

Caractéristiques de l'opération

Prix d'introduction	55,50
Capitalisation boursière (MD)	249,8
Actionnariat post IPO	
UFI Holding	56,9%
Famille TRABELSI	6,7%
Héritiers Moncef MAAOUI	5,1%
Autres actionnaires	1,4%
Public	30,0%

Indicateurs de marché	2019	2020e	2021e
PE	15,6	13,8	12,3
P/BV	1,9	1,7	1,5
Div Yield	2,1%	2,4%	2,6%
Bénéfice par action	3,568	4,019	4,506
Dividende par action	1,180	1,325	1,450
Actif net par action	29,056	32,477	36,227

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 1 350 000 actions anciennes qui seront cédées par les actionnaires actuels, représentant 30% du capital social de la société

Valeur nominale : 10 dinars

Prix de vente : 55,500 dinars

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

Jouissance des actions : 01/01/2020

Montant de l'opération : 74 925 000 dinars

Offre proposée : Les 1 350 000 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

	Nombre d'actions offertes	Montant en D	% du capital
Placement global	1 225 260	68 001 930	27,2%
Offre à Prix Ferme	124 740	6 923 070	2,8%
Total	1 350 000	74 925 000	30%

Les 124 740 actions offertes dans le cadre de l'OPF seront destinées aux 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 (soit un maximum de 0,5% du capital social de la société) et 112 500 actions pour les institutionnels.

Contrat de liquidité : Portant sur 2,5MD et 36 000 actions pour une période d'un an à partir de la date d'introduction en Bourse des actions Assurances Maghrebria.

But de l'introduction en bourse :

- Bénéficier de l'avantage fiscal avec un abattement du taux de l'IS pendant 5 ans ;
- Renforcer la notoriété de la société auprès de ses partenaires à l'échelle nationale et internationale ;
- Garantir la liquidité des titres

ASSURANCES MAGHREBIA est un acteur de référence en matière d'Assurances et de Réassurance en Tunisie, depuis sa création en 1973, par son fondateur M. Abdelaziz ESSASSI avec un capital initial de 10 000DT et qui s'élève actuellement à 45MD. La société a démarré ses activités assurantielles avec le premier agrément monobranche en assurance vie du pays, qu'elle a transformé en multi branche en 1974. La société a depuis su structurer ses activités et développer une offre complète de produits adaptés aux risques des particuliers et des entreprises.

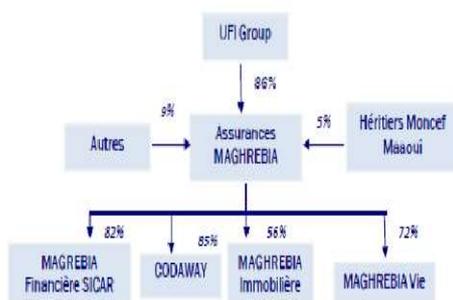
L'actionnaire fondateur du groupe MAGHREBIA, UFI GROUP est un groupe tunisien diversifié implanté au Maghreb et en Europe. L'UFI détient actuellement 86% du capital de MAGHREBIA SA.

UFI GROUP développe ses métiers autour de secteurs d'activités à fort potentiel à long terme. Son savoir faire et son expertise dans les finances et assurances, les industries mécaniques, l'hôtellerie, les services et l'immobilier en ont fait un acteur économique clé sur ces marchés.

De par son expérience et sa connaissance du marché local et de la zone, UFI GROUP apporte aujourd'hui un vaste appui au groupe MAGHREBIA pour dynamiser sa croissance locale et régionale. Son mode de développement s'appuie sur l'innovation, la maîtrise de ses métiers, l'anticipation des évolutions de l'environnement et la satisfaction de ses clients.

Le groupe MAGHREBIA est composé de cinq sociétés, à savoir:

- ASSURANCES MAGHREBIA SA, société d'assurance multirisques (société mère);
- ASSURANCES MAGHREBIA Vie SA, société d'assurance Vie (72% d'intérêts);
- MAGHREBIA FINANCIERE SICAR (82% d'intérêts directs, 18% indirects);
- MAGHREBIA IMMOBILIERE SA, société de promotion immobilière (56% d'intérêts directs, 44% indirects);
- CODWAY SA, société de services IT et des services informatiques (85% d'intérêts directs, 15% indirects).



