2019.

Le ratio combiné relatif à la branche incendie est passé de 85% en 2018 à 183% en 2019, chiffre au demeurant exceptionnel.

La sinistralité de l'activité Vie demeure faible compte tenu de son stade de maturité. Le ratio Sinistres et capitaux échus/ Primes nettes se situe en moyenne à 16,3%.

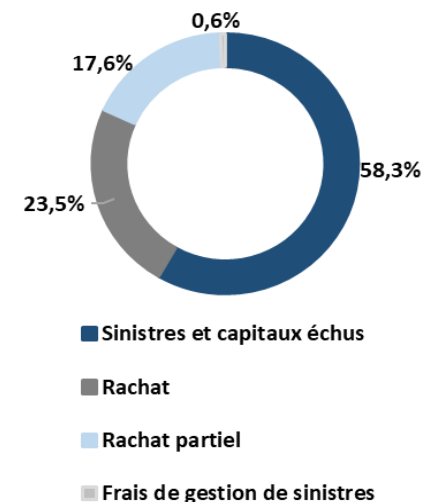
Ratio combiné moyen par branche (17-19)



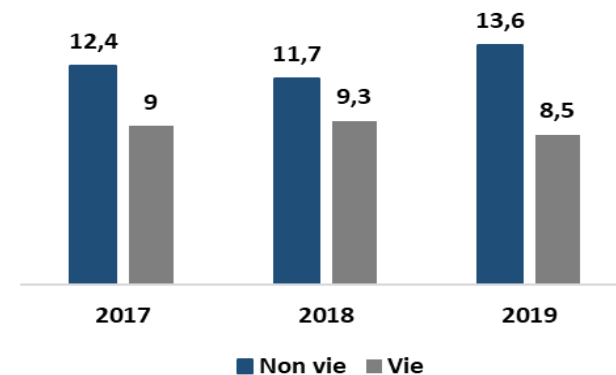
Le résultat technique de l'activité Non Vie a connu une croissance annuelle moyenne de 4,9%, grâce la bonne performance de la réassurance qui représente en moyenne 26,3% des opérations brutes.

L'activité vie a connu cependant, une décroissance moyenne de 2,4%, issue principalement des provisions constatées en 2019 en prévision de l'effet Covid -19.

Répartition moyenne charges sinistres Vie (17-19)



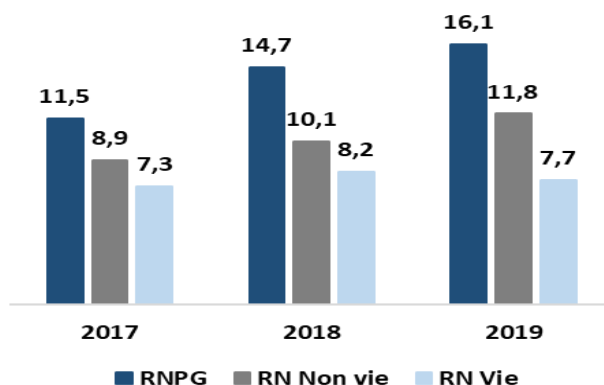
Evolution du résultat technique (en MDT)



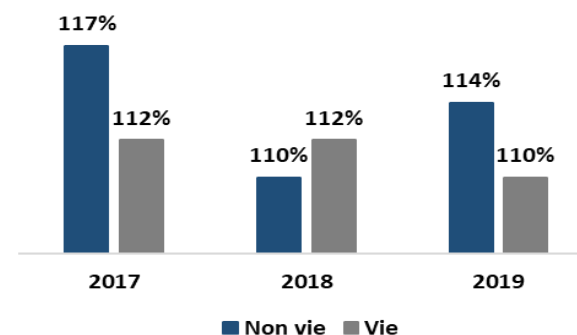
## Rentabilité

Avec un TCAM de 15,4% du résultat net pour l'activité Non Vie et de 2,5% sur le résultat de l'activité Vie, le RN consolidé a progressé en moyenne de 9% sur la période 2017-2019. Cette progression a été notamment soutenue par celle des produits de placements.

