

**DECISION ANRT/DG/N° 13/06 DU 18 DECEMBRE 2006  
FIXANT LE TAUX DE REMUNERATION DU CAPITAL  
POUR L'EVALUATION DES COUTS DE LA TERMINAISON  
FIXE ET DE LA BOUCLE LOCALE  
DE LA SOCIETE ITISSALAT AL-MAGHRIB  
POUR L'ANNEE 2007**

## LE DIRECTEUR GENERAL DE L'AGENCE NATIONALE DE REGLEMENTATION DES TELECOMMUNICATIONS,

Vu la loi n° 24/96 telle que modifiée et complétée relative à la poste et aux télécommunications,

Vu le décret n° n°2-97-1025 du 25/02/98 relatif à l'interconnexion tel que modifié et complété et notamment son article 20;

Vu la Décision n° ANRT/DG/N°03/06 du 17/04/06 désignant pour l'année 2007 les exploitants exerçant une influence significative sur les marchés particuliers des télécommunications ;

Vu la décision n° 03-03 du 28 novembre 2003 relative à la méthode de calcul du taux de rémunération du capital employé pour évaluer les tarifs d'interconnexion ;

Considérant le processus de négociation objet des réunions de travail tenues au siège de l'Agence ainsi que l'échange des correspondances entre ITISSALAT ALMAGHRIB et l'ANRT ;

### **Sur la méthode employée par l'Agence**

La méthode retenue par l'Agence pour le calcul du taux de rémunération du capital repose sur la formule du CMPC (Coût moyen pondéré du capital). C'est une moyenne pondérée entre :

- Le coût des capitaux propres, correspondant au taux de rentabilité demandé par les actionnaires de l'entreprise pour l'activité considérée,
- Le coût de la dette de l'opérateur.

Cette pondération est basée sur la structure cible d'endettement d'Itissalat Al- Maghrib.

#### La mesure du coût des capitaux propres :

Pour évaluer le coût des capitaux propres d'Itissalat Al-Maghrib pour ses activités FIXE, l'Agence a utilisé le modèle d'évaluation des actifs Financiers hybride ajusté (MEDAF hybride ajusté).

Cette méthode repose sur la formule suivante :

$$K_e = R_fG + R_c + \beta cIG \cdot \beta GG \cdot (RMG - R_fG) \cdot (1 - R^2)$$

et nécessite l'établissement des paramètres suivants :

- RfG, le taux sans risque sur le marché de référence global : La valeur du taux sans risque choisi par l'Agence est celle du rendement de l'indice FTSE Global Government E-Zone qui regroupe les obligations à 10 ans des Etats membres de la Zone Euro au 29 septembre 2006.  
Pour 2007, l'ANRT a retenu un taux sans risque moyen de **4%**.
- Rc, la prime de risque pays, l'Agence a retenu la différence de rendement entre le taux composite du Lehman Brothers Morocco Index pour le Maroc, et l'indice américain Lehman Brothers US Aggregate Index.  
Pour 2007, l'ANRT a retenu un taux de Risque Pays égal à **2.30%**.
- $\beta_{clG}$ , Le Bêta pays : C'est la pente de la régression entre les rendements de l'indice du marché local et celui du marché de référence. Compte tenu des caractéristiques de taille et de liquidité actuelles du marché marocain, Il apparaît aujourd'hui pertinent de mesurer le niveau d'intégration du marché boursier marocain (MASI) avec le marché de référence européen (FTSE Euro 300).  
Pour 2007, l'ANRT a retenu un bêta pays évalué à **1**.
- $\beta_{GG}$ , Bêta sectoriel (releveragé au niveau d'endettement désiré) obtenu par comparaison avec des acteurs cotés sur le marché européen, on utilise des opérateurs historiques qui réalisent trois grands types d'activités « Boucle locale », « Fixe hors Boucle Locale » et « Mobile ».  
Pour 2007, l'ANRT a retenu un bêta sectoriel pour l'activité Fixe hors boucle locale égal à **0.62%**.
- (RMG – RfG), la prime de marché : L'agence s'est référé aux résultats observés pour la prime de risque de marché en Europe. C'est une moyenne géométrique calculée à partir des indices FTSE Euro 300 pour les actions européennes et MSCI SDI Europe représentatif du taux sans risque sur une période longue de 12 ans. (résultat en ligne avec les autres estimations recensées).  
Pour 2007, l'ANRT a retenu une prime de marché égale à **4.57%**.
- R<sup>2</sup> le coefficient de détermination de la régression entre la volatilité des rendements du MASI et la variation du spread pays. Le ratio (1-R<sup>2</sup>) a été évalué pour l'année 2007 à **0.99**.