MAGHREBIA VIE, société d'assurance VIE et capitalisation et filiale d'Assurances MAGHREBIA, a pour vocation l'assurance vie et la protection financière des clients particuliers, professionnels et Entreprises.

Pionnière et parmi les leaders de l'assurance vie en Tunisie, ASSURANCES MAGHREBIA VIE s'est forgée depuis sa création en 2009 une réputation d'assureur solide, sérieux et responsable en apportant des solutions innovantes en assurances de prévoyance et épargne-retraite.

Avec un réseau de distribution assez dense, le groupe est présent sur l'ensemble du territoire grâce à ses 90 agences, 38 courtiers et 8 bureaux directs

Hors branche Automobile, le groupe est leader du marché en termes de CA à 176,8MD et détient une part de marché qui atteint 12,7%. Le taux de croissance sur ces activités pour la période 2017-2019 est de 12,9%.

Au niveau de MAGHREBIA SA, la sinistralité se situe à un niveau de 63,7% contre 70,4% en moyenne pour le marché. Le taux de chargement net est le plus bas du secteur avec 14,9% avec une absorption de 37,1% des sinistres par la réassurance.

Branche incendie, la société se présente comme leader avec 17,7% de part de marché. Elle affiche la meilleure rentabilité du secteur sur cette branche avec 1,083MD et le meilleur ratio combiné avec 98,1%.

Branche Maladie, la société est 2ème en termes de part de marché avec 14,1%, elle est la seule société bénéficiaire du secteur sur cette branche en 2018 avec un ratio combiné de 98,1% contre 102,3% en moyenne pour le secteur.

Branche Risques divers, la société est 3ème en termes de part de marché avec 10,7% et présente le meilleur taux de chargement net avec 14,9% bien en dessous de la moyenne du secteur (22,3%).

L'évolution de l'activité de Maghreb a été accompagnée tout au long de son histoire par des alliances stratégiques avec plusieurs acteurs internationaux et locaux tels que: Generali (compagnie d'assurance italienne et troisième compagnie d'assurance au monde, derrière Allianz et Axa), la société SNA devenue ALLIANZ (Société d'assurance libanaise), MAPFRE (entreprise d'assurance espagnole), CICA-RE : Réassureur de référence de la zone CIMA (Afrique de l'ouest).



Le secteur des assurances en Tunisie

Le secteur de l'assurance est relativement peu développé. En effet, la Tunisie est 5ème en termes de taux de pénétration sur la zone MENA avec 2,2% et 2ème derrière le Maroc (3,9%) au Maghreb arabe. Au niveau de la structure, l'assurance Vie représente 24% des primes émises et 76% sont pour l'activité hors Vie, contre respectivement 46% et 54% pour la moyenne mondiale. Sur l'Afrique, la Tunisie se classe en 84ème position en recul de 2 positions par rapport à 2018, en termes de primes émises avec 830MUSD, soit une évolution de 8,7% sur l'année.

Le marché, supervisé par la CGA (Comité Général des Assurances), est composé de 22 sociétés 64 courtiers et 1028 agents généraux.

Des 22 sociétés résidentes qui opèrent sur le marché, 20 ont le statut de sociétés anonymes et 2 sont constituées en mutuelles, auxquels s'ajoutent 7 compagnies off-shore. Parmi les sociétés évoquées, 15 opèrent en multi-branche dont 3 spécialisées en assurance Takaful (Zitouna Takaful, El Amana Takaful et Assurances Attakafulia).

Le reste des firmes sont spécialisées, 5 en assurance vie (Hayet, Gat Vie, Carte Vie, et Attijari Assurance). 1 est spécialisée en assurance des crédits à l'exportation (la COTUNACE). Finalement, la 22ème société est spécialisée dans la réassurance, à savoir TUNIS RE.