Evolution des résultats nets (en MDT)

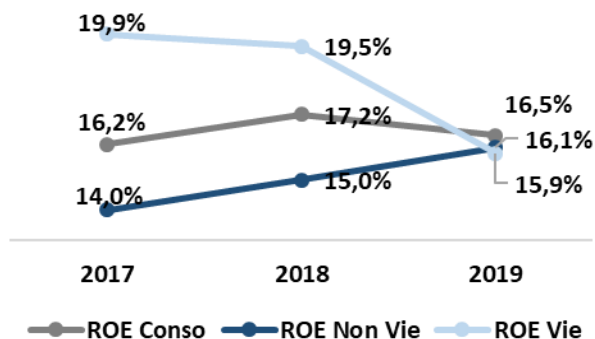


Couverture des prov techniques par les placements



Le groupe Maghreb se prévaut d'une solvabilité relativement confortable au vu de la liquidité des provisions techniques pour les activités Non Vie et Vie. A ce titre, le taux de couverture moyen pour l'activité non vie se situe à 113,7% alors que celui de l'activité Vie se situe à 111,3%.

Evolution du ROE



Avec un ROE consolidé moyen de 16,6% sur la période 2017-2019, le groupe se prévaut par ailleurs du meilleur ROE du secteur (sauf ASTREE qui a réalisé en 2019 un résultat exceptionnel). Celui-ci est tiré vers le haut par l'activité Vie, moins capitalistique compte tenu de sa taille par rapport à l'activité Non Vie.



## Prévisions 2020-2024

En MDT	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TCAM 20-24
<b>Primes acquises consolidées</b>	<b>237,8</b>	<b>248,9</b>	<b>269,7</b>	<b>293,6</b>	<b>320,5</b>	<b>350,1</b>	<b>8,0%</b>
<i>Non Vie</i>	170,8	182,7	197,1	212,6	229,8	249,5	7,9%
<i>Vie</i>	67,8	73,3	81,2	90,2	100,2	111,4	10,4%
<b>Charges de Sinistres</b>	<b>169,1</b>	<b>142,7</b>	<b>148,6</b>	<b>158,7</b>	<b>170,6</b>	<b>186,6</b>	<b>2,0%</b>
<i>Non Vie</i>	149,9	117,2	120,0	128,8	138,1	150,4	0,1%
<i>Vie</i>	18,1	24,4	27,2	28,2	30,2	34,0	13,4%
<b>Provisions Techniques</b>							
<i>Non Vie</i>	247,9	235,8	250,4	265,6	280,8	298,0	3,8%
<i>Vie</i>	304,1	327,8	364,0	405,5	452,7	505,6	10,7%
<b>Taux de Cession</b>							
<i>Non Vie</i>	33,0%	33,0%	33,3%	33,6%	34,0%	34,7%	33,7%
<i>Vie</i>	10,8%	12,0%	12,7%	13,5%	14,3%	15,1%	13,5%
<b>Résultat Technique consolidé</b>	<b>23,7</b>	<b>28,1</b>	<b>30,6</b>	<b>34,0</b>	<b>38,7</b>	<b>43,0</b>	<b>12,7%</b>
<i>Résultat technique Non vie</i>	13,9	16,1	17,4	19,4	22,3	25,1	12,5%
<i>Résultat technique vie</i>	9,9	12,0	13,3	14,6	16,4	17,9	12,6%
<b>RN Consolidé</b>	<b>18,5</b>	<b>21,2</b>	<b>23,6</b>	<b>26,9</b>	<b>30,0</b>	<b>34,6</b>	<b>13,4%</b>
<i>RN Non vie</i>	11,8	13,2	14,6	16,3	18,7	20,9	12,1%
<i>RN Vie</i>	7,7	9,7	10,8	12,0	13,4	14,9	14,1%
<b>RNPG</b>	<b>16,1</b>	<b>18,1</b>	<b>20,2</b>	<b>23,1</b>	<b>26,7</b>	<b>29,9</b>	<b>13,2%</b>

Le management prévoit pour la période 2020-2024, un taux moyen d'évolution de 8,1% du chiffre d'affaires consolidé. Il table sur une augmentation de la part de l'activité Vie qui devrait passer de 27,7% en 2019 à 30,9% en 2024.

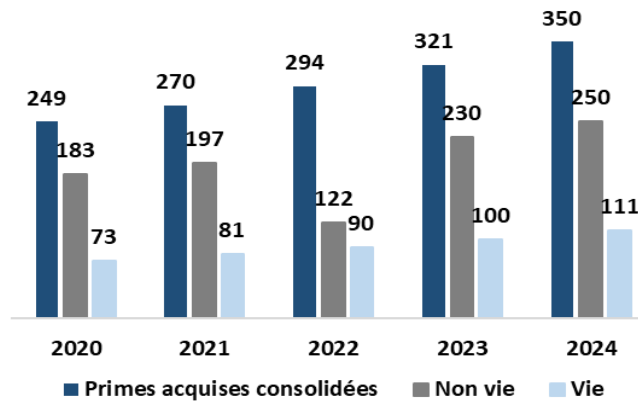
Le chiffre d'affaires Non Vie devrait progresser en moyenne de 7,9%, avec un objectif de développer un portefeuille client plus profitable et équilibré, dans lequel la part de l'automobile devrait être maîtrisée à 32,7%.

