

RESEARCH REPORT

STRATEGY

SEPTEMBRE
2019

T1

T2 | TUNISIE | TRIMESTRIEL AGR Primes de Risque

T3

T4

UN **RÉAJUSTEMENT** TECHNIQUE DE LA PRIME DE RISQUE...

- 02 | Synthèse des travaux
- 03 | Prime de Risque Historique
- 04 | Prime de Risque Prospective
- 05 | Prime de Risque par Sondage



Attijari
Global Research

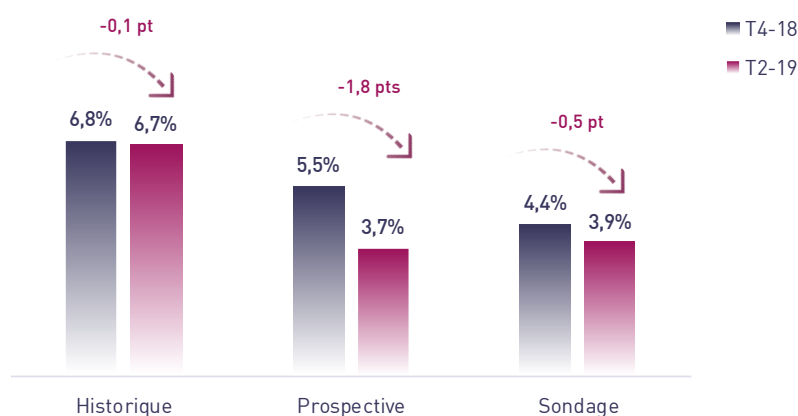
Rapport destiné aux institutionnels et investisseurs avertis

SYNTHÈSE DES TRAVAUX

Au terme de notre exercice périodique d'estimation de la prime de risque Actions du marché tunisien, nous aboutissons aux résultats suivants :

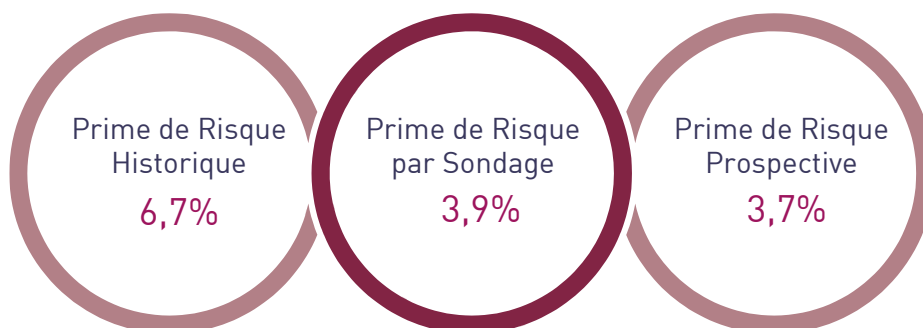
- La **Prime de Risque Historique** ressort quasi-stable à 6,7% au T2-19. Ce niveau tient compte d'une rentabilité annuelle moyenne de l'indice Tunindex de 13,2% sur 15 ans. En effet, le choix d'une période de 15 ans nous permet de lisser les fluctuations excessives de la Bourse de Tunis, considérée comme étant un marché financier relativement jeune. Parallèlement, le rendement annuel moyen des Bons de Trésor 10 ans s'établirait, selon nos calculs, autour de 6,6% durant la même période ;
- La **Prime de Risque Prospective** affiche une baisse de 1,8 points à 3,7% au T2-19. Cette prime tient compte d'une croissance annuelle moyenne de la masse bénéficiaire des sociétés cotées de 2,6% sur la période 2019E-2021E. Au-delà de cette phase et à horizon 2029E, nous retenons un TCAM des bénéfices de 6,0%. Ce dernier est supérieur de 200 PBS au taux de croissance normatif de l'économie tunisienne sur un horizon long terme, soit de 4,0% ;
- La **Prime de Risque par Sondage** enregistre une baisse de 0,5 point à 3,9% au T2-19. Sur la base des résultats de notre sondage, l'exigence de rentabilité minimale des investisseurs en Bourse pour un placement supérieur à 5 ans se situe autour d'une moyenne annuelle de 13,2%. Concernant les investisseurs étrangers, ces derniers affichent une exigence de rentabilité légèrement supérieure, soit de 13,5% par an. Rappelons que les réponses formulées par les investisseurs en Bourse lors de notre sondage tiennent compte d'un taux sans risque 10 ans de 9,4%, observé durant la période de réalisation de notre enquête.

« PDR » ACTIONS TUNISIE : SYNTHÈSE DES RÉSULTATS OBTENUS 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 compréhension du marché boursier tunisien, notre choix est porté sur la **méthode du sondage**. Dans le contexte actuel, nous estimons que cette méthode reflète au mieux les exigences des investisseurs actifs sur le marché et demeure par conséquent, la plus réaliste.



