

**Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique**

**ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE**

**Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences  
financières et comptabilité**

**Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE**

**Thème :**

**Evaluation des entreprises dans le cadre  
de leur introduction en bourse : cas  
NCA-Rouïba**

**Elaboré par :**

**Encadré par :**

Melle SMAILI Sara Pr. AZOUANI Nacer

**Lieu de stage:** La commission d'organisation et de surveillance des opérations de Bourse (la COSOB)

**Période de stage :** Du 26 Février au 31 Mai 2022

**Année universitaire**

**2021-2022**

# REMERCIEMENTS

**« Tout d'abord on remercie le Bon Dieu pour sa Bienveillance »**

Le présent mémoire est le fruit et l'aboutissement de nos études à l'école préparatoire et l'école supérieure de commerce (ESC).

La réalisation de ce mémoire a été possible grâce à la participation de plusieurs personnes à qui nous voudrions témoigner toute notre reconnaissance.

Je tiens en premier lieu à exprimer ma gratitude et mes sincères remerciements à mon encadreur Mr. AZOUANI Nacer pour ses efforts fournis afin de nous aider, nous orienter et nous conseiller et aussi pour son entière disponibilité. Ses qualités personnelles et professionnelles resteront pour nous une immense source d'enrichissement. Qu'elle puisse trouver ici le témoignage de notre reconnaissance.

Nous remercions d'avance les membres du jury d'avoir fait l'honneur d'évaluer ce mémoire.

Enfin, j'exprime ma reconnaissance envers ma famille et tous mes amis pour leur soutien qui m'a été d'un grand appui et réconfort de proche ou de loin.

# DÉDICACES

Je dédie ce présent travail à mes chers parents « HANIFA & ALI » qui ont su me soutenir durant tout mon parcours scolaire et universitaire et qui ont toujours été présent à chaque instant de ma vie et qui ont toujours tous fait pour participer à la réalisation de mes vœux.

Maman, Papa, je ne vous remercierai jamais assez!

A mes chers frères et sœurs et toute ma famille sans oublier mes deux grandes mères ZOHRA & KHADIJA et à tous mes proches pour leur soutien durant mon parcours.

Aussi à mes chères amies que je considère comme des sœurs SOUMIA, HAYET et FARAH et le coach du sport KHAROUBI Mouhamed pour leur soutien moral tout au long de ce travail.

A mon amie qui m'a fourni aide et soutien moral indéfectible tout au long de ce travail et contribuer par son grand cœur à la réalisation de ce mémoire : AMIRA. A mes amis de toujours

# SOMMAIRE

Introduction générale .....	ABCDE
Chapitre 01 : L'introduction des sociétés en bourse.....	01
Introduction du chapitre 01.....	01
Section 01 : Généralités sur le marché financier.....	03
Section 02 : L'introduction en bourse.....	19
Section 03 : Présentation de la bourse d'Alger.....	24
Conclusion du chapitre 01.....	37
Chapitre 02 : L'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse.....	39
Introduction du chapitre 02 .....	39
Section 01 : Généralités sur les fondements de valeur.....	40
Section 02 : L'évaluation d'entreprise.....	45
Section 03 : Les méthodes d'évaluation d'entreprise.....	52
Conclusion du chapitre 02.....	90
Chapitre 03 : L'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse.....	91
Introduction du chapitre 03.....	92
Section 01 : Présentation de l'entreprise « NCA-Rouïba ».....	93
Section 02 : Le diagnostic global de l'entreprise NCA-Rouïba.....	104
Section 03: La valorisation de l'entreprise NCA-Rouïba.....	114
Conclusion du chapitre 03.....	133
Conclusion générale.....	136
Bibliographie	

# RÉSUMÉ

Notre travail intitulé « évaluation des entreprises dans le cadre de leur introduction en bourse : cas de NCA-Rouïba » a pour objet de répondre à la problématique suivante : Comment peut-on évaluer des entreprises dans le cadre leur introduction en bourse ? Les méthodes d'évaluation convergent-elles vers le même prix ?

Ainsi notre recherche s'est focalisée d'un côté sur la présentation de marché financier algérien et ses fondements et les procédures d'introduction à ce marché. D'un autre coté la présentation des différentes méthodes d'évaluation utilisées lors de l'introduction des entreprises à ce marché afin de proposer le meilleur prix par action aux futurs actionnaires.

Pour répondre à cette problématique nous estimons utile de prendre et faire la valorisation d'une entreprise algérienne cotée à la bourse d'Alger (NCA-Rouïba), en utilisant les différentes méthodes d'évaluation:

- ❖ L'approche patrimoniale (ANC, ANCC, Good will);
- ❖ L'approche dynamique (flux financiers : méthode d'Irving Fisher, Gordon Shapiro et Bates; flux économique : DCF, EVA et MVA), v
- ❖ L'approche analogique (les comparables multiples).

Cette étude nous a amené à déduire que toutes les méthodes d'évaluation ne convergent pas vers le même prix et le choix de la méthode d'évaluation dépend des caractéristiques de chaque entreprise.

**Mots clés :** Marché financier, introduction en bourse, évaluation d'entreprise, diagnostic, valeur, fourchette de valeur,....

## **ABSTRACT**

Our work entitled " valuation of the companies within the framework of their introduction on the stock exchange: case of NCA-Rouïba" aims to answer the Following problematic: How can we value a company during its introduction on the stock exchange, which type of methods of valuation adopted by NCA-Rouiba? Do the different methods of valuation using by NCA-Rouiba converge towards the same price?

Thus our research focused on the one hand on the presentation of the Algerian financial market and its foundations and the procedures of introduction to this market. On the other hand, the presentation of the different evaluation methods used during the introduction of companies to this market in order to get the best price per share to future shareholders.

To answer this problem we consider useful to take and make the evaluation of an Algerian company listed on the Algiers stock exchange (NCA-Rouïba), using the different methods of evaluation:

- ❖ The patrimonial approach (ANC, ANCC, Good will);
- ❖ The dynamic approach (financial flows: Irving Fisher, Gordon Shapiro and Bates method; economic flows: DCF, EVA and MVA)
- ❖ The analogical approach (multiple comparables).

This study has led us to deduce that not all the evaluation methods converge to the same price and the choice of the evaluation method depends on the characteristics of each company.

**Keywords:** Financial market, the initial public offering (IPO), company evaluation, diagnostic, value, value range,....