L'activité Vie devrait, quant à elle, croître en moyenne de 10,4%, sur la base d'une évolution progressive de la bancassurance, des produits de prévoyance, ainsi que de l'activité épargne.

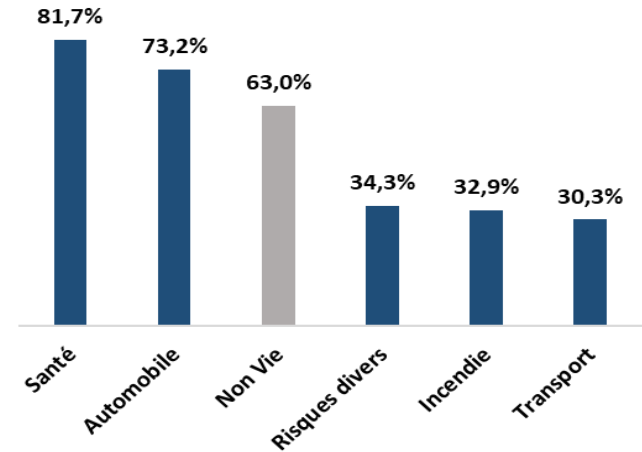


## Evolution prévisionnelle de l'activité

### Evolution des primes (MDT)



### Sinistralité moyenne S/P (2020p-2024p)

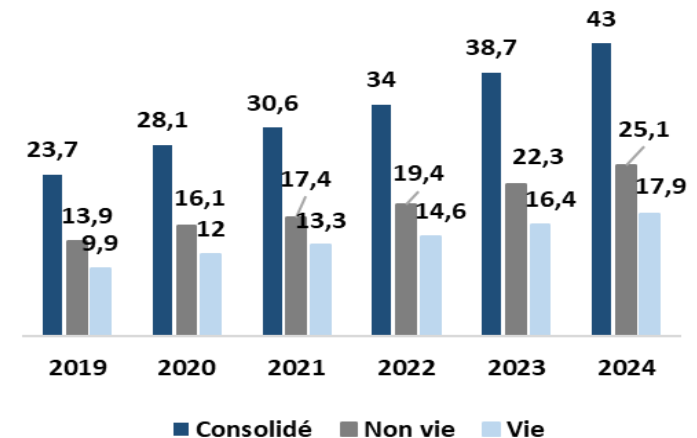


En terme de charges opérationnelles, la sinistralité mesurée par le ratio S/P pour la branche Non vie devrait se situer en moyenne autour de 63,0% sur la période, après un niveau de sinistralité exceptionnel de 2019 dû à la branche incendie.

Pour l'activité Vie, les sinistres, capitaux échus et rachats réglés, devraient croître en moyenne de 13,9%, tenant compte notamment de la hausse des rachats suite à la détérioration du pouvoir d'achat au vu de la conjoncture économique, outre l'effet Covid.

Le résultat technique consolidé devrait progresser en moyenne annuelle de 12,7%, avec des rythmes respectifs de 12,6% pour l'activité Non Vie et de 12,7% pour l'activité Vie.

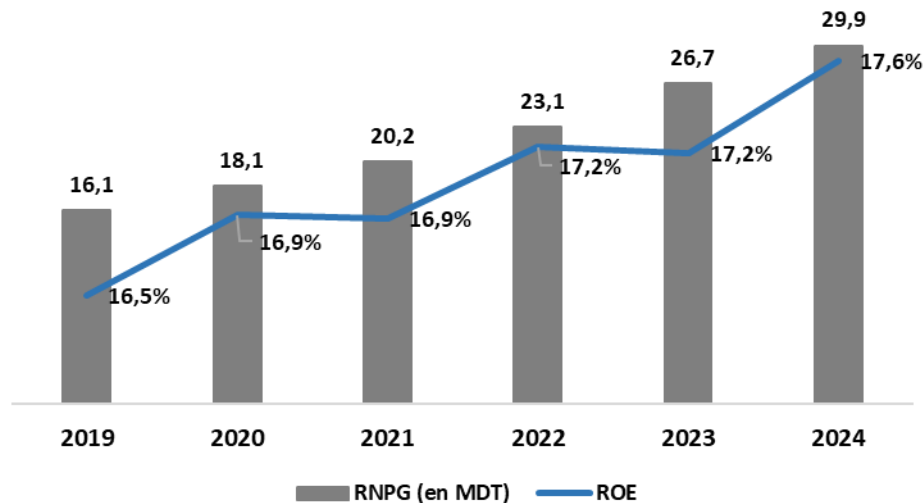
### Evolution du résultat technique (MDT)







## Evolution de la rentabilité nette



Le résultat net consolidé augmentera à un rythme annuel moyen de 13,4%, pour passer de 18,5 MDT en 2019 à 34,6 MDT en 2024.