Le marché est aussi composé par un autre maillon, très important, à savoir les experts (Près de 994) et les commissaires d'avaries de qualifications diverses (99). Les actuaires sur le marché Tunisien sont au nombre de 28 seulement.

Les primes émises par les sociétés d'assurances Tunisiennes entre 2014 et 2019 montrent une croissance moyenne de 9,4% du marché. La dernière année (2019) a enregistré une croissance globale du marché de 8,2%, contre un pic de +12,5% en 2017.

Le taux de pénétration demeure assez faible sur la période autour de 2%, avec 2,15% en 2019. Ce taux n'a évolué sur les cinq dernières années que de 27pts de base.

Les primes émises par habitant en 2019 se sont élevées à 208DT, avec 79% de ces primes en assurance Non Vie et 21% en assurance Vie.

Il est à noter que l'assurance Vie affiche sur la période une croissance moyenne plus importante que celle de l'assurance non Vie.

Sur la période 2014-2019 l'assurance Vie a évolué de 16,4% en passant de 25DT à 50DT par habitant, alors que l'assurance non Vie n'a progressé que de 7,7% en passant de 117DT à 208DT.

Le groupe MAGHREBIA se place en troisième position du marché en termes de primes émises en 2019, avec 236MD, lui conférant une part de marché de 9,7%.

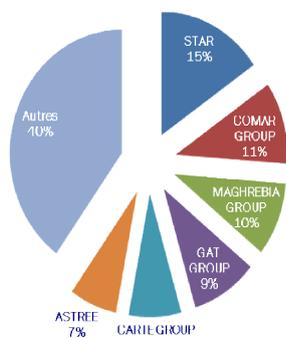
Les primes émises des 22 compagnies du secteur des assurances en Tunisie en 2019 ont atteint 2 437MD en 2019 contre 2 252MD en 2018, soit une augmentation de 8,2%.

Bien qu'il se classe en 3ème position globalement pour les primes émises, le groupe MAGHREBIA est premier du secteur en 2018 et 2019, hors branche automobile qui est la branche généralement déficitaire du secteur.

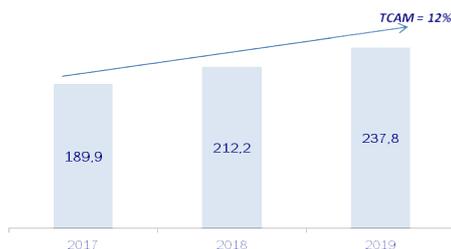
Evolution des primes émises du marché 2014-2019



Evolution de la densité d'assurance 2014-2019



Primes acquises consolidées MD



Les primes acquises consolidées ont atteint 237,8MD à fin 2019 contre 189,9MD en 2017, soit un TCAM de 12% sur la période. L'évolution des primes pour le groupe MAGHREBIA s'accompagne d'une structure du portefeuille équilibrée entre les différentes branches. En effet, les primes émises hors branche automobile ont atteint 177MD à fin 2019. Cette structure équilibrée améliore la rentabilité de l'activité tout en diversifiant le risque.

Le résultat technique s'est apprécié de 22,2MD en 2017 à 23,7MD en 2019. L'évolution des primes acquises (12%) est plus importante que celle du résultat technique (+4%), sur la période en raison de la forte progression des charges techniques (+22%), qui sont passées de 169MD en 2017 à 252MD à fin 2019.

Résultat technique MD / Résultat net (PG)



Les charges de sinistre représentent à fin 2019 67% des charges techniques. Il est à noter que le groupe a réduit sur la période la part des charges d'exploitation dans les charges techniques, de 19,8% en 2017 à 15,6% en 2019, pour améliorer la rentabilité de l'activité.

Le portefeuille placements du groupe s'élève à fin 2019 à 568,7MD réparti à hauteur de 79% en obligations, 13% en actions et le reste par d'autres placements. Le portefeuille « Placements » de la société mère affiche un taux de rendement de 6,5% alors que celui de la filière vie présente un taux de 2,3%.

Le résultat net du groupe a augmenté de 15,6MD en 2017 à 18,5MD en 2019, avec un TCAM de 9%. Le résultat net part du groupe est passé de 11,5MD à 16,1MD sur la même période évoquée, soit une évolution moyenne de 18,2% sur la période.