# LISTE DES TABLEAUX

Tableau N°	Titres	Pages
1	Les droits d'un détenteur d'action	10
2	Conditions particulières de l'introduction en bourse d'Alger	36
3	Les principales données à recueillir pour l'évaluation d'une entreprise	46
4	Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation	48
5	Correction des immobilisations incorporelles	54
6	Correction des immobilisations corporelles	54
7	Correction de l'actif circulant	56
8	Estimation de l'ANRE et son résultat associé	62
9	Calcul des cash-flows de BIOPHARM	78
10	Présentation d'un échantillon d'entreprise comparable à BIOPHARM	79
11	Régression linéaire – méthode des multiples comparables (millions de dinars)	80
12	Synthèse des résultats de l'évaluation (millions de dinars)	80
13	Calcul de l'ANC d'Alliance Assurances	81
14	Calcul de l'actif net prévisionnel d'Alliance Assurances	82
15	Synthèse et résumé des évaluations d'Alliance Assurances	84
16	Calcul des cash-flows d'AOM Invest	86
1	La matrice SWOT de NCA-Rouïba	102
18	Actif des bilans financiers des années 2009, 2010 et 2011(En milliers de DA)	105
19	Passif des bilans financiers des années 2009, 2010 et 2011 (En milliers de DA)	106
20	Bilan financier condensé de l'année 2009(En milliers de DA)	107
21	Bilan financier condensé de l'année 2010(En milliers de DA)	107
22	Bilan financier condensé de l'année 2011(En milliers de DA)	107
23	Calcul du Fonds de roulement net(En milliers de DA)	109
24	Calcul du Besoin en fonds de roulement(En milliers de DA)	109
25	Calcul de la trésorerie net(En milliers de DA)	109
26	Evolution des SIG(En milliers de DA)	110
27	Capacité d'autofinancement(En milliers de DA)	111
28	Les ratios de structure	111
29	Les ratios de rentabilité	112
30	Bilan simplifié de NCA Rouïba de l'année 2012	113
31	Réévaluation de l'actif de NCA Rouïba (bâtiments et terrains)	115
32	Calcul du coût des fonds propres Ke de NCA Rouïba	116
33	Calcul des superprofits de NCA Rouïba(en milliers de DA)	117
34	Calcul des superprofits actualisées (en milliers de DA) de NAC-Rouïba	117
35	La valeur de l'action de NCA Rouïba selon l'approche patrimoniale	118
36	Calcul des dividendes de NCA Rouïba(en milliers de DA)	119
37	La valorisation de la NCA-Rouïba par le model de Bates (En milliers de DA)	120
38	Test de sensibilité de la valorisation par le model de Bates (En milliers de DA)	121
39	Calcul des cash-flows : de NCA Rouïba(en milliers de DA)	122

<b>40</b>	Calcul des CF actualisés de NCA Rouïba(en milliers de DA)	123
<b>41</b>	Présentation des multiples boursiers d'entreprise comparables à NCA Rouïba	124
<b>42</b>	Synthèse de l'approche analogique de NCA Rouïba	125
<b>43</b>	Calcul de l'actif économique de NCA Rouïba (en milliers de DA)	125
<b>44</b>	Calcul de l'EVA de NCA Rouïba(en milliers de DA)	126
<b>45</b>	Calcul de l'MVA de NCA Rouïba(en milliers de DA)	127
<b>46</b>	Synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de NCA Rouïba	128

## **LISTE DES FIGURES**

<b>figure N°</b>	<b>Titre</b>	<b>Page</b>
<b>1</b>	Organigramme de la société NCA-Rouïba	<b>99</b>
<b>2</b>	La notion de l'ANC	<b>53</b>

# LISTE DES ABRÉVIATIONS

<b>Abréviation</b>	<b>Désignation</b>
<b>ANC</b>	Actif Net Comptable
<b>ANR</b>	Actif Net Réévaluée
<b>BFR</b>	le Besoin en Fonds de Roulement
<b>BVMT</b>	La bourse des valeurs mobilières de Tunis
<b>CA</b>	Chiffre d'Affaire
<b>CAF</b>	Capacité d'Autofinancement
<b>CFs</b>	Cash-Flow
<b>CMPC</b>	Coût Moyen Pondéré de Capital
<b>CNF</b>	Le Conseil du Marché Financier
<b>COSOB</b>	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
<b>Cp</b>	Capitaux Propres
<b>CPNE</b>	les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation
<b>CI</b>	Capitaux investis
<b>CE</b>	Capitaux engagés
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow
<b>DA</b>	Dinar algérien
<b>DAA</b>	Dotation aux amortissement
<b>DCF</b>	Discounted Cash-Flow
<b>DDM</b>	Dividend Discount Model DDM
<b>DIV</b>	Dividende
<b>DCT</b>	Dette à Court Terme
<b>DLMT</b>	Dette à Long Terme
<b>E</b>	Valeur des fonds propres
<b>EBE</b>	Excédent Brut d'Exploitation
<b>EBIT</b>	Earnings Before Interest and Tax
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
<b>EVA</b>	Valeur Ajoutée économique
<b>FCP</b>	les Fonds Communs de Placement
<b>FSIE</b>	Le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi
<b>FCF</b>	Free Cash Flow
<b>FP</b>	Fonds Propres
<b>FRN</b>	Fonds de Roulement Net
<b>GW</b>	Goodwill
<b>IBS</b>	Impôt sur le Bénéfice des Sociétés
<b>IOB</b>	Les Intermédiaires en Opération de Bourse
<b>JNSD</b>	Juice, Nectars, Still Drinks
<b>Ke</b>	Cout des Capitaux Propres
<b>MDA</b>	Nouvelle Conserverie Algérienne
<b>MEDAF</b>	Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers

<b>MVA</b>	Valeur économique de marché
<b>NCA</b>	Nouvelle Conserverie Algérienne
<b>NOPAT</b>	Net Operating Profit After Tax
<b>OAT</b>	Obligations Assimilables de Trésor
<b>OC</b>	Obligations Convertibles
<b>OEA</b>	Obligations Echangeables en Actions
<b>OPA</b>	Les offres publiques d'achat
<b>OPCVM</b>	Organismes de Placement Collectif en Valeur Mobilières
<b>OPE</b>	Les offres publiques d'échange
<b>OPF</b>	Offre à Prix Ferme
<b>OPM</b>	Offre à Prix Minimum
<b>OPO</b>	Offre à Prix Ouvert
<b>OPR</b>	Les offres publiques de retrait
<b>OPV</b>	Les Offres Publiques de Vente
<b>PER</b>	Price Earnings Ratio
<b>PME</b>	La Petite et Moyenne Entreprise
<b>RCAI</b>	Résultat Courant Avant Impôt
<b>ROCE</b>	Return On Capital Employed
<b>SARL</b>	Société à Responsabilité Limitée
<b>SB</b>	Sociétés de Bourse
<b>SGBV</b>	La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs
<b>SICAV</b>	Sociétés d'Investissement à Capital Variable
<b>SIG</b>	Système Intermédiaire de Gestion
<b>SP</b>	Superprofit
<b>SPA</b>	Société Par Actions
<b>TCR</b>	Tableau des Comptes de Résultat
<b>VA</b>	Valeur Ajoutée
<b>VD</b>	Valeur Disponible
<b>VE</b>	Valeur d'exploitation
<b>VE</b>	Valeur de l'entreprise
<b>VI</b>	Valeur Immobilisé
<b>VR</b>	Valeur Réalisable
<b>VSB</b>	la Valeur Substantielle Brute
<b>VSR</b>	la Valeur Substantielle Réduite
<b>VT</b>	Valeur Terminale

# **INTRODUCTION GÉNÉRALE**

## **Introduction générale**

### **Introduction générale :**

Dans un marché concurrentiel le but majeur des entreprises est de trouver et conquérir de nouvelles parts de marché et pour poursuivre leurs objectifs de croissance et de compétitivité, ces entreprises font face à d'importants besoins de financements et elles se heurtent à l'insuffisance des fonds propres de leurs développements. Les ressources internes ne suffisent pas pour le financement de ces entreprises. Celle-ci opte pour des ressources externes.

