

RESEARCH REPORT

STRATEGY

AVRIL
2020

T1

T2

T3

T4

| MAROC | TRIMESTRIEL AGR Prime de Risque

UN RÉAJUSTEMENT ATTENDU DE LA PRIME DE RISQUE

02 | Synthèse des travaux au T1-20

03 | Prime de Risque Historique

04 | Prime de Risque Prospective

05 | Prime de Risque par Sondage



Attijari
Global Research

Rapport destiné aux institutionnels

SYNTHÈSE DES TRAVAUX AU T1-20

Les résultats des différentes méthodes calculées lors de cette 16^{ème} édition se présentent comme suit :

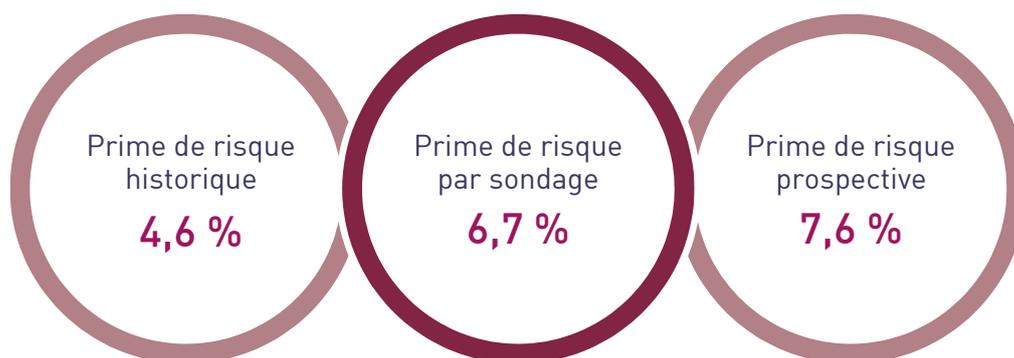
- La **Prime de Risque Historique** accuse une baisse de 2,2 pts, passant de 6,8% en décembre 2019 à 4,6% en avril 2020. Cette évolution est justifiée par le repli de la rentabilité moyenne de l'indice MASI sur un horizon de 15 ans, passant de 11,6% à 9,4%. Durant le même horizon, le rendement moyen des BDT 10 ans s'élève à 4,8%.
- La **Prime de Risque Prospective** ressort à 7,6% en avril 2020, en progression de 1,1 pts par rapport à décembre 2019. Cette résultante tient compte d'un repli attendu de la croissance bénéficiaire de -7,0% en 2020E avant de rebondir à +5,0% en 2021E et à +7,0% en 2022E. Au-delà, et à horizon 2030E, nous retenons un TCAM de 4,0%. Celui-ci est en cohérence avec les perspectives de croissance de l'économie marocaine sur un horizon long terme.
- La **Prime de Risque par Sondage** affiche une hausse de 0,9 pt passant de 5,8% en décembre 2019 à 6,7% en avril 2019. Dans ces conditions, l'exigence de rentabilité annuelle des investisseurs envers le marché Actions se situe à 9,4%.

« PDR » MARCHÉ ACTIONS MAROCAIN: SYNTHÈSE DES RÉSULTATS RETENUS SELON LES DIFFÉRENTES MÉTHODES



UN ARBITRAGE OPTANT POUR LA MÉTHODE DU SONDAGE

À l'analyse des différents résultats obtenus et sur la base de notre propre appréciation, nous maintenons notre choix pour la méthode du sondage. Nous estimons que celle-ci reflète au mieux les attentes des investisseurs, particulièrement dans un contexte de taux bas au Maroc. Au final, la méthode du sondage nous semble la plus pertinente et ce, en comparaison aux autres approches.



Mahat Zerhouni
Associate
+212 529 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma

Taha Jaidi
Directeur Stratégie
+212 529 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma

Source : Calculs & Sondage AGR

PRIME DE RISQUE HISTORIQUE

APPROCHE / MÉTHODOLOGIE

Cette méthode est basée sur l'hypothèse suivante : « Pour un placement futur, un investisseur exigerait un rendement au moins équivalent à celui observé historiquement sur le marché ». Le principe de cette démarche consiste ainsi à déterminer, sur la base des données historiques, la rentabilité moyenne brute de l'indice boursier du pays et celui des obligations souveraines du même pays, considérées sans risque. La prime de risque est alors déduite de l'écart moyen entre ces deux rentabilités brutes.

CALCUL

À partir des données disponibles, nous calculons la rentabilité annuelle brute de l'indice MASI (dividendes compris) et celle des BDT sur une durée historique moyenne de 10 ans glissants. Pour un enjeu de cohérence des résultats, la période étudiée pour cette édition est de 15 années.