Cette progression du résultat net a été essentiellement soutenue par l'évolution du bénéfice net de MAGHREBIA SA avec un TCAM de 15,4% sur la période contre +2,5% pour MAGHREBIA Vie, malgré que la filiale Vie ait enregistré une baisse au niveau de son bottom line en raison l'augmentation des charges de sinistres et de l'impôt.

Les fonds propres du groupe ont progressé de 8,6% entre 2017 et 2019, en passant de 112,2MD à 130,8MD. Le ROE du groupe est passé de 12,1% en 2017 à 14,3% à fin 2019, gagnant un point chaque année sur la période en moyenne.

En matière de ratios prudentiels, la société mère présente des niveaux très confortables avec un taux de couverture de 114%, un ratio combiné net de 94,3% et une marge de solvabilité de 340%.

Axes stratégiques :

- Renforcement des fonds propres à travers la croissance organique propres ;
- Accroissement de la rentabilité via la mise en place d'une politique de souscription adaptée aux risques. L'objectif étant de développer un portefeuille équilibré tenant compte des risques de chaque branche ;
- Développement de la banque assurance en partenariat avec une banque de la place ;
- Amélioration de la satisfaction clientèle à travers une ouverture sur les nouvelles technologies permettant de bâtir une relation de confiance avec les clients et attirer de nouveaux prospects ;
- Confirmer la politique RSE qui contribuera à favoriser des relations de confiance et de long terme avec chacune des parties prenantes.

Primes acquises du groupe



Sinistres prévisionnels par branche



Sinistralité générale de Maghreb SA



Le chiffre d'affaires prévisionnel du groupe devrait évoluer de 9% (TCAM) sur la période 2019-2024, en passant de 237,8 en 2019 à 350,1MD à fin 2024.

La société mère devra dégager un chiffre d'affaires en croissance (TCAM) de 8,1% sur la période de référence passant de 170,8MD en 2019 à 249,5MD à fin 2024. Pour les assurances Maghreb Vie, la croissance est plus prononcée avec +11% (TCAM) sur cette même période en passant de 67,8MD à 111,4MD au terme du quinquennat.

En effet, le management vise à augmenter la part du revenu de la branche vie qui devrait passer de 28% en 2019 à 31% à fin 2024.

La stratégie globale, vise aussi à limiter la part de la branche auto, branche historiquement déficitaire sur le marché Tunisien, à 32,7% à l'horizon 2024.

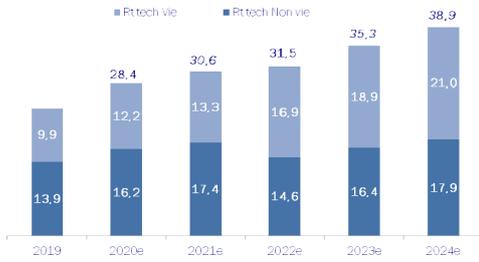
Du côté des charges de sinistres, la branche maladie engendre la majeure partie avec 50,2MD et qui devrait s'accroître pour atteindre 69,2MD en 2024, suivie de la branche automobile avec 45,7MD qui passera à 55,7MD en 2024. Les autres branches devraient connaître une stabilité voir même une baisse, tel que la branche incendie qui enregistre en 2019 un montant exceptionnel de 39,6MD qui passera à 11,7MD en 2024. Cette branche affiche un pic en 2019 suite à la survenance d'un sinistre exceptionnel, réassuré à 100%.

Quant à la sinistralité générale, elle devrait baisser de 87% en 2019 à 62% en 2024. Notons que l'année 2019 avait enregistré une sinistralité exceptionnelle et que le niveau de 62% sera la vitesse de croisière sur la période prévisionnelle.