Généralement les entreprises s'orientent vers un financement par crédit bancaire mais les établissements de crédits ne pouvant satisfaire pleinement les besoins de financement de ces entreprises. Afin de se détacher d'une économie d'endettement à un nouveau contexte d'économie, notre pays passe à l'économie de marché et voit naître en 1993 la bourse d'Alger selon le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété par la loi 03-04 de 17 février 2003, qui l'a définie comme étant le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales et droit public, ainsi que les sociétés par actions. Bien évidemment le marché boursier est le lieu de rencontre d'une offre de capitaux à long terme et d'une demande solvable.

L'introduction en bourse est une décision stratégique avec une grande importance dans la vie des entreprises. A ce terme, la bourse d'Alger compte six entreprises cotées : deux entreprises publiques ( Saidel et EGH Aurassi), trois entreprises privées (Alliance Assurance, Biopharm et NCA Rouiba ) et la dernière est une PME, elle introduite en décembre 2018 (AOM invest).

La bourse apparaît comme une source possible et complémentaire de financement en cas d'autofinancement limité et d'endettement coûteux.

Donc l'introduction en bourse est une opération financière consiste à mettre en vente des titres d'une société afin d'avoir accès aux marchés de capitaux et d'extérioriser la valeur de l'entreprise.

L'Algérie n'est pas en reste de ce mouvement. Malgré un timide début la Bourse d'Alger a vu l'introduction de plusieurs entreprises de différents secteurs d'activités. De 2010 à 2016, trois nouvelles entrées en Bourse ont eu lieu. Le succès qu'ont connu les introductions des six entreprises déjà citées mérite notre intérêt. Dans le monde entier, les pays exigent des conditions spécifiques et un processus complexe pour l'introduction en bourse. Cette dernière nécessite une évaluation des entreprises à travers plusieurs méthodes. Les différentes

## **Introduction générale**

méthodes d'évaluation et de valorisations des entreprises ont pour le but de déterminer une fourchette de prix pour l'entreprise introduite utilisé comme base de négociation pour la transaction, d'où l'importance du métier d'évaluation qui préoccupe les investisseurs et les décideurs.

Les méthodes d'évaluation utilisées diffèrent d'une entreprise à l'autre. Il existe trois approches d'évaluation : l'approche patrimoniale qui se base sur ce que l'entreprise possède, l'approche dynamique qui valorise l'entreprise grâce à ce qu'elle rapportera dans le futur et l'approche analogique qui est basé sur des comparables multiples d'entreprises similaires dans la détermination de la valeur d'une entreprise.

Les évaluations d'entreprise deviennent de plus en plus populaires et sont maintenant effectuées pour de nombreuses autres raisons, par exemple dans le cas de la recherche de financement, introduction en bourse, etc.

Dans ce contexte, nous essayerons a travers notre travail d'apporter des éclaircissements et des éléments de réponse à la problématique suivante : **Comment peut-on évaluer des entreprises dans la cadre de leur introduction en bourse, quelle sont les méthodes d'évaluation adopte par NCA-Rouiba lors de l'introduction en bourse? Les méthodes d'évaluation adoptées par NCA-Rouiba convergent-elles vers le même prix ?**

De cette question principale, découlent les questions subsidiaires suivantes :

**Question 1** : Comment déterminer la valeur des entreprises cotées ?

**Question 2** : Quelle est la meilleure méthode pour déterminer la valeur d'une entreprise ?

**Question 3** : Les méthodes d'évaluation adoptées par NCA-Rouiba convergent-elles vers le même prix ?

Pour répondre à ces questions, nous proposons les hypothèses suivantes qui sont basées sur des théories déjà existantes afin de les vérifier empiriquement :

**Hypothèse 1** : Pour déterminer la valeur des entreprises on utilise plusieurs méthodes d'évaluation dont les principales sont les modèles actuariels, les approches de marché et les méthodes patrimoniales.

## **Introduction générale**

**Hypothèse 2** : La meilleure méthode d'évaluation est une inexistante parce que chaque méthode utilisée a des avantages et des inconvénients.

**Hypothèse 3** : Toutes les méthodes d'évaluation de l'action adoptées par NCA-Rouiba convergent vers le même prix.

## **Objectif de travail**

L'objectif de ce travail de recherche est de présenter l'ensemble des techniques et des méthodes d'évaluation des entreprises Algériennes cotées en bourse, est d'étudier l'impact de l'introduction en bourse sur la valeur de ces entreprises, cela bien sûr après savoir l'opération de l'introduction en bourse et la détermination de valeur à travers les différentes approches financières et comptables.

## **Choix et intérêt de sujet**

Nous avons choisi ce thème de mémoire de l'évaluation des entreprises dans le cadre de leur introduction en bourse, d'une part car l'évaluation des entreprises est une opération d'une grande sensibilité, elle présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier, elle mobilise diverses compétences (comptables, financières, économiques et techniques). D'autre part, On s'est focalisé sur l'évaluation des entreprises dans le cadre de leur introduction en bourse à cause de la faible représentation des entreprises algériennes sur le marché boursier.

## **Méthodologie de travail**

Afin de répondre à notre problématique de recherche, il est nécessaire de procéder à une revue de littérature qui nous a permis d'exposer les différents concepts liés à notre travail et de réunir toutes les éléments qui permettent une bonne compréhension du notre sujet. Par la suite nous allons tenter de présenter les différentes méthodes d'évaluation d'entreprises en distinguant entre tous ces méthodes.

Enfin, nous tenterons d'illustrer chaque méthode d'évaluation présentée à travers le cas d'une introduction en bourse d'une entreprise nationale ayant eu lieu ces dernières années. Pour ce faire, une étude de Notices d'information sera réalisée afin de collecter les informations nécessaires à l'élaboration du travail d'évaluation, puis les analyser et interpréter puis comparer les résultats obtenus, qui constituent la dernière étape de notre travail.

# **Introduction générale**

## **Structure de travail**

Notre travail de recherche s'articule autour de trois chapitres :

Chapitre I : L'introduction des sociétés en bourse, dans ce chapitre théorique, nous présentons les fondements du marché financier et l'introduction en bourse. Aussi, l'organisation et fonctionnement de la bourse de façons générale et une présentation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger.

Chapitre II : L'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse, traite les différentes méthodes d'évaluation des entreprises cotées à la bourse.

Chapitre III : Etude de cas d'une entreprise algérienne cotée en bourse : dans ce chapitre nous choisissons une entreprise cotée en bourse, c'est la Nouvelle Conserverie Algérienne (NCA-Rouiba). Nous allons illustrer dans ce chapitre chaque méthode d'évaluation, à travers le cas d'une introduction en bourse d'entreprise privée NCA-Rouïba, ayant lieu ces dernières années. Mais avant de commencer l'évaluation par les différentes méthodes, la réalisation du diagnostic de l'entreprise s'avère comme une étape indispensable dans l'évaluation de l'entrepris

# **Chapitre 01 :**

# **L'introduction des**

# **sociétés en bourse**

# **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

### **Introduction du chapitre 01**

Les entreprises disposent différents modes de financement au cours de leurs vies pour trouver et conquérir de nouvelles parts de marché et poursuivre leurs objectifs de croissance et de compétitivité. Ces entreprises font face à d'importants besoins de financement, ces besoins peuvent être financés soit par des capitaux d'origine interne (l'autofinancement) et/ou des capitaux d'origine externe (emprunt).