En utilisant deux méthodes de calcul à savoir, la moyenne arithmétique et le Taux de Croissance Annuel Moyen (TCAM), nous ressortons avec les résultats suivants :

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS RETENUS SELON LES DIFFÉRENTES MÉTHODES

Sur 15 ans	MASI Rentabilité Brute	Rendement obligataire MLT	Prime de risque
Moyenne Arithmétique	11,7%	5,0%	6,7%
TCAM	9,4%	4,8%	4,6%

La moyenne arithmétique implique une rentabilité historique nettement plus élevée que le TCAM. Cet écart provient essentiellement de la sensibilité de la méthode arithmétique aux valeurs extrêmes. Rappelons que le marché Actions marocain a été marqué par des cycles de forte amplitude. À l'inverse, le TCAM ressort avec une rentabilité moindre. En effet, celui-ci permet de lisser les variations extrêmes en cours de cycle en intégrant uniquement la valeur initiale et la valeur finale dans le calcul.

Au final, nous retenons la prime de risque calculée selon la méthode du TCAM. Celle-ci ressort ainsi à 4,6%.

ANALYSE

Nous pensons que la prime de risque historique est relativement moins représentative pour le cas du marché Actions marocain et ce, pour la raison suivante :

Afin d'être un indicateur pertinent, la prime de risque historique devrait être observée sur une période long terme, soit statistiquement un minimum de 30 ans. L'objectif étant de normaliser le rendement du marché Actions, à l'image des marchés développés qui reposent sur des séries de données couvrant près d'un siècle. En tant que place financière jeune, la Bourse de Casablanca ne semble pas encore rentrer dans ce cas de figure.

PRIME DE RISQUE PROSPECTIVE

APPROCHE / MÉTHODOLOGIE

Dans la théorie des marchés efficients, le niveau de valorisation d'un actif reflète l'ensemble des informations portées à la connaissance du marché à un instant donné. En projetant cette hypothèse sur le marché Actions en tant qu'entité globale, nous pourrions avancer que la valorisation du marché à un instant donné, n'est que la traduction des attentes des investisseurs par rapport à la performance des entreprises cotées. Ceci se quantifie à travers l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

À cet effet, notre calcul de la prime de risque prospective repose sur l'actualisation des résultats nets prévisionnels du marché. Ainsi, le taux d'actualisation de la masse bénéficiaire future des sociétés cotées qui permet d'égaliser la capitalisation boursière de la place équivaut à l'exigence de rentabilité actuelle des actionnaires. En déduisant le loyer de l'argent sur la période étudiée, nous ressortons avec une « prime de risque prospective » pour le marché Actions. Rappelons que nous prenons en considération un coefficient de risque spécifique neutre pour l'ensemble de la cote, à travers un Bêta de 1,0.

CALCUL

Pour les valeurs cotées à la Bourse de Casablanca, nous retenons pour la période 2020E-2022E un TCAM de la masse bénéficiaire de 6,0%. Cette hypothèse ne tient pas compte de la société Samir étant donné la suspension durable de cette valeur en Bourse. Au-delà de cette date, et à horizon 2030E, nous retenons un TCAM de 4,0%, correspondant à nos prévisions de croissance du marché boursier sur le long terme. Cette hypothèse axiale tient compte de la maturité croissante des grandes capitalisations, dont la croissance à long terme devrait rejoindre celle de l'économie marocaine.

À l'infini, un taux de 3,0% est retenu, correspondant au niveau normatif appliqué pour les pays comparables au Maroc. Enfin, nous avons retenu un taux sans risque (BDT 10 ans) de 2,7% observé à la date de réalisation de cette étude.

Au final, notre prime de risque prospective ressort à 7,6%, comme illustré sur le graphique ci-dessous.



ANALYSE

Les résultats de cette méthode sont étroitement liés aux hypothèses de croissance formulées, et plus particulièrement au taux de croissance des bénéfices à long terme (g). Bien que nous soyons assez confortables par rapport aux prévisions de croissance à court terme, les hypothèses de croissance à long terme relèvent davantage d'un sentiment de conviction plutôt que d'une méthode scientifique avérée.

En comparaison aux marchés développés qui sont arrivés à un certain niveau de maturité, à travers des niveaux de croissance normalisés sur le long terme, la Bourse de Casablanca en tant que marché financier relativement jeune, est loin de ce cas de figure. Le peu de recul que nous procure le marché marocain couplé au poids prépondérant de certaines grandes capitalisations nous préviennent de construire un modèle fiable de prévisions à long terme. Au final, ceci réduit davantage l'intérêt de cette approche pour le cas du Maroc.