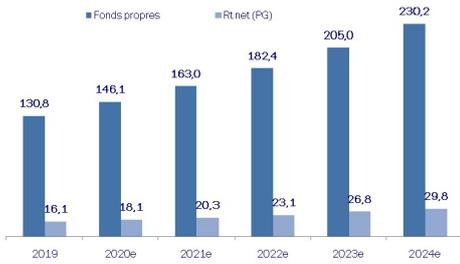
Le résultat technique consolidé devrait passer de 23,7MD en 2019 à 38,9MD en 2024, soit une TCAM de 10,5% sur la période. Ce résultat est principalement fourni par le résultat technique de la filière Vie dont le résultat technique de 2019 s'est établi à 9,9MD et qui devrait progresser de 16,5% (TCAM) annuellement sur la période 2019-2024 pour atteindre 21MD en fin de période. Cette activité gagnera plus de points dans la formation du résultat technique du groupe et représentera désormais 54% en 2024 contre 42% en 2019.

Le portefeuille « Placements » devra passer de 568,7MD en 2019 à 984,3MD à l'horizon de 2024.

Résultat technique consolidé prévisionnel (MD)



Résultat net consolidé prévisionnel (MD)



Le résultat net prévisionnel de MAGHREBIA SA devrait progresser de 12% (TCAM) sur la période 2019-2024 en passant de 11,8MD à 20,8MD. Pour MAGHREBIA Vie le résultat net devrait s'apprécier de 14,3% (TCAM) annuellement pour passer de 7,7MD en 2019 à 14,9MD en 2024.

Les fonds propres consolidés part du groupe devraient passer de 130,8MD en 2019 à 230,2MD en 2024, soit un TCAM de 12% sur la période. Le résultat net part du groupe qui s'est établi à 16,1MD en 2019 devrait passer à 29,8MD à fin 2024.

Ces résultats sont principalement soutenus par les performances aussi bien de la mère que par la filiale Vie.

En matière de rémunération des actionnaires, la société devra afficher un pay out de 45% alors que la filiale Vie affichera un taux de distribution de 30%.

L'évaluation du groupe MAGHREBIA a été réalisée par MAC SA sur la base d'un business plan pour une période allant de 2019 à 2024.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF) ;
- La méthode de Bates ;
- La méthode des comparables boursiers et de transaction.

La synthèse des trois méthodes est présentée dans le tableau suivant :

Valeur des fonds propres en MD	
DCF	287,1
Bates	260,0
Comparables (boursiers/transactions)	265,9
Moyenne pondérée	272
Valeur de l'action (D)	60,4
Décote	8,9%
Capi d'introduction	249,7
Prix d'introduction	55,5

Les multiples de la société se présentent comme suit :

	2019	2020e	2021e
PE	15,6	13,8	12,3
P/BV	1,9	1,7	1,5
Div Yield	2,1%	2,4%	2,6%

Recommandation de BNA Capitaux :

Faisant partie du groupe UFI, acteur principal dans plusieurs secteurs d'activité (Finance, Industrie, Immobilier, Services et Tourisme), le groupe MAGHREBIA est un des pionniers du secteur des assurances avec ses 47 ans d'expérience qui lui ont valu la 3^{ème} position du secteur une part de marché de 9,7% qui devra s'accroître d'une année à l'autre avec le programme stratégique mis en place pour le prochain quinquennat.

L'évolution de l'activité du groupe a été accompagnée par des alliances stratégiques avec plusieurs acteurs internationaux tels que GENERALI, ALLIANZE, MAPFRE, CICA RE...

Le groupe présente des fondamentaux très solides avec une rentabilité satisfaisante et des ratios prudentiels très confortables.

La densité du secteur des assurances laisse présager un potentiel de hausse significatif surtout en matière d'assurance Vie ce qui augure au groupe MAGHREBIA des perspectives assez prometteuses.

Durant le prochain quinquennat, le groupe table sur une croissance à deux chiffres que ce soit en matière de chiffre d'affaires qu'en matière de bottom line ; des projections que nous estimons correctes eu égard de la qualité du management et de son savoir faire même en période de crise.

Avec un prix d'introduction de 55,500D, l'action MAGHREBIA est valorisée à 13,8 fois les bénéfices estimés pour 2020 : une valorisation que nous jugeons assez correcte au vu de ses paires sur la cote de la bourse. Le titre offre un Div Yield de 2,4% au titre de l'exercice 2020.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF