



Synopsis

Le groupe assureur Maghrebias a bâti son image de marque sur le développement de la confiance entre assureur et assuré à travers notamment un délai d'indemnisation court et des formules d'assurance sur mesure. La société a acquis un savoir-faire notable grâce à son partenaire historique Generali qui se traduit par une maîtrise de la quantification du risque et une expérience d'ingénierie produit.

Maghrebias SA est reconnue en termes de maîtrise de sa sinistralité et de ses charges. En 2019, son ratio combiné net est le moins élevé du secteur soit 98,1%. Les marges de solvabilité vie et non vie sont largement couvertes avec des taux respectifs de 340% et 273%.

Le groupe affiche une rentabilité récurrente, le TCAM du résultat net part du groupe sur la période 2015-2019 est de 13,6% et compte dégager un TCAM pour la période 2020-2025 de 13,3%.

Nous avons valorisé le groupe à **266,7 MDT** soit 59,26 dinars par action. Cette valorisation ne tient pas compte de l'abattement fiscal obtenu suite à la diffusion au public de 30% du capital. Nous valorisons ce gain d'impôts à 14,5 MDT soit 3,2 dinars par action.

Nous recommandons d'**Acheter** le titre.

PÉRIODE DE SOUSCRIPTION
Du 22/12/2020 au 25/12/2020 inclus

PRIX DE L'ACTION

55,5 dinars

PRIX CIBLE

62,4 dinars

AFC

المستشارون الماليون العرب
Intermédiaire en Bourse

Groupe ATB

Répartition de l'offre

L'introduction en Bourse de la société « Assurances Maghrebias » au **marché principal** de la cote de la Bourse s'effectuera par la mise sur le marché, dans le cadre de **cession** de la part des actionnaires actuels de **1 350 000 actions** d'une valeur nominale de 10 DT chacune, représentant un pourcentage d'ouverture de **30% du capital social actuel** dans le public. L'introduction en bourse se fera par le moyen :

- ✓ d'une Offre à Prix Ferme (OPF) de 124 740 actions
- ✓ d'un Placement Global de 1 225 260 actions

Comme suit :

	Répartition de l'offre	Nombre d'actions offertes	Montant en DT	% du capital
Offre à prix ferme (OPF)	9,24%	124 740	6 923 070	2,77%
Placement Global	90,76%	1 225 260	68 001 930	27,23%
Total	100%	1 350 000	74 925 000	30,00%

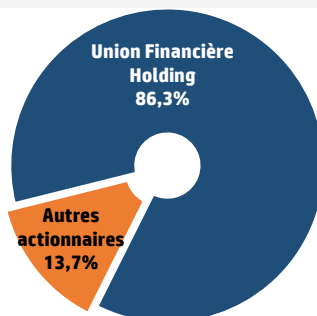
Dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme, 124 740 actions seront offertes à une seule catégorie :

Catégorie	Nombre d'actions	Montant (en DT)	En % du capital social	En % de l'offre
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	6 923 070	2,77%	9,24%

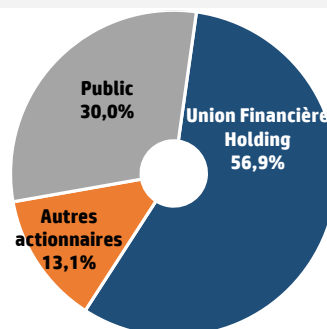
Objectifs de l'introduction

- Accroître sa notoriété à l'échelle nationale et internationale;
- Garantir la liquidité du titre;
- Développer à long terme l'activité et assurer la pérennité de la société;
- Bénéficier de l'avantage fiscal en ouvrant plus de 30% du capital.

Actionnariat Pré-IPO



Actionnariat Post-IPO

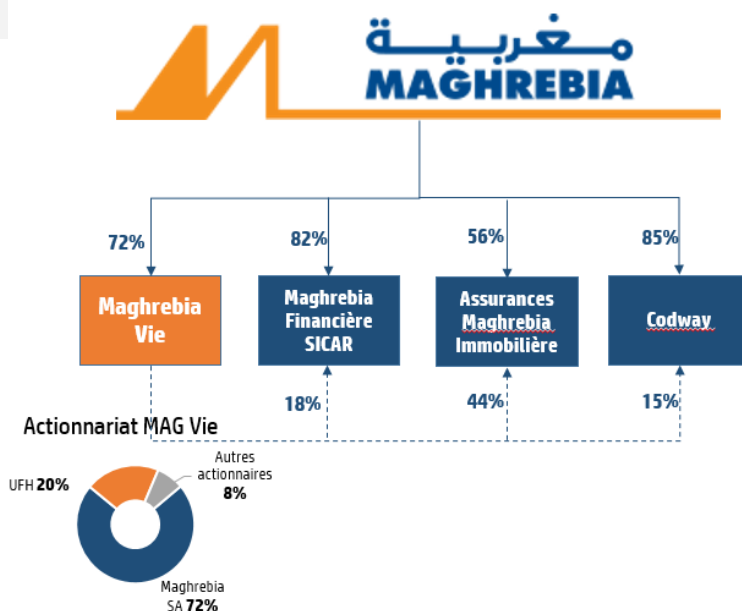


Présentation de la société

Fondé en 1973 par M. Abdelaziz ESSASSI, le groupe MAGHREBIA est composé actuellement de cinq sociétés anonymes qui interviennent dans les métiers de l'assurance, les services financiers, informatiques et la gestion immobilière en Tunisie.

La Société Maghrebias SA détient directement 72% du capital de la Société Maghrebias vie, 82% du capital de la Société Maghrebias financière SICAR, 56% du capital de la Société Maghrebias immobilière et 85% du capital de la société CODWAY.

Assurances Maghrebias est une compagnie d'assurances et de réassurance de renommée, à la pointe des nouvelles technologies.



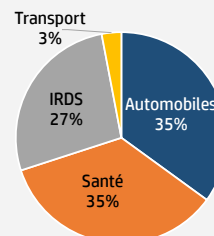
Key points

- Fort potentiel de croissance du marché de l'assurance : le taux de pénétration de l'assurance en Tunisie est de seulement 2,12% en 2019 contre 7,2% pour le monde et 3,9% pour le Maroc.
- La structure du chiffre d'affaires de Maghreb SA (non vie) est équilibrée entre Auto, Santé et IRDS contre un marché national dominé par l'assurance automobile qui accapare près de 60% des primes émises.
- Le chiffre d'affaires de l'assurance vie est dominé par la branche épargne, une activité qui nécessite un savoir fort et une force commerciale.
- Un savoir faire confirmé sur les branches de santé et d'IRDS caractérisé par une maîtrise de la quantification des risques et de la négociation de réassurance.
- Protagoniste en innovation des produits en assurances vie et non vie.
- Fort positionnement sur le marché en 2019 : 3^{ème} du secteur et 1^{er} hors automobile, le groupe reste leader de la branche incendie (PDM 16%), challenger en assurance maladie (PDM 17,2%) et 2^{ème} sur la branche risques divers (PDM 12,7%).
- Maghreb vie est challenger du marché d'assurance vie (PDM 11,8%).
- Ratios prudentiels largement au dessus des exigences.
- Meilleur ratio combiné net de la place (Il mesure la rentabilité d'une compagnie d'assurance : la somme du ratio de sinistralité net S/P et le ratio de chargement).
- Politique de provisionnement très prudente.
- Rentabilité appréciable et génération récurrente de bénéfices grâce à sa maîtrise des risques et sa bonne gestion des placements.

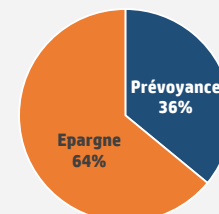
Chiffres clés (2019)

Chiffre d'affaires du groupe Maghreb SA	236,3 MDT
Chiffre d'affaires non vie	169,4 MDT
Chiffre d'affaires vie	65,8 MDT

Ventilation du CA non vie



Ventilation du CA vie



Part de marché

3^{ème} groupe d'assurance en termes de chiffre d'affaires consolidé

1^{ère} compagnie d'assurance en termes du chiffre d'affaires hors automobile

2^{ème} compagnie d'assurance en terme d'assurance vie

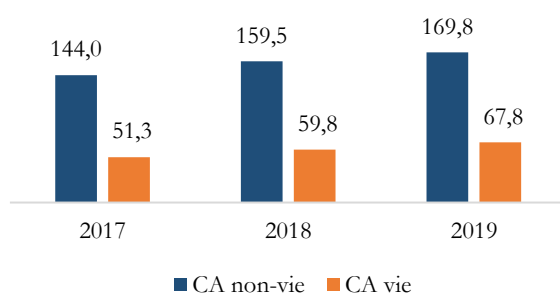
Ratio prudentiels

Taux de couverture des provisions assurance non vie	114%
Taux de couverture des provisions assurance vie	110%
Ratio combiné net assurance non vie	98,1%
Taux de couverture de la marge de solvabilité non vie	340%
Taux de couverture de la marge de solvabilité vie	273%

Rentabilité

Résultat net consolidé part du groupe	16,06 MDT
Montant des dividendes distribué Maghreb SA	5,31 MDT

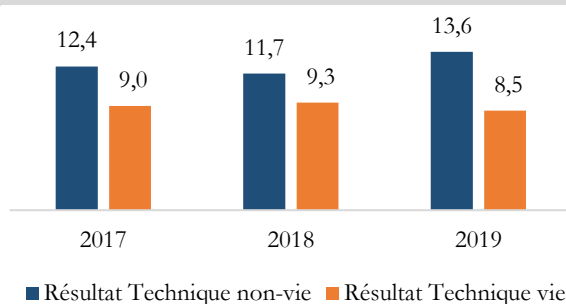
Evolution du CA en MDT



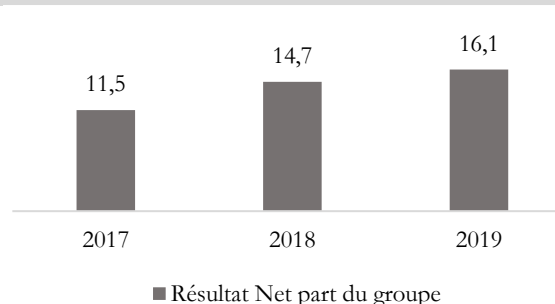
Evolution du Résultat Net en MDT



Evolution du résultat technique en MDT



Evolution du RNPG en MDT



Business Plan

Hypothèses

Maghrebie vie :

Le business plan de Maghrebie vie prévoit un taux de croissance annuel moyen sur la période 2019-2024 de **10,45%** compte tenu d'une reprise de l'activité bancassurance, une évolution des produits de prévoyance similaire à leurs progressions historiques et une croissance annuelle moyenne de l'activité épargne de 9,85%.

Maghrebie non vie :

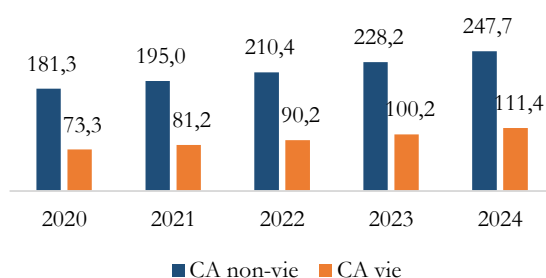
Pour les prévisions du chiffre d'affaires individuel de Maghrebie SA, un taux moyen d'évolution annuel de **7,88%** a été retenu contre 7,6% pour le secteur d'assurance non vie. Par branche d'assurance, c'est celle de l'automobile qui devrait le moins progresser, soit 6,11% sur la période du BP. La limitation de cette branche est un choix stratégique pour le groupe.

La charge prévisionnelle des sinistres mesurée par le ratio (S/P) serait en moyenne de **64,05%** durant la période 2020-2024. A noter que la moyenne historique du ratio (S/P) de la compagnie, sur les cinq dernières années, était de 62,2%.

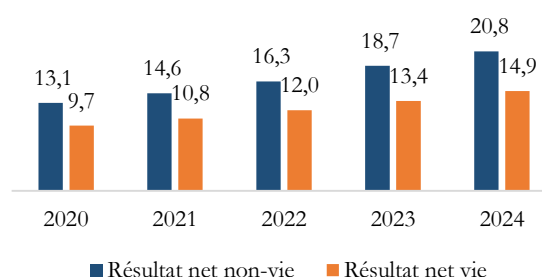
Au niveau des placements, il est prévu un rendement de 6,5% pour les Bons de Trésor et 10% pour les emprunts obligataires. Quant aux placements en actions, il est prévu une augmentation de la valorisation du portefeuille annuelle de 3% en plus d'une augmentation des dividendes perçus de 10% par an. Les immobilisations hors exploitation devraient voir leurs revenus croître de 5% annuellement.

(En MDT)	2020e	2021p	2022p	2023p	2024p
CA consolidé	245,1	269,7	293,6	320,5	350,1
CA non vie	180,9	194,6	209,9	227,7	247,1
CA vie	71,0	78,7	87,4	97,2	108,3
Résultat technique non vie	16,2	17,4	19,4	22,3	25,1
RNPG	18,1	20,3	23,1	26,8	29,8
Fonds propres	125,0	139,3	155,5	173,9	195,7
ROE	13,14%	13,21%	13,42%	13,87%	13,73%
Dividendes à distribuer	5,3	6,0	6,5	7,4	8,4
Dividende par action (en DT)	1,180	1,325	1,450	1,650	1,875

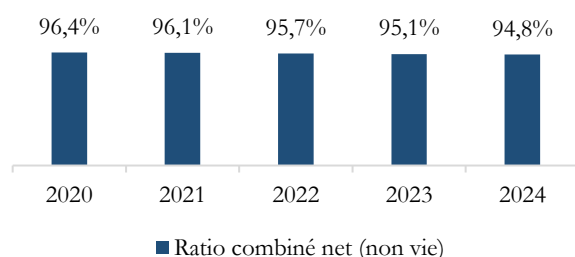
Evolution du CA en MDT



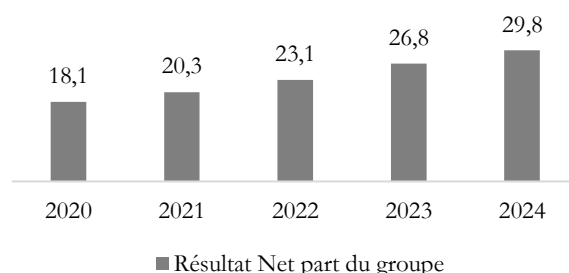
Evolution du Résultat Net en MDT



Evolution du ratio combiné net



Evolution du RNPG en MDT



Valorisation

Nous avons procédé à la valorisation de la compagnie selon deux méthodes à savoir la méthode d'*Appraisal value* et la méthode des *comparables boursiers*.

La valeur totale de la compagnie ou *Appraisal value* est calculée comme suit :

AV vie = Valeur intrinsèque des affaires en portefeuille (existant) + excédents de capitaux + Valeur des affaires futures (goodwill)

AV non vie = Valeur intrinsèque du portefeuille + excédents de capitaux

La valeur intrinsèque des affaires en portefeuille correspond à la valeur actuelle nette des flux futurs entre la société et l'actionnaire.

La valeur des excédents de capitaux est déterminée à partir de l'évaluation de l'actif net réévalué déduction faite de la marge de solvabilité minimum des capitaux propres. Pour la détermination de l'actif net réévalué nous avons eu recours à la valeur du marché des placements selon l'annexe 9 des états financiers.

Selon cette méthode, la valorisation du groupe est de **257,4 MDT**.

Pour la méthode des comparables boursiers, nous avons opté pour le couple d'indicateurs (ROE, P/B), après sélection de l'échantillon comparable des sociétés nous traçons la droite de régression qui nous donnera l'équation du P/B fonction de ROE.

L'échantillon de 27 sociétés comparables est composé des compagnies d'assurances multi-branches (assurances vie et non vie) cotées sur les marchés émergents.

La valorisation de Maghreb Bank selon la droite de régression de l'échantillon des sociétés comparables fait ressortir une valeur de **275,9 MDT**.

La valeur moyenne selon ces deux méthodes est de **266,7 MDT** contre une valorisation d'introduction de 249,8 MDT.

Méthode Appraisal Value

Valorisation Maghreb Bank Vie

libellé	Valeur
Valeur intrinsèque des affaires en portefeuille (VI)	29 672
Excédents de capitaux (EC=ANR-CM)	33 877
Embedded Value (EV=VI+EC)	63 549
Goodwill ou valeur des affaires futures	52 381
Valeur Totale (EV+GW)	115 930

Valorisation Maghreb Bank non vie

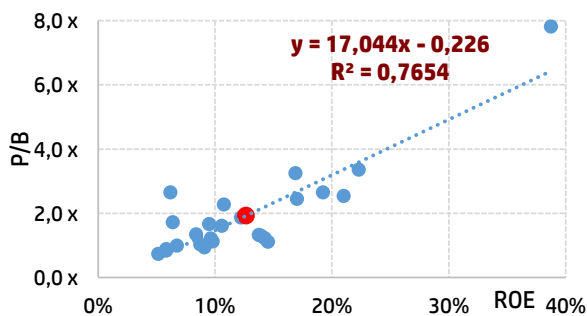
Libellé	Valeur
Valeur Totale du portefeuille (VI)	94 834
Excédents de capitaux (EC=ANR-CM)	91 020
Valeur Totale du portefeuille (VI+EC)	185 855

Valorisation Maghreb Bank groupe

	% détention	Valeur
Valeur Maghreb Bank SA	100%	185 855
Valeur Maghreb Bank vie SA	72,08%	115 930
Valeur comptable Maghreb Bank vie		-12 023
Valeur Maghreb Bank		257 394

Méthode Comparables boursiers

Droite de régression (ROE, P/B)



Valorisation Maghreb Bank groupe

Fonds propres PG MAG 2020	143 067
RNPG Maghreb Bank 2020	18 085
ROE	12,6%
Pente de la droite de régression	17,044
constante de la droite de régression	-0,226
P/B (selon droite de régression des comparables)	1,9 x
Capitalisation Maghreb Bank	275 908

Récapitulatif de la valorisation

Libellé		
Appraisal Value	50%	257 394
Comparables	50%	275 908
Valeur Totale de Maghreb Bank		266 651

ANNEXE 1/2

Appraisal Value Maghrebria Vie

Etat des flux entre la compagnie et l'actionnaire (Maghrebria Vie)

Années	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024
Flux de résultat net		9 722	10 811	12 049	13 422	14 897	
Capital minimum	-20 467	-21 245	-23 034	-24 891	-27 053	-29 359	
Flux de capital minimum	-20 467	-778	-1 789	-1 857	-2 162	-2 306	29 359
Flux société - actionnaire	-20 467	8 945	9 022	10 192	11 260	12 591	29 359
Taux d'actualisation	12,85%						
Flux financiers actualisés	-20 467	7 926	7 085	7 092	6 943	6 879	14 215
Valeur Intrinsèque (VI) (2019-2024)	29 672						

Valeur du Goodwill

Désignation	VI moyenne	Taux de croissance "g"	Coefficient K= 1/(kcp-g)	Goodwill	Goodwill actualisé
Maghrebria Vie	10 402	2,0%	9,2	95 870	52 381

Evaluation de l'actif net réévalué (en mDT)

Marge de solvabilité minimum :	CM	20 467
Actif Net Comptable :	ANC	55 876
Dividende à distribuer		-2 300
Plus Values latentes nettes d'impôt :		16 440
Plus value latente <i>selon annexe 9</i>		22 833
Impact de l'impôt		-6 393
Actif Net Réévalué (ANR) :	ANR	70 016
Excédents de capitaux (EC) :	EC=ANR-CM	49 549

Appraisal Value Maghrebria non Vie

Etat des flux entre la compagnie et l'actionnaire (Maghrebria non Vie)

Années	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024
Flux de résultat net		11 716	13 202	14 578	16 326	18 676	
Capital minimum	-22 786	-23 954	-27 099	-27 511	-29 536	-31 840	
Variation du capital minimum		-1 168	-3 145	-412	-2 025	-2 304	
Valeur résiduelle							138 481
Flux de capital minimum	-22 786	-1 168	-3 145	-412	-2 025	-2 304	
Flux société - actionnaire	-22 786	10 548	10 058	14 166	14 301	16 372	138 481
g (taux de croissance perpétuel)	1,5%						
Taux d'actualisation	13,50%						
Flux financiers actualisés	-22 786	9 294	7 807	9 689	8 618	8 692	73 521
Evaluation de l'actif net réévalué (en mDT)							
Marge de solvabilité minimum :			CM				22 786
Actif Net Comptable :			ANC				77 707
Retraitements :							-5 310
Distribution des dividendes							-5 310
Plus Values latentes nettes d'impôt :							41 409
Plus value latente <i>selon annexe 9</i>							59 582
Impact de l'impôt							-18 172
Actif Net Réévalué :			ANR				113 806
Excédents de capitaux (EC) :			EC=ANR-CM				91 020

Coût des fonds propres MAG vie

Prime de risque	6,5%
Taux sans risque (BTA 10ans)	9,6%
Béta retenu	0,5
Kcp	12,85%
g MAG vie	2,0%

Coût des fonds propres MAG non vie

Prime de risque	6,5%
Taux sans risque (BTA 10ans)	9,6%
Béta retenu	0,6
Kcp	13,50%
g MAG sa	1,5%

ANNEXE 2/2

Echantillon comparable

Données en USD arrêtées au 31/12/2019, source FACTSET

Identifiant	Name	Country	Market Cap	Equity value	Net Income	Return on	Price to Book	Beta 3 years	Combined
BKIC-BH	Bahrain Kuwait Insurance Company BSC	BAHRAIN	27,92	99,58	8,97	9,0%	1,2 x	0,00	111,84
PSSA3-BR	Porto Seguro S.A.	BRAZIL	3 137,48	2 055,74	349,60	17,0%	2,4 x	0,49	96,94
SULA11-BR	Sul America SA Ctf	BRAZIL	3 463,81	1 776,38	299,79	16,9%	3,2 x	0,81	91,54
IRBR3-BR	IRB Brasil Resseguros SA	BRAZIL	1 847,54	1 153,77	447,06	38,7%	7,8 x	0,94	76,97
CIC-KE	CIC Insurance Group PLC	KENYA	11,30	77,42	3,15	4,1%	0,9 x	0,33	110,71
MUAL-MU	MUA Ltd	MAURITIUS	114,59	78,12	10,73	13,7%	1,3 x	0,80	76,22
SAH-MA	Saham Assurance SA	MOROCCO	90,50	481,52	46,44	9,6%	1,2 x	0,68	95,46
WAA-MA	Wafa Assurance SA	MOROCCO	1 531,35	627,36	67,53	10,8%	2,3 x	0,83	80,41
ATL-MA	AtlantaSanad	MOROCCO	544,42	184,39	38,71	21,0%	2,5 x	0,94	71,19
JGICL-PK	Jubilee General Insurance Co. Ltd.	PAKISTAN	59,81	56,26	8,17	14,5%	1,1 x	0,33	95,95
QISI-QA	Qatar Islamic Insurance Group	QATAR	278,08	103,72	19,96	19,2%	2,7 x	0,45	74,27
RGSS-RU	Rosgosstrakh Insurance Company PJSC	RUSSIA	1 762,78	849,86	118,56	14,0%	1,3 x	0,42	88,47
8040-SA	Allianz Saudi Fransi Cooperative Insurance Co.	SAUDI ARABIA	52,06	89,17	8,47	9,5%	1,7 x	0,78	82,98
8250-SA	AXA Cooperative Insurance Co.	SAUDI ARABIA	485,15	189,22	23,11	12,2%	1,9 x	0,64	94,90
RMI-ZA	Rand Merchant Investment Holdings Limited	SOUTH AFRICA	1 403,15	1 487,65	94,98	6,4%	1,7 x	1,08	75,98
SNT-ZA	Santam Limited	SOUTH AFRICA	1 986,32	682,38	152,19	22,3%	3,4 x	0,49	95,72
TRE-TN	Societe Tunisienne de Reassurance	TUNISIA	23,41	77,44	3,98	5,1%	0,7 x	-	100,48
STAR-TN	Societe Tunisienne d'Assurances & de Reassurances	TUNISIA	63,70	129,07	7,53	5,8%	0,9 x	-	97,98
BHASS-TN	BH Assurance SA	TUNISIA	46,81	22,79	3,25	14,2%	1,2 x	-	76,47
AST-TN	Compagnie d'Assurances & de Reassurances SA	TUNISIA	128,92	59,04	8,51	10,6%	1,6 x	-	72,49
PTI-VN	Post Telecommunication Insurance JSC	VIETNAM	27,07	80,36	4,69	5,8%	0,8 x	0,20	68,54
VNR-VN	Vietnam National Reinsurance Corp.	VIETNAM	6,49	132,59	12,04	9,1%	0,9 x	0,37	92,43
BMI-VN	Bao Minh Insurance Corp.	VIETNAM	26,40	97,90	6,58	6,7%	1,0 x	0,66	54,77
PVI-VN	PVI Holdings	VIETNAM	30,35	298,67	26,10	8,7%	1,0 x	0,46	40,29
PGI-VN	PJICO Insurance Corp.	VIETNAM	22,97	66,36	6,50	9,8%	1,1 x	0,26	65,16
BIC-VN	BIDV Insurance Corp.	VIETNAM	18,06	95,64	8,01	8,4%	1,3 x	0,10	67,74
BVH-VN	Bao Viet Holdings	VIETNAM	283,81	827,16	51,08	6,2%	2,7 x	1,29	67,23

Férid Ben Brahim Directeur Général
Mehdi Dhifallah Responsable études et recherche
Jihen Ellouze Khlif Analyste financier
Boubaker Rekik Analyste financier



AFC– Arab Financial Consultants - Groupe ATB

Siège social : « Carré de L'Or, » Les jardins du Lac II. 1053 Tunis.

Tél : (+216) 70 020 260 - Fax : (+216) 70 020 299

afc@afc.fin.tn

www.afc.com.tn

Important : Les informations et les données contenues dans le présent document sont la propriété de l'AFC. Ce document ne peut pas être copié ou distribué sans son autorisation expresse. Les données ne sont pas garanties comme étant exactes, complètes ou à jour. AFC n'est pas responsable de tout dommage ou perte découlant de l'utilisation de ce document et des renseignements qui y sont contenues.