PRIME DE RISQUE PAR SONDAGE

APPROCHE / MÉTHODOLOGIE

Cette approche vise à déterminer la rentabilité annuelle exigée par les investisseurs en Bourse et ce, sur un placement supérieur à 5 ans. À cet effet, un questionnaire est adressé à un échantillon d'investisseurs préétabli, représentatif et valable statistiquement.

RÉAJUSTEMENTS PONCTUELS

Les réajustements méthodologiques opérés régulièrement sont les suivants :

- Un changement des pondérations octroyées, en ligne avec l'évolution de la structure des volumes des transactions sur le marché central selon les différentes catégories d'investisseurs ;
- Une adaptation des intervalles d'exigence de rentabilité avec la réalité du marché. À compter de décembre 2017, les intervalles d'exigence de rentabilité proposés aux investisseurs sondés sont : [13%;14%], [11%;12%], [9%;10%], [7%;8%] et [5%;6%].

CALCUL

Afin de calculer une prime de risque représentative du marché Actions marocain, nous avons identifié 4 principales catégories d'intervenants avec des pondérations différentes, comme indiqué sur le tableau ci-dessous. En effet, les pondérations accordées tiennent compte du niveau d'interventionnisme des différents acteurs sur le marché ainsi que de notre propre appréciation de leur degré d'influence. À titre d'exemple, la catégorie « Acteurs de Référence » intègre des personnes ayant suffisamment de recul sur le marché leur permettant d'apprécier une prime de risque « réaliste ». À cet effet, une pondération de 20,0% a été allouée à cette catégorie d'investisseurs.

La prime de risque du marché Actions marocain ressort ainsi à 6,7% selon la méthode du sondage. Celle-ci correspond à la moyenne pondérée des primes de risque calculée pour chaque catégorie d'investisseurs.

PRIME DE RISQUE PAR SONDAGE SELON LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'INVESTISSEURS

	Pondération	Rentabilité exigée	Taux sans Risque	Prime de risque
Institutionnels/OPCVM/Banques	50,0%	9,6%	2,7%	6,9%
Acteurs de Référence	20,0%	9,5%	2,7%	6,8%
Particuliers	10,0%	7,8%	2,7%	5,1%
Étrangers	20,0%	9,5%	2,7%	6,8%
Marché	100%	9,4%	2,7%	6,7%

ANALYSE

L'approche par sondage semble la plus adaptée au marché boursier marocain puisque celle-ci fait l'objet d'un consensus des différents acteurs. De plus, cette méthode tient compte de plusieurs aspects qualitatifs qui sont négligés par les autres approches, il s'agit notamment :

- De l'impact du contexte politique, régional et international sur l'aversion au risque des différents intervenants sur le marché financier ;
- D'un marché boursier marocain relativement limité en termes de diversification à l'international ;
- Enfin, du manque d'opportunités d'arbitrage en matière de placement au niveau local.

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Mahat Zerhouni
+212 5 29 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Omar Cherkaoui
+212 5 22 49 14 82
o.cherkaoui@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou
+212 5 29 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Maria Iraqui
+212 5 29 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 22 49 14 82
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

FINANCIAL ANALYST

Asmaa Lamich
+212 5 22 49 14 82
a.lamich@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

Ines Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam
+237 233 43 14 46
j.ouakam@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba
+225 20 21 98 26
jean-jacques.birba@sib.ci
Abidjan

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui
+212 5 29 03 68 27
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria
+212 5 29 03 68 48
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares
+212 5 29 03 68 34
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa
+212 5 29 03 68 21
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya
+212 5 29 03 68 15
a.yahya@attijari.ma

BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari
+212 5 22 49 59 57
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine
+212 5 22 49 59 52
s.mohcine@wafabourse.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 07 80 68 68
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 10 89 00
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou
+237 2 33 43 14 46
n.ntchoumou@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mehdi Mabkhout
+212 5 22 42 87 22
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Filali
+212 5 22 42 87 09
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajli
+212 5 22 42 87 09
a.elhajli@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni
+212 5 22 42 87 74
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune
+212 5 22 42 87 07
d.tahoune@attijariwafa.com

ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa
+202 27 97 04 80
mahmoud.bahaa@barclays.com

TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 80 29 22
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian
+971 0 43 77 03 00
sbahaderian@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Youssef Hansali
+241 01 77 72 42
youssef.hansali@ugb-banque.com

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 prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée 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 à une entité et aucune garantie ne peut être formulée 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.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle 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 Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics 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

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, repouser une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