Le marché financier comme mode de financement externe est le lieu de rencontre directe entre acteur (acheteurs et vendeurs) à capacité de financement et d'autres à besoin de financement. Ce marché est devenu le mode de financement le plus recherché, il a pris une place importante dans l'économie mondiale et il est devenu aussi un mode de passage indispensable pour un pays désirant passer d'une économie d'endettement à une économie de marché.

La première émission de titres sur le marché financier est une introduction en bourse. Il s'agit d'une société fermée, dont le capital est détenu par un nombre limité d'actionnaires à une société ouverte dont le capital peut être détenu par le public. Cette dernière représente une réelle opportunité et offre de multiples avantages. Cette dernière opération s'effectue soit, lors d'une création d'une société par actions, ou pour une augmentation de capital. L'introduction en bourse se fait soit par la vente d'actions au public (ouverture ou augmentation de capital), soit par l'émission d'obligation au public.

La première section de ce chapitre est consacrée à présenter le marché financier d'une manière générale, son rôle, ses différents compartiments et intervenants. Dans la deuxième section nous présentons l'opération d'introduction des sociétés en bourse et les procédures d'introduire. La troisième section servira à la présentation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger.

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## Section 01 : Généralités sur le marché financier

### 1. Définition

« Le marché financier est tout d'abord un marché de valeur mobilière qui consiste une forme nouvelle de la richesse dont l'importance est allée en grandissant. Celle-ci sont des titres négociables qui représentent soit des droits d'associés soit droits de créances, qui sont susceptible de procurer des revenus à leurs détenteurs »<sup>1</sup>

il a aussi été défini comme suit : « le marché financier est un marché de capitaux de longue durée qui représente l'ensemble des offres et des demandes de capitaux pour la souscription au capital social des entreprises et des placements à long terme »<sup>2</sup>

Referons-nous aux définitions de quelques économistes pour donner une définition à ce marché :

Selon **Pierre Cyrille Hautecoeur** : « en théorie, les marchés financiers incluent l'ensemble des moyens par lesquels les instruments financiers sont échangés librement, que ce soit entre un prêteur (marché primaire) ou entre détenteur de ces titres (marché secondaire) »<sup>3</sup>

D'après **NEUVILLE Sébastien** : « le marché financier est habituellement défini comme le marché des capitaux disponibles, c'est-à-dire des capitaux offerts par des investisseurs pour répondre à un besoin de financement, un tel besoin de financement pour prévenir d'entreprise ou même d'organismes publics »<sup>4</sup>

Enfin d'après **Priolon Joël** : « les marchés financiers sont des marchés sur lesquels sont négociés des instruments financiers »<sup>5</sup>

Pour résumer, le marché financier est un marché de capitaux à long terme. Il représente le lieu de rencontre entre les offreurs et les demandeurs de capitaux, il est le lieu d'émission et d'échange des valeurs mobilières entre les agents économiques à capacités de financement et les agents économiques à besoin de financement.

Les demandeurs de capitaux (les émetteurs) sur le marché financier sont généralement l'Etat, les collectivités locales et les entreprises publiques ou privées.

Les offreurs de capitaux (les investisseurs) sur ce marché sont généralement les particuliers, les entreprises et les investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurances, OPCVM...).

---

<sup>1</sup> Choinel A et Rouyer G, "le marché financier structure et acteur", édition d'organisations, Paris, 1998, P40

<sup>2</sup> Dustan D, Economie et le marché des capitaux, Revus Banque, 1985.

<sup>3</sup> P.C.Hautcoeur, «MARCHES FINANCIERS ET DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES : une approche historique regards croisés sur l'économie», 2008/1, N°3, P159-172

<sup>4</sup> NEUVILLE.S,«droit de la banque et des marchés financiers», éd PUF, Paris, 2005,P12

<sup>5</sup> J.Priolon Joël, «les marchés financiers», Agro Paris Tech, Décembre 2012, P04

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

Les différents instruments financiers présentés sur ce marché sont les valeurs mobilières, les titres émis par les organismes de placements collectifs ainsi que les produits dérivés.

## 2. Les typologies du marché financier

Le marché financier est un segment de marché de capitaux qui organise la rencontre entre les acteurs ayant des excédents de financement et ceux-ci ont des besoins de financement afin de combler leur déficit et financer leurs activités.

Il se subdivise en :

### 2.1 Le marché primaire et le marché secondaire

Le marché primaire est le marché de neuf ou d'émission. Il constitue le point de départ, il représente le lieu de rencontre première et directe des agents économiques à capacité de capitaux où ils acquièrent des actions ou des obligations émises par des entreprises à besoins de capitaux. Ces dernières contribuent à ce marché par l'émission d'emprunts obligataires ou en effectuant des opérations de constitution de capital social ou d'augmentation de capital en numéraire des sociétés.

L'accès à ce marché est limité aux émetteurs, aussi la durée de souscription est limitée contrairement au marché secondaire. Le prix des actifs financiers émis sur ce marché correspond à la valeur de l'entreprise émettrice.

Le marché secondaire est la bourse aussi appelé le marché d'occasion. Celui-ci est le lieu physique ou non d'échange des valeurs mobilières déjà émises et souscrites sur le marché primaire. Le prix des actifs financiers émis sur ce marché est déterminé selon la confrontation de l'offre et la demande.<sup>6</sup>

La relation entre ces deux marchés est complémentaire. La garantie de pouvoir revendre un titre en cas de besoin de liquidités sur ce marché secondaire est la raison pour laquelle un agent économique achète ce titre neuf sur le marché primaire.<sup>7</sup>

### 2.2 Le marché gris

Le marché gris est un marché temporaire qui apparaît avec le marché primaire et se termine à l'ouverture du marché secondaire. Il se définit comme marché secondaire permettant aux professionnels d'échanger entre eux des titres en cours d'émission en disposant d'une cotation informelle avant les cotations officielles.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> E. Zamble-BI, «comprendre et pratiquer la bourse». Harmattan, Paris, 2017, P15

<sup>7</sup> Y. Badjou, Y. Boumezirene, « introduction des petites et moyennes entreprises en bourse : cas de PME algérienne», mémoire de master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016, P46

<sup>8</sup> L. Aknioune, K. Ben Bouabdellah, «la procédure d'introduction en bourse : cas du groupe BIOPHARM», mémoire de master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016, P22

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## 2.3 Le marché réglementé et le marché de gré à gré

- **marché réglementé** : ce marché est régi par des lois, des règles de fonctionnements et des conditions d'accès, d'admission en négociation qui sont édictés, établies ou approuvés par des autorités à habilité (AMF en France, CDVM au Maroc, COSOB en Algérie...)