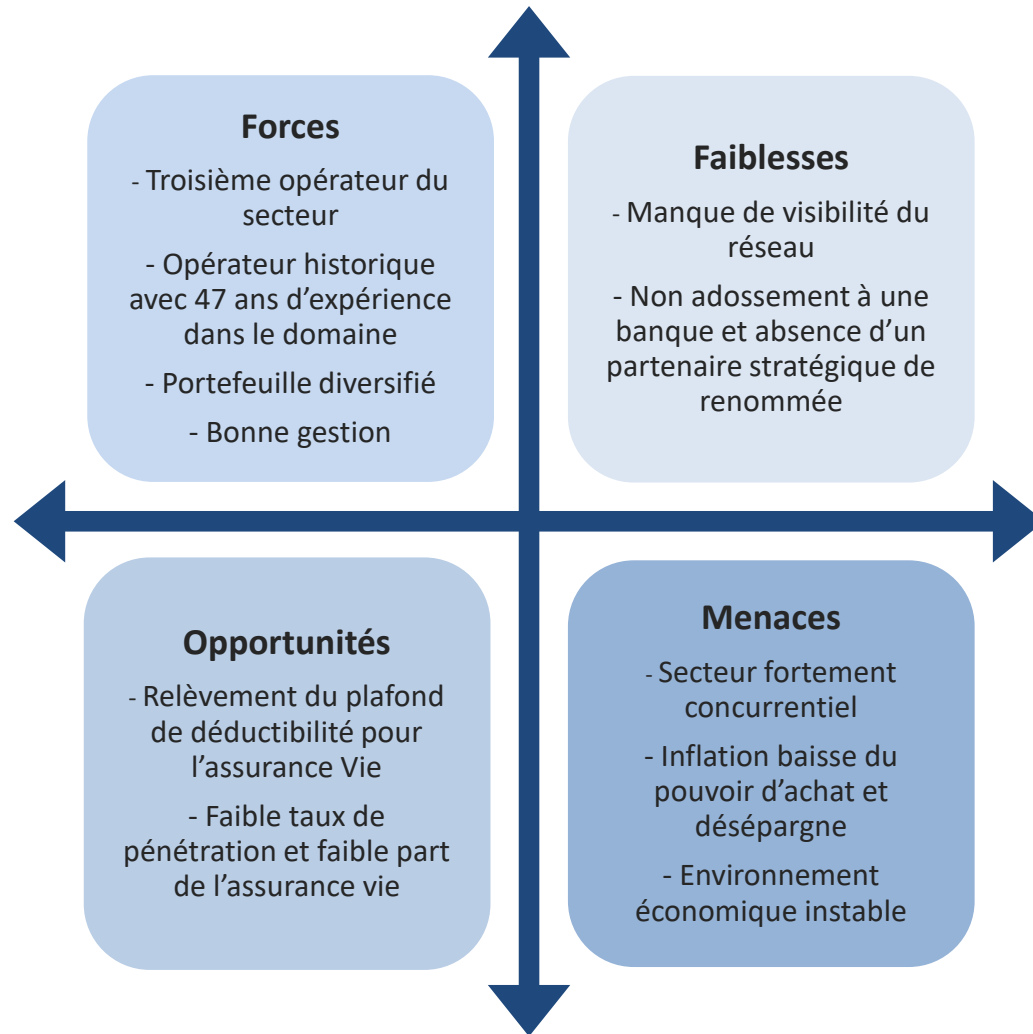
La croissance du résultat de l'activité Vie sera en moyenne de 14,3% contre une croissance de 12,1% pour l'activité Non vie.

La rentabilité nette part du groupe devrait ainsi progresser à un rythme annuel moyen de 13,2%. Le RNPG passera de 18,1 MDT en 2020v à 29,9 MDT en 2024.

Sur le plan de la rémunération de l'actionnariat, le groupe Maghreb table sur un payout moyen de 40% du bénéfice net consolidé.



