

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







PRÉAMBULE

La prime de risque (PDR), qui représente la différence entre la rémunération minimale exigée par un investisseur pour la détention d'un actif risqué et le rendement des titres sans risque, susciterait aujourd'hui un grand débat au sein de la communauté financière en Tunisie.

En effet, la hausse significative des rendements souverains dans un contexte où le marché Actions demeure toujours une alternative de placement incontournable, nous interpelle quant au vrai niveau de PDR appliqué par les investisseurs en Bourse.

Rappelons que sur le plan pratique, la PDR permet la détermination du coût des fonds propres et conditionne le choix des investissements. C'est sur la base de son niveau que dépendent l'évaluation des sociétés et les stratégies d'allocation d'Actifs. A titre d'exemple, lors des exercices d'évaluation financière, un écart de quelques points sur la PDR a des conséguences sensibles sur la valorisation d'un titre coté. Dans le contexte actuel du marché financier en Tunisie, Il nous semble indispensable de pouvoir justifier un niveau de prime de risque plutôt qu'un autre.

Il n'existe pas de « formule magique » pour définir une PDR pour le marché Actions tunisien. Toutes les méthodes paraissent imparfaites. A cet effet, le principal objectif de ce document est de proposer la méthode qui nous semble la plus adaptée au contexte boursier actuel. Au terme de cet exercice, nos conclusions se déclinent comme suit :

- · La méthode historique ne semble pas être en parfaite cohérence avec les vraies exigences des investisseurs en Bourse. Tenant compte d'une PDR historique de 6,8% et d'un rendement souverain actuel de 8,8%, l'exigence de rentabilité des investisseurs se situerait théoriquement autour des 15,6%. Un tel niveau d'exigence sur le marché boursier se traduirait à priori, par une situation de vente excessive des « Actions » ;
- La méthode prospective est sujette à plusieurs biais. Il s'agit notamment du manque de visibilité concernant plusieurs aspects tels que : (1) les politiques de distribution des dividendes sur le long terme, (2) le choix du taux de croissance à long terme (g) et enfin, (3) l'évolution future de l'environnement politico-économique.

Dans ces conditions, l'objectif serait de déterminer une PDR sur un horizon d'investissement moyen terme qui ferait l'objet d'un consensus des acteurs financiers majeurs du marché tunisien. Cette PDR, calculée selon la méthode du sondage, intégrerait certains 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.

Au final, notre prime de risque relative au marché boursier tunisien est estimée à 4,4%. Selon nous, celle-ci reflèterait raisonnablement les exigences de rentabilité des investisseurs en Tunisie.

Inès Khouaja

Senior Analyst +216 31 34 13 10 khouaia.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

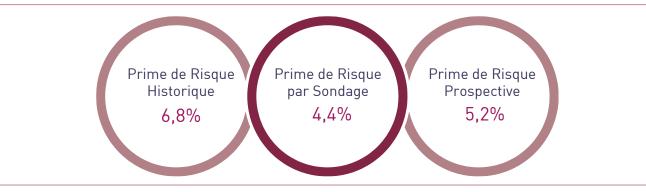
SYNTHÈSE DES TRAVAUX

Au terme de notre exercice d'estimation de la prime de risque Actions selon les différentes méthodes disponibles, nous aboutissons aux résultats suivants :

- La **Prime de Risque Historique** ressort à 6,8% au T4-2018. Ce niveau tient compte de la rentabilité annuelle moyenne de l'indice Tunindex sur un horizon de 15 ans, soit de 13,3%. 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 Trésors 10 ans s'établirait selon nos calculs autour des 6,6% durant la même période ;
- La Prime de Risque Prospective s'établit à 5,2% au T4-2018. Cette prime tient compte d'une croissance annuelle moyenne de la masse bénéficiaire des sociétés cotées de 5,3% sur la période 2018E-2020E. Au-delà de cette phase et à horizon 2028E, nous retenons un TCAM des bénéfices de 6,0%. Ce dernier est supérieur de 100 PBS par rapport au taux de croissance moyen de l'économie tunisienne sur un horizon long terme (soit de 5,0%);
- La **Prime de Risque par Sondage** ressort à 4,4% au T4-2018. 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 11,7%. Concernant les investisseurs étrangers, ces derniers affichent une exigence de rentabilité élevée, soit de 13,0% 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 7,3%. Celui-ci a été observé durant la période de réalisation de notre enquête.

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS OBTENUS SELON LES DIFFÉRENTES MÉTHODES



UN ARBITRAGE OPTANT POUR LA MÉTHODE DU SONDAGE

A 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 parmi les différentes approches.

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 04 décembre 2018. 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	10,9%	6,5%	4,4%
Sur 15 ans	13,3%	6,6%	6,8%

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 liés en partie aux opérations d'introduction en Bourse.

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 6,8%.

ANALYSE

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

- 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.

Source : Calculs AGR

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.

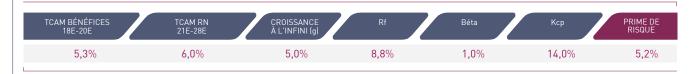
A cet effet, notre calcul de la prime de risque prospective repose sur l'actualisation des résultats nets prévisionnels du marché. Ainsi, le taux d'actualisation de la masse bénéficiaire future des sociétés cotées qui permet d'égaliser la capitalisation boursière de la cote équivaut à l'exigence de rentabilité 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 2018E-2020E un TCAM des bénéfices de 5,3% par rapport à une croissance au S1-2018 de 16,3%. Au-delà de cette date et à horizon 2028E, nous retenons un TCAM de 6,0%, légèrement 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 8,8% actuellement.

. A cet effet, notre prime de risque prospective qui repose sur les hypothèses ci-dessous, ressort à 5,2%



ANALYSE

Les résultats de cette méthode demeurent étroitement liés aux hypothèses de croissance formulées par notre Direction Recherche, 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.

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. A 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 ». A 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 4,4% 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%	11,0%	7,3%	3,7%
Particuliers	35,0%	11,8%	7,3%	4,5%
Acteurs de Référence	20,0%	12,5%	7,3%	5,2%
Etrangers	10,0%	13,0%	7,3%	5,5%
Échantillon	100%	11,7%	7,3%	4,4%

^{*}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.

Source : Sondage AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

DIRECTEUR ECONOMIE

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

SENIOR ASSOCIATE

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

SENIOR ASSOCIATE

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

ASSOCIATE

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

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Daouda Bamba +225 20 21 98 26 daouda.bamba@sib.ci Abidjan

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

Makrabi Bakayoko +225 5 22 21 98 26 makrabi.bakayoko@sib.ci Mohamed Lemridi +225 07 80 68 68 mohamed.lemridi@sib.ci **BROKERAGE - TUNISIE**

Maya Ghorbel +216 71 10 89 00 maya.ghorbel@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

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

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

CEMAC - GARON

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

ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa +202 27 97 04 80

mahmoud.bahaa@barclays.com

TUNISIF

Abdelkader Trad +216 70 01 14 44 trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Omar Ben Hallam +971 0 43 77 03 00 obenhallam@attijari-me.com

AVERTISSEMENT

eres 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

LIMITES DE RESPONSABILITÉ

LIMIES DE RESPUNSABILIE
L'investisseur adhet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Altijari 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

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.

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

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 Attijarient current d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADEQUALTION DES VISICE ITS 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

Ge document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être duptiqué, 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.