- **marché non réglementé ou marché de gré à gré** : sur ce marché, il n'existe aucune réglementation, en effet, chaque transaction est organisée selon les règles convenues entre l'acheteur et le vendeur.<sup>9</sup>

## 2.4 Le marché au comptant et le marché à terme

Sur le marché au comptant, après la négociation entre l'acheteur et le vendeur l'exécution de l'opération s'effectue immédiatement. Tandis qu'il a un temps différé entre la conclusion et l'exclusion de l'opération sur le marché à terme dans le but de spéculer en espérant que le cours à l'échéance sera avantageux que le cours au comptant. Le premier marché est un marché de produits dérivés et le second est un marché de financement.<sup>10</sup>

## 2.5 Le marché continu et le marché fixing

Dans un marché de fixing, l'équilibre des offres d'achats et de ventes permet de déterminer un prix unique pour toutes les transactions à chaque séance de fixing ce qui maximise le volume total de l'échange. Les transactions effectuées sont multilatérales.<sup>11</sup>

Sur le marché continu les ordres sont transmis à tout moment et exécutés à chaque fois qu'ils trouvent une contrepartie donc pour chaque transaction est associé un nouveau cours. Les transactions sont bilatérales.<sup>12</sup>

## 2.6 Le marché régi par les ordres et le marché régi par les prix

Dans le marché régi par les ordres, la confrontation directe des ordres d'achats et des ordres de ventes détermine le cours selon les trois règles d'unités : de temps, de lieu et d'action. Les ordres sont transmis à l'aide d'un courtier. Ce dernier n'a pas d'influence sur le cours et se rémunère par un courtage. Dans le marché régi par les prix, chaque teneur de marché propose deux prix, un prix auquel il est prêt à vendre (Ask) et un prix inférieur au premier pour lequel il est prêt à acheter (Bid) donc il y a un prix de détail et un prix de gros ce qui rend le cours différent. Sur ce marché il y a autant de prix que d'intervenants et l'intermédiaire est une contrepartie c'est un market maker.<sup>13</sup>

---

<sup>9</sup>S. CHahed, F. CHEbab, «le rôle du marché financier dans le financement des entreprises : étude comparative Algérie, Egypte, Maroc et Tunisie», mémoire de master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016, Page 18

<sup>10</sup>A.D. Merville, «droits des marchés financiers», Gualino édition, Paris, 2006, P41

<sup>11</sup>A. Belharet, «l'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse : étude comparative Algérie, Tunisie, Maroc», mémoire de master en science économique, Ecole supérieure de commerce de Kolea, 2020, P5

<sup>12</sup>S. Boussi, «Microstructure et performance des marchés financiers», mémoire maîtrise en actuariat et finance, Institut des Hautes études commerciales de Sousse (Tunisie), 2007, P26

<sup>13</sup>M. Fleuriot, Y. Simon, «BOURSE ET MARCHÉS FINANCIERS», 2ème édition, ECONOMICA, Paris, 2003, P27

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## 3. Les acteurs intervenants sur le marché financier

### 3.1 Les émetteurs

Ce sont tout agent économique à besoin de financement qui fait appel aux épargnants pour obtenir des fonds à travers l'émission de titres. Ils doivent en contrepartie suivre les règles régis par l'autorité de marché.<sup>14</sup>

Ces derniers sont :

- L'Etat ;
- Les institutions financières ;
- Les services publics ;
- Les sociétés étrangères ;
- Les entreprises industrielles et commerciales ;

### 3.2 Les investisseurs

Toute personne morale ou physique souhaitant acheter ou vendre des produits financiers est un investisseur. Ce dernier peut être les particuliers qui veulent placer leurs épargnes, ils constituent généralement la catégorie de petits porteurs, les entreprise ou investisseurs institutionnels, donc on trouve :

- Les compagnies d'assurances ;
- Les caisses de retraite ;
- La caisse de dépôt et consignation ;
- Les organismes de gestions collectives des titres (SICAV; FCP)

### 3.3 Les intermédiaires

Ce sont des entreprises d'investissement et des établissements de crédits qui jouent le rôle de prestataire de service d'investissement pour le compte des investisseurs et les émetteurs qui sont recours à la bourse.

Ces derniers sont :

- les sociétés de bourse ;
- les banques ;
- les sociétés de gestion de portefeuille

Sur le marché boursier, les activités d'un intermédiaire sont :

- collecter, transmettre et traiter les ordres
- exécuter les ordres
- La compensation (opérations règlement/ livraison de titres)

---

<sup>14</sup> Le Saout, Op. Citée., P119/129

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

- la gestion de portefeuille

## 3.4 Les instances de réglementation et d'organisation

Chaque marché boursier est contrôlé et organisé par une autorité de tutelle. Cette dernière a pour objet de veiller au bon déroulement des échanges sur le marché et la protection des investisseurs. A titre d'exemple on peut citer l'autorité des marchés financiers AMF (France), la commission de surveillance des opérations de bourse COSOB (Algérie), le conseil du marché financier CMF (Tunis) et l'autorité marocaine du marché des capitaux AMMC (Maroc).<sup>15</sup>

## 3.5 Les analystes financiers

Ils travaillent au service des banques, investisseurs professionnels et sociétés de bourse pour établir des prévisions d'activités et de bénéfices. Leur rôle est d'apprécier la valeur des sociétés et de juger l'évaluation des cours des actions cotés en se basant sur une analyse et un diagnostic industriel et économique qui prend en compte de la stratégie des entreprises.<sup>16</sup>

## 4. Les différents instruments financiers (les valeurs mobilières)

Une valeur mobilière est un titre financier émis par une entité juridique (société, collectivité, organisme public ou privé...). Il est généralement négociable sur le marché financier. Parmi les valeurs mobilières les plus répandues, on peut citer :

### 4.1 Les actions

#### 4.1.1 Définition

Selon **Philip. Spieser** : « une action est un titre de propriété représentant une fraction du capital d'une société. C'est une valeur mobilière négociable sur un marché boursier, plus rarement de gré à gré. L'action donc est un titre négociable dont la liquidité est normalement assurée si le titre est coté en bourse. Pour les sociétés non cotés, la négociabilité est assurée par les transactions de gré à gré »<sup>17</sup>

Et d'après **Erwan le Saout** : « l'action est un titre financier représentatif d'une part de propriété d'une société. Elle est attribuée en rémunération d'un apport fait à la société soit lors de sa création, soit à l'occasion d'augmentation de capital. L'apport peut s'effectuer en numéraire ou en nature ou à la suite d'une conversion d'une créance sur la société en action »<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup> M. Benchabane, Op. Citée., P14

<sup>16</sup> T. Bessadi, T.Laib, «le rôle du marché financier de la financement des PME : étude comparative : Algérie, Maroc et Tunisie», mémoire de master en sciences économiques, université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015, P51

<sup>17</sup> P. Spieser , «LA BOURSE», Edition Vuibert, Paris, 2004, P31

<sup>18</sup> E. le Saout, Op.Citée, P51

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

On résume que, l'action est un titre de propriété, qui représente la contrepartie d'un apport en numéraire ou/et en nature, destiné à constituer le capital d'une société, ce dernier confère à son détenteur appelé "actionnaire" des droits et des obligations.

### **4.1.2 Typologies des actions**

#### **Action en capital en numéraire**

C'est des actions ordinaires souscrites en numéraire c'est-à-dire leur montant a été versé en espèce lors de l'émission. Il s'agit des titres que l'on rencontre le plus fréquemment sur le marché.<sup>19</sup>

#### **Action privilégiée**

Les détenteurs d'actions privilégiées jouissent d'un dividende annuel fixe. En cas de liquidation, ses détenteurs seront remboursés avant les détenteurs d'actions ordinaires dont les dividendes est variable.<sup>20</sup>

#### **Actions à dividendes prioritaires (ADP)**

Ses titres permettent à leurs détenteurs d'avoir un dividende plus élevé en contrepartie renoncer à leurs droits de vote. Le nombre ADP ne peut pas dépasser un quart du nombre d'actions constituant le capital.<sup>21</sup>

#### **Actions de jouissance**

Action de jouissance peut être également appelée action amorti, lorsqu'une société décide d'amortir son capital en remboursant tout ou partie de valeur nominal, des actions à titre d'avance sur le produit de liquidation future on parle d'action de jouissance.