Pour calculer le coût des capitaux propres, il a été tenu compte du taux d'imposition des sociétés prévu en 2006 à savoir **35%**.

Le coût des capitaux propres a été évalué pour les activités Fixe hors boucle locale d'ITISSALAT ALMAGHRIB à **9,2%**.

### La mesure du coût de la dette :

Le coût de la dette est obtenu en ajoutant au taux sans risque une prime correspondant au risque de l'entreprise. Ce coût de la dette avant impôt a été évalué à **6.4%**, soit **4.16%** après impôt.

### L'endettement cible

L'endettement cible communiqué par ITISSALAT AL-MAGHRIB est de **7%**

### La désagrégation du bêta

La théorie financière soutient abondamment la nécessité de distinguer le niveau de risque en fonction des activités, même si celles-ci sont regroupées au sein d'une même entreprise. Ce principe est d'ailleurs largement supporté par les autres régulateurs du Monde ainsi que par l'existence d'actifs distincts pour chaque activité (boucle locale, réseau fixe, réseau mobile). Il résulte de ce principe que le bêta d'un opérateur est égal à la moyenne pondérée des bêtas des activités.

L'utilisation de cette méthode a permis notamment de séparer dans une première étape le bêta Mobile du bêta Fixe.

Ensuite et dans une deuxième étape, le bêta Fixe a été désagrégé en trois bêtas :

- Bêta Fixe hors boucle locale
- Bêta Boucle locale
- Bêta Autres

### Le calcul du CMPC :

Le CMPC servant pour l'évaluation du coût de l'activité Fixe hors boucle locale d'Itissalat Al-Maghrif s'établit selon cette méthode à la moyenne pondérée des deux valeurs précédentes (le coût des capitaux propres et le coût de la dette), à **8.9%** après impôt et à **13.7%** avant impôt.

S'agissant du taux réglementaire utilisé pour la tarification de l'usage d'un capital immobilisé, c'est le **taux de rémunération du capital avant impôt qui prévaut.**

### **Sur le CMPC relatif à l'activité « liaisons louées » d'ITISSALAT AL-MAGHRIB**

L'Agence considère que le risque associé à l'activité « Liaisons Louées » peut être assimilé au risque de l'activité Fixe hors boucle locale.

### **Sur les vérifications opérées en vue de l'adoption de cette décision**

Le recueil des données financières ainsi que l'analyse et la mesure du coût du capital sont des sujets sur lesquels l'Agence a sollicité une expertise extérieure spécialisée en Finance.

## **Décide :**

### **Article 1 :**

Le taux de rémunération du capital pour la terminaison **Fixe hors boucle locale et pour les liaisons louées** opérateurs est fixé à **13.7%** pour l'année 2007.

### **Article 2 :**

Le taux de rémunération du capital cités dans l'article 1 sera utilisé pour évaluer les **tarifs d'interconnexion Fixe d'ITISSALAT AL-MAGHRIB au titre de l'exercice 2007.**

### **Article 3 :**

Le taux de rémunération du capital pour l'évaluation du coût de l'activité « Boucle Locale » d'ITISSALAT ALMAGHRIB fera, ultérieurement l'objet d'une décision de l'ANRT ;

### **Article 4 :**

Le Directeur de la Concurrence et du Suivi des Opérateurs et le Directeur chargé de la Mission Réglementation, sont chargés, chacun en ce qui le concerne, de l'application de la présente décision qui sera notifiée à ITISSALAT AL-MAGHRIB et à MEDITELECOM.

**LE DIRECTEUR GENERAL DE L'AGENCE NATIONALE  
DE REGLEMENTATION DES TELECOMMUNICATIONS**

**MOHAMED BENCHAABOUN**