## Matrice SWOT





## Eléments de valorisation

Prix de l'offre : 55,500 DT

Market cap: 249,8 MDT

## Multiples 2019r

P/E (19) : 15,5x

P/B (19) : 2,2x

DY (19) : 2,4%

## Multiples 2020p VS Secteur coté

P/E (20) : 13,8x / 16,8x

P/B (20) : 2,0x / 1,1x

DY (20) : 2,6% / 3,3%

Méthode / (en MDT)	FP Min	FP Max	FP médians	Prix par action en DT
Bates	257	288	272,3	60,5
DCF	242	278	258,9	57,5
Comparables Boursiers	248		252,5	56,1
Multiples de transactions	257			
<b>Moyenne pondérée</b>			261,2	58,1
<b>Valeur proposée (décote 4,4%)</b>			<b>249,8</b>	<b>55,5</b>

## Synthèse et recommandation

Le groupe Maghrebja jouit d'une expérience de près de 50 ans dans le domaine des assurances. Ceci lui a permis de se prévaloir d'un excellent positionnement sur le marché, d'une politique de souscription sélective, d'un portefeuille d'activités diversifié et d'une bonne gestion lui permettant de garantir une certaine rentabilité technique.

Bien qu'à court terme la conjoncture économique et l'environnement concurrentiel peuvent constituer des freins à son développement et à la réalisation de certaines hypothèses du BP, à savoir, la réduction de la part de l'automobile, l'augmentation du rendement en dividendes des actions cotées et non cotées, ainsi que la croissance de 9,85% de l'activité épargne, il n'en demeure pas moins que le groupe capitalisera sur ses forces pour profiter du potentiel de développement qu'offre le faible taux de pénétration de la branche Vie sur le marché Tunisien. La compagnie devrait bénéficier aussi de l'effet du relèvement à partir de 2021 du plafond de déductibilité des primes payées de 10 mDT à 100 mDT, ce qui devrait soutenir la progression de son chiffre d'affaires.

- **Nous recommandons de souscrire à l'IPO avec une optique de placement à moyen terme.**

## Modalités de l'offre

**Marché:** Principal

**Montant de l'opération:** 74,9 MDT

**Caractéristiques de l'offre:** Cession de 1.350.000 actions représentant 30,00% du capital via:

- OPF au public sur 124.740 actions soit 2,77% du capital et 9,24% de l'Offre au public, correspondant à un montant de 6,92 MDT.
- Placement global: 1.225.260 actions soit 27,23% du capital et 90,76% de l'offre et un montant de 68,00 MDT.

**Prix de l'offre:** 55,5DT/ action d'une valeur nominale de 10DT

**Jouissance des actions:** 01/01/2020

**Répartition de l'offre:**

Catégorie	Nombre d'actions	% de l'offre	Montant (MDT)
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.	124 740	9,24%	6,92

**Contrat de liquidité :** Un montant de 2,5 MDT et 36.000 actions confié à l'Union Financière pour une durée d'une année à partir de l'introduction en bourse.



## Département Analyse et Recherche

**Ines Khouaja**

khouaja.ines@attijaribourse.com.tn

## Département Commercial

**Aroua Rouissi**

rouissi.aroua@attijaribourse.com.tn

**Marwa Cheour**

marwa.cheour@attijaribourse.com.tn

**Malek Horchani**

horchani.malek@attijaribourse.com.tn

### Avertissement

#### Risques

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

#### Limites de responsabilité

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la décision. Il endosse la totale responsabilité de ces choix d'investissement. Attijari Intermédiation ne peut en aucun moment être considéré comme étant à l'origine de ses choix d'investissement.

Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Le Département analyse et Recherche n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, le Département Analyse et Recherche 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.

En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment 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 leurs sont présentées avec leurs objectifs et contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur.

Le Département Analyse et Recherche ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation.

#### Sources d'information

Nos publications se basent sur une information publique. Le Département Analyse et Recherche œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, il n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs.

Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de le Département Recherche.

#### Changement d'opinion

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publiques pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

#### Indépendance d'opinion

Les décisions d'investissement du Groupe Attijaribank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations ou les stratégies publiées dans les notes de recherche d'Attijari Intermédiation.

#### Rémunération et courant d'affaires

Les analystes financiers responsables de l'édition de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, tels que la qualité de la recherche et la pertinence des sujets abordés Attijari Intermédiation ou sa maison mère pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications du Département Analyse et Recherche d'Attijari Intermédiation.

#### Adéquation des objectifs

Le Département Analyse et Recherche ne produit pas des notes de recherche à la demande. Ses publications ont été préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les instruments et les stratégies traités pourraient ne pas convenir à l'ensemble des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les résultats escomptés.

#### Propriété et diffusion

Ce document est la propriété du Département Analyse et Recherche d'Attijari Intermédiation. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la direction d'Attijari Intermédiation. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Intermédiation ou une des filiales du Groupe.