#### **Actions à bon de souscription d'actions (ABSA)**

Ce sont des actions ordinaires auxquelles sont attachés des bon permettant aux détenteurs de souscrire ultérieurement à d'autres actions à un prix convenu à l'avance.<sup>22</sup>

#### **Le certificat d'investissement**

« C'est une valeur mobilière qui s'apparente aux actions sans droit de vote. Il résulte du démembrement d'une action en deux parties distinctes : le certificat d'investissement et le droit de vote. Le porteur de ce certificat ne peut donc pas participer aux assemblées générales et y voter, mais bénéficie des droits pécuniaires. Le certificat de droit de vote ne peut être

---

<sup>19</sup> D. Goyeau, A. Tawzi Amine, «la bourse», édition la découverte, Paris, 2006, P31

<sup>20</sup> J. Peyrard, «LA BOURSE», Vuinbert, 8eme édition, Paris, 1999, P21

<sup>21</sup> K. Cheahit, «DCTIONNAIRE DE LAFINANCE ET DE LA BOURSE», G.A.L, Alger, P04

<sup>22</sup> E. le Saout, Op, Citée, P57

## Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

cédé qu'accompagner du certificat d'investissement. Tout fois, il peut être cédé au porteur du certificat d'investissement »<sup>23</sup>

### Les certificats de dépôt «Depositary Receipts»

« C'est un certificat nominatif négociable détenu par les banques locales qui présente la propriété d'une ou plusieurs actions d'une société étrangère souhaitant être coté sur un marché réglementé. Ils sont émis par établissements financiers en contrepartie de titre étrangers déposés hors du pays ».<sup>24</sup>

### Autres types d'actions :

- Action d'apport
- Action au porteur
- Action normative
- Action à droit de vote double
- Les actions de préférence
- Actions reflètes ou traking stocks

### 4.1.3 Les droits d'un détenteur d'action

L'actionnaire peut bénéficier de deux catégories de droits :<sup>25</sup>

**Tableau n°1** : les droits d'un détenteur d'action

<b>Droits à caractère pécuniaire</b>	<b>Droits à caractère extrapatrimoniale (politique)</b>
<p><b>Droit au dividende</b> : A la fin de chaque exercice, les actionnaires reçoivent des dividendes. Ces derniers sont des bénéfices distribués en fonction du résultat de la société avec un montant bien fixé par l'assemblée générale.</p> <p><b>Droit de remboursement</b> : lors de la liquidation de la société, l'actionnaire a le droit de récupérer le capital investie minoré d'un mali ou majoré d'un boni de liquidation.</p> <p><b>Droit d'attribution</b> : ce dernier permet à l'actionnaire d'obtenir des actions nouvellement émises gratuitement. (la situation</p>	<p><b>Droit sur l'actif net</b> (en situation de liquidation)</p> <p><b>Droit à l'information</b> : l'actionnaire a le droit d'être bien informé sur la gestion de l'entreprise dans sa totalité. Il peut évaluer le degré du risque lié à son investissement à travers les comptes annuels et les rapports publiés lors des assemblés générales.</p> <p><b>Droit au vote</b> : ce droit est proportionnel au nombre d'actions, il permet au détenteur de participer à la gestion de la société.</p> <p><b>Droit au regard</b> : il permet à l'actionnaire de consulter librement les documents et les états financiers de la société.</p> <p><b>Droit de participer aux assemblés générales</b></p>

<sup>23</sup> G. Capelle-Blancard, N. Coudere, S. Vandelanoite, «LES MARCHES FINANCIERS EN FICHE», Edition Ellipse, Paris, 2004, P368

<sup>24</sup> J. Morvan, «MARCHES ET INSTRUMENTS FINANCIERS», Edition Economica, Paris, 2008, P75

<sup>25</sup> O. Picon, «LA BOURSE», DELMAS édition, Paris, 2000, P182-185

## Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

d'augmentation de capital sans recours au marché).  <b>Droit de préférentiel de souscription (DPS) :</b> ce droit permet aux anciens actionnaires a souscrire avec une priorité à de nouvelles actions en cas d'augmentation de capital.  <b>Droit de cession</b>  <b>Droit de recevoir des actions gratuites</b>	<b>Droit d'exercer en justice</b>
---	-----------------------------------

Source : établie par nous-mêmes

### 4.2 Les obligations

#### 4.2.1 Définition

Selon **J. Peyrard**, « une obligation est un titre de créance qu'une société ou une institution s'engage à rembourser à une échéance déterminée et rémunérée par un intérêt annuel»<sup>26</sup>

Et d'après **Deschanel**, « les titres émis en présentation d'un emprunt lancé par l'entité émettrice. L'offrant de capitaux est un simple prêteur, un créancier dénommé en langue boursière un créancier obligataire »<sup>27</sup>

On résume que l'obligation est un titre représentatif d'une créance par lequel le prêteur a le droit de bénéficier d'une rémunération périodique (intérêts) et le remboursement du montant prêté.

#### 4.2.2 Les caractéristiques d'une obligation

❖ **La valeur nominale ou faciale :** valeur à partir de laquelle sont calculés les intérêts. Elle figure sur le titre.<sup>28</sup>

❖ **La maturité :** il s'agit de la durée de vie de l'obligation, elle est la période allant de la date de souscription jusqu'à la date d'échéance.

---

<sup>26</sup> PEYRARD. J, «la bourse», 3<sup>ème</sup>.éd, éd : Vuibert, Paris, 1995, P28

<sup>27</sup> J-P. Deschanel, «LA BOURSE EN CLAIRE», 2<sup>ème</sup> Ed Ellipses, 2007, P29

<sup>28</sup> P-J, Lehmann, «ECONOMIE DES MARCHES FINANCIERS», Groupe DE BOECK, Paris, 2011, P35

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## ❖ Le prix d'émission et la prime d'émission :

Est le prix payé par le souscripteur. On parle d'une émission au pair lorsque ce prix est égal la valeur nominale, quand ce prix est inférieur, l'émission est dite au-dessous de pair et l'émetteur paie une prime d'émission.

❖ **Coupon** : il correspond au versement périodique d'un intérêt à chaque échéance pour chaque titre émis.

❖ **Coupon couru** : il représente la part des intérêts déjà acquise par le détenteur de l'obligation. Le coupon couru s'estime comme le rapport entre le nombre de jours écoulé depuis le dernier versement et la base exacte (365 jours) multiplié par le taux de rémunération de l'obligation.

## ❖ La valeur et la prime de remboursement :

C'est le montant remboursé par l'émetteur au détenteur. Le remboursement est dit au pair lorsque ce prix est égal la valeur nominale, quand ce prix est supérieur, le remboursement est dite au-dessus de pair et la différence entre les deux prix est la prime de remboursement.

Le remboursement peut se réaliser selon différentes modalités, on distingue :

- ✓ **Le remboursement in fine** : consiste à rembourser la totalité du capital emprunté à la date d'échéance.
- ✓ **Le remboursement par annuités constantes ;**
- ✓ **Le remboursement par séries constants ;**

## ❖ Le taux facial ou nominal :

C'est le taux à appliquer à la valeur nominale afin de calculer le montant des intérêts à payer.