Tunis

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

Casablanca

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

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 en question et celui des obligations souveraines, 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 avons calculé la rentabilité annuelle brute de l'indice Tunindex et celle des Bons du Trésor (BTA) sur des durées moyennes respectives de 10 ans et de 15 ans glissantes et ce, à compter des cours en date du 30 juin 2019. Lors de cet exercice, nous nous sommes basés sur la courbe des taux en Tunisie ainsi que sur le consensus des taux sans risque (Rf) utilisés lors des opérations d'introduction en Bourse.

En utilisant la moyenne arithmétique sur les deux principales périodes étudiées, nous ressortons avec les résultats suivants :

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS RETENUS SELON LES DIFFÉRENTES PÉRIODES

Moyennes Arithmétiques	TUNINDEX Rentabilité Brute	Rendement obligataire MLT	Prime de risque
Sur 10 ans	9,5%	6,5%	3,0%
Sur 15 ans	13,2%	6,6%	6,7%

La moyenne arithmétique sur une période de 15 années implique une rentabilité historique nettement plus normalisée que celle calculée sur 10 années. Ainsi, plus la période étudiée est courte plus la sensibilité de la prime de risque aux valeurs extrêmes est élevée. Rappelons que le marché Actions tunisien a été marqué par des cycles de forte amplitude à la hausse et à la baisse.

Par conséquent, nous retenons la prime de risque calculée sur une période de 15 ans. En effet, celle-ci permet de lisser les variations extrêmes en cours de cycle. Au final, notre prime de risque historique ressort à 6,7%.

ANALYSE

Nous pensons que la prime de risque historique est relativement moins représentative pour le cas du marché Actions tunisien et ce, pour les raisons suivantes :

- Les niveaux de rentabilité historiques affichés sont loin de refléter la situation particulière que connaît aujourd'hui le marché financier en Tunisie ;
- 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 Tunis 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.

A 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 cote équivaut à l'exigence de rentabilité actuelle des actionnaires. En déduisant le loyer de l'argent sur la même 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 Béta de 1,0.

CALCUL

Pour les valeurs cotées à la Bourse de Tunis, nous retenons pour la période 2019E-2021E un TCAM des bénéfices de 2,6% contre une croissance annuelle 2018E de 6,7%. Au-delà de cette date et à horizon 2029E, nous retenons un TCAM de 6,0%, supérieur aux prévisions de croissance du PIB sur le moyen terme.

A l'infini, nous retenons un taux de croissance de 5,0%. Celui-ci correspondrait au niveau normatif appliqué pour les marchés financiers comparables à la Tunisie et ce, pour des horizons de prévisions à long terme. Enfin, nous avons retenu un taux sans risque 10 ans de 9,4% observé durant la période de réalisation de notre enquête.

A cet effet, notre prime de risque prospective qui repose sur les hypothèses ci-dessous, ressort à 3,7% :

TCAM BÉNÉFICES 19E-21E	TCAM RN 22E-29E	CROISSANCE À L'INFINI (g)	Rf	Béta	Kcp	PRIME DE RISQUE
2,6%	6,0%	5,0%	9,4%	1,0	13,1%	3,7%

ANALYSE

Les résultats de cette méthode demeurent étroitement liés aux hypothèses de croissance formulées par AGR, 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 ont atteint un certain niveau de maturité, à travers des profils de croissance normalisés sur le long terme, la Bourse de Tunis en tant que place financière jeune, est loin de ce cas de figure. Le peu de recul que nous procure le marché tunisien nous prévient de construire un modèle fiable de prévisions à long terme. Au final, ceci réduit davantage l'intérêt de cette approche pour le cas de la Tunisie.

Source : Calculs & Estimations AGR

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. A cet effet, un questionnaire est adressé à un échantillon d'investisseurs préétabli, représentatif et valable statistiquement.

CALCUL

Afin de calculer une prime de risque représentative du marché Actions tunisien, nous avons identifié quatre 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 tunisien ressort ainsi à 3,9% 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 PAR CATÉGORIE D'INVESTISSEURS

	Pondération	Rentabilité exigée	Taux sans Risque*	Prime de risque
Institutionnels/OPCVM/Banques	35,0%	14,0%	9,4%	4,6%
Particuliers	35,0%	12,3%	9,4%	2,9%
Acteurs de Référence	20,0%	13,5%	9,4%	4,1%
Etrangers	10,0%	13,5%	9,4%	4,1%
Échantillon	100%	13,2%	9,4%	3,9%

*Taux sans risque observé durant la période de réalisation de notre enquête

ANALYSE

La méthode du sondage nous semble la mieux adaptée au marché tunisien puisque celle-ci fait l'objet d'un consensus des principaux acteurs du marché. De plus, cette méthode tient compte de plusieurs aspects qualitatifs qui sont négligés par les autres approches, il s'agit principalement :

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

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

SENIOR ANALYST

Ines Khouaja
+212 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

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

DIRECTEUR ECONOMIE

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

FINANCIAL ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Yves Ntchoumou
+237 233 43 14 46
n.ntchoumou@attijarisecurities.com
Douala

Actions

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 70 01 14 44
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Naoufal Bensalah
+237 2 33 43 14 46
n.bensalah@attijarisecurities.com

Taux / Change / Matières Premières

MAROC

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

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 09
m.hassounfilali@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 70 01 14 44
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'exhaustivité 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, reposer 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.