❖ **Le taux de rendement actuariel** : il égalise les sommes actualisés des intérêts et de remboursement (valeurs actualisés des flux futurs) et la valeur d'émission du titre. (Le prix d'émission).

## ❖ La date de souscription :

C'est la date à laquelle le prix d'émission est payé à l'emprunteur.

## ❖ La date de jouissance :

Est la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir. Si elle antérieure la date de règlement, le souscripteur verse un coupon couru.

## ❖ La date de règlement :

Est la date à laquelle le souscripteur verse à l'émetteur le prix de l'obligation.

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## 4.2.3 Les catégories d'obligation

Il existe une grande diversité d'obligations. Ces dernières diffèrent selon, leurs natures, leurs modes de remboursement, leurs échéances et leurs taux d'intérêts (taux fixe ou variable).

### Les obligations ordinaires

Les obligations ordinaires ou classiques sont des titres à taux fixe dont le coupon versé en générale une fois par an est identique pendant toute la durée de vie des titres.<sup>29</sup>

### Les obligations à taux flottant

Les obligations à taux variables émises à un taux qui varie en fonction d'indice de référence et qui n'est connu que peu de temps avant le détachement du coupon. Ceci permet d'éviter les fluctuations de cours dues aux évolutions de taux.<sup>30</sup>

### Les obligations indexées

Les obligations indexées sont des obligations dont le montant des intérêts (coupons) et la valeur de remboursement sont liées à l'évolution d'un indice de référence.

### Les obligations à coupon zéro

L'obligation zéro-coupon ou à coupon zéro est une obligation qui ne verse pas d'intérêts durant toute la durée de vie. Il ne verse qu'un seul flux à maturité (les intérêts et le remboursement du capital). Le prix d'émission concernant ce type d'obligation est inférieur à la valeur nominale.

### Les obligations assimilables du trésor (OAT)

Ce sont des titres à long terme, émis par l'Etat pour des durées de sept (07) à cinquante (50) ans, ils sont remboursable in fine.

## 4.2.4 Les titres hybrides

Un produit hybride : « est dit hybride lorsqu'il n'est tout à fait de type action ni tout à fait de type obligation »<sup>31</sup>

Selon **Bertrand. Jacquillat, Bruno Solnik et Christophe Pérignant** : « ce sont des titres qui possèdent certaines caractéristiques des actions et des obligations »<sup>32</sup>

---

<sup>29</sup> E. LE Saout, Op. Citée., P36

<sup>30</sup> PEYRARD. J. Op. Citée., P31

<sup>31</sup> SPIESER Philippe, «la bourse», 2<sup>ème</sup> édition, Vuibert, P69

<sup>32</sup> B. Jacquillat, B. Slonik et C. Pérignant, «MARCHES FINANCIERS», 6<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2014, P18

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

Ce sont des actifs de type obligataire car ils procurent un coupon régulier (fixe ou variable), ce sont des actifs de type action car leur rémunération est liée aux performances de la société, leur durée de vie est d'au moins sept années.

### **Les obligations convertibles en actions (OC)**

Sont des produits mi-obligations et mi-actions, qui peuvent être converties en actions au bout d'un certain temps de la société émettrice à la demande de l'investisseur selon une parité et des délais fixés dans le contrat d'émission et aussi l'investisseur devient actionnaire.

### **Les obligations remboursables en actions (ORA)**

Le remboursement de ces obligations en fin de vie ne peut se faire qu'en actions. C'est un moyen de transformer sa dette en capitaux propres. Contrairement à une obligation convertible, l'ORA est obligatoirement convertie en action. Le porteur d'un tel titre a la qualité d'obligataire jusqu'à l'échéance de l'obligation et reçoit le nombre d'actions prévu dans le contrat d'émission.<sup>33</sup>

### **Les obligations à bon de souscription (OBS)**

Les obligations à bon de souscriptions sont des titres de créances classiques à taux fixe, émises à un taux moins intéressant que celui du marché, en compensation, l'émetteur offre un bon de souscription. Ce bon donne le droit et non l'obligation de souscrire, à un prix convenu à l'échéance, une obligation ou une action. Il existe deux types bien connus d'OBS : obligation à bon de souscription d'action (OBSA) et les obligations aux bons de souscriptions d'obligations (OBSO).<sup>34</sup>

### **Les obligations échangeables en actions (OEA)**

Les obligations échangeables en actions sont des obligations émises par une société et remboursables en actions d'une autre société dans laquelle l'émetteur détient une participation.

## **4.3 Les produits dérivés**

### **4.3.1 Définition**

Le terme produit dérivés désigne les instruments financiers dont la valeur dérive de celle d'un autre instrument que l'on appelle un sous-jacent.<sup>35</sup>

Les produits dérivés « sont des instruments financiers dont le prix dépend de l'évolution du cours d'un autre actif financier appelé sous-jacent. Ils sont employés

---

<sup>33</sup> J. Morvan, Op. Citée., P80

<sup>34</sup> S. CHAHED, F. CHEBAB, Op. Citée., P28

<sup>35</sup> M. Fleuriet, Y. Simon, Op. Citée., P26

## Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

principalement en tant qu'instruments d'assurance (couverture) ou en tant qu'instrument spéculatif »<sup>36</sup>

### 4.3.2 Les différents produits dérivés

Dans l'ensemble de ces produits on peut distinguer deux (02) catégories d'instruments dérivés : les produits fermes et les produits optionnels.

#### **A. Les produits optionnels**

##### ❖ **Les options**

Les options sont des contrats transférables ouvrant à son détenteur le droit, et non l'obligation, d'acheter ou vendre à un certain prix, à une date future, une certaine quantité donné d'un actif spécifique appelé sous-jacent. Il existe deux types d'options : l'option d'achat (Call) et l'option de vente (Put).

##### ❖ **Les warrants**

Les warrants sont des options à long terme, de valeur nominale réduite. Ils sont émis par les institutions du secteur financier pour se protéger des risques générés par l'achat ou la vente des actifs. C'est le droit et non l'obligation d'achat ou de vente d'un actif financier à une date et à un montant déterminé dans le contrat d'émission.

#### **B. Les produits fermes ou à termes**

##### ❖ **Les forwards**

Il s'agit d'un accord d'achat ou de vente d'un actif à un prix et une date future précise dans le contrat. Les forwards sont négociés de gré à gré, entre les banques et les institutions financières. En règle générale, à l'échéance les deux contreparties possèdent au règlement de la différence entre le prix négocié à l'avance et le prix de marché.

##### ❖ **Le contrat future**

C'est un contrat à terme, il représente un engagement de livraison standardisé, dont les caractéristiques sont connues à l'avance portant sur :

- Une date d'échéance.
- Un prix fixé d'avance.
- Une quantité déterminée d'actif sous-jacent.

##### ❖ **Les Swaps**

Appelé aussi contrat d'échange. C'est un produit dérivé financier résultat d'un échange de flux financiers entre deux contreparties qui sont généralement des institutions financiers.

---

<sup>36</sup>E. LE Saout, Op. Citée., P71

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

Les Swaps sont utilisés par des prêteurs et emprunteurs opérant sur les marchés de capitaux pour se couvrir contre les risques de taux.

### **5. Le rôle du marché financier**

Le marché financier assure un grand nombre de fonctions et constitue à cet effet :

#### **a) Un circuit de financement <sup>37</sup>**

Par sa fonction première qui est de drainer l'épargne en vue de contribuer au financement de l'économie nationale.

Il facilite la croissance des sociétés et confèrent à l'Etat des moyens supplémentaires pour mener à bien sa politique dans le domaine économique et social.

En outre, si le marché financier algérien est loin d'être exclusif, si sa contribution est négligeable au regard du système bancaire, il ne saurait être tenu pour tel lorsqu'il sera puissant et attrayant. Les recours au marché financier est sans nul doute une des conditions évidentes d'un financement équilibré de la croissance.

#### **b) Un outil de mesure de valeur des actifs financiers**

Pour chaque action donnée, et dans chaque séance de bourse ils ont affiché un cours. Ce qui implique que le marché financier est un instrument de mesure irremplaçable de la valeur d'une entreprise ayant atteint une certaine dimension.

Sur le marché financier, l'information donnée aux investisseurs : elle est régulière, publique et largement diffusée dans les médias spécialisés ou non spécialisés.

L'information en question, s'inscrit dans un contexte boursier très sensible à l'évolution de l'environnement politique, économique, social et international.<sup>38</sup>

#### **c) Un moyen d'organiser la liquidité de l'épargne investie à long terme <sup>39</sup>**

Dès lors que les titres sont émis et placés, ils doivent pouvoir circuler, c'est-à-dire être négociés et cédés continuellement, c'est cela la liquidité d'un titre, liquidité qui constitue l'intérêt axial de la bourse.

---

<sup>37</sup> A. Choinel et G. Rouyer, Op. Citée., P37

<sup>38</sup> AISSANI. L, «l'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse, cas de société coté en bourse (ALLIANCE ASSURANCES)», mémoire de master en sciences économiques, Ecole supérieure de commerce de Kolea, 2014, P20

<sup>39</sup> A. Choinel et G. Rouyer, Op. Citée., P37

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

### **d) Un moyen de gestion de risque**

Le marché financier permet de transférer le risque par le biais de négociations d'actions et d'obligations. Il permet également aux investisseurs : les entreprises, créanciers et actionnaires... ; de se protéger du risque tel que : le risque de change, des taux d'intérêts, de crédit... à travers l'utilisation des produits dérivés : les options, les Swaps, les forwards...

### **e) Un outil de contrôle**

Les sociétés cotées en bourse et quant à la publication de leurs comptes, elles doivent respecter les réglementations, ces dernières sont également suivies par de multiples équipes d'analystes financiers, qui diffusent largement toutes les informations qui ont potentiellement un impact sur le cours de l'action de la société.

### **f) Un indicateur économique<sup>40</sup>**

Les cotations effectuées à la bourse permettent de mesurer la valeur attribuée par le marché à une entreprise, une matière première ou une créance dans le temps. Les cours permettent donc de suivre l'évolution des prix, des produits et l'évolution générale de la situation économique du pays.

## **6. Les motivations pour l'évaluation (dans quel contexte on évalue ?)**

L'évaluation d'entreprise peut se faire à tout moment de la vie de celle-ci. Les cas où il est nécessaire de procéder à une évaluation d'entreprise sont très nombreux, nous évoquerons, dans ce qui suit, certaines situations dans lesquelles une évaluation d'entreprise s'avère nécessaire :

### **❖ La fusion**

C'est une mise en commun des patrimoines de deux ou plusieurs entreprises pour n'en former qu'une seule. Elle peut ainsi, donner lieu à la création d'une nouvelle entité, ou à l'absorption d'une société par une autre.

La réalisation d'une fusion nécessite l'évaluation de la société absorbée, et de la société absorbante, puisque celle-ci donnera lieu à une augmentation de capital.

Elle peut également prendre la forme d'un échange d'actions (le cas d'une société cède ses actions à une autre qui en échange lui remet un certain nombre des siennes), selon un rapport découlant des valeurs par actions des deux sociétés dit parité d'échange. Ainsi, l'évaluation permettra de déterminer les poids relatifs des titres échangés.

---

<sup>40</sup> Tapiwanashe W. B, KONATE. Maimouna, «Analyse des opportunités et des contraintes d'une entreprise coté en bourse algérienne : cas de l'entreprise BIOPHARM», mémoire de master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2019, P34

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## ❖ L'acquisition

L'acquisition est l'achat d'une entreprise par une autre entreprise ou par un investisseur institutionnel.

Ce type d'opération peut représenter une simple transaction visant la réalisation de profit ou de plus-value comme elle peut aussi obéir à des objectifs de croissance externe. Lorsque la société cible est cotée en bourse, cela se traduit par une offre publique d'achat (OPA), si l'entreprise n'est pas cotée son acquéreur devra évaluer ses actifs.

## ❖ La cession<sup>41</sup>

La cession d'entreprise désigne la transmission de la propriété d'une société par un acte (vente, donation, etc.) engendrant de ce fait le transfert des actifs du propriétaire initial au repreneur. Cette cession est dite totale lorsqu'elle concerne l'ensemble des actifs, et partielle lorsqu'elle ne porte que sur une partie.

On évalue une entreprise en cas de cession ou d'acquisition afin que les parties liées à la transaction (acheteur et vendeur) puissent asseoir une fourchette de prix qui servira comme base de référence à la négociation.

## ❖ La scission

La scission est l'opération par laquelle une société transmet l'ensemble de son patrimoine à deux ou plusieurs sociétés préexistantes ou nouvelles. Lors de la scission, cette société est dissoute sans être liquidée. Cette opération permet de diviser les actifs et les passifs d'une société entre deux ou plusieurs autres sociétés.

« Contrairement à la fusion, la scission peut avoir lieu lors de la séparation des différentes filiales d'un groupe en entités indépendantes. Dans ce cas, il convient de procéder à une évaluation afin de fixer la parité de valeur entre la valeur du groupe et la valeur de la société qui quitte le groupe par scission ».<sup>42</sup>

## ❖ Transmission familiale

Dans une telle situation, il y'a un changement de propriétaires mais pas de session,<sup>43</sup> l'évaluation est menée pour déterminer le montant des taxes à payer sur les droits de succession.

---

<sup>41</sup> A. Saidi, Op, Citée, P13

<sup>42</sup> [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net), consulté le 30/05/2022

<sup>43</sup> TOURNIER, J-C., TOURNIER, J-B, « évaluation d'entreprise que vaut une entreprise ? », 4<sup>ème</sup> édition, Paris : Eyrolles, 2007, P6

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## ❖ Demande de crédit

Une société peut vouloir connaître sa valorisation pour appuyer un dossier au prêt des banques car il est plus simple d'emprunter si elle présente un bilan « solide » et un actif économique cessible.

## ❖ L'évaluation fiscale

L'entreprise est un bien patrimonial et l'ensemble des titres constituant son capital social doit être évalué afin de se conformer à la législation fiscale. La valeur de ses titres constitue l'assiette d'un certain nombre d'impôts ("Assiette d'impôt désigne la somme retenue pour déterminer la base de calcul d'un impôt ou d'une taxe").<sup>44</sup>

## ❖ L'introduction en bourse

L'introduction en bourse est une opération financière permettant à une société de financer son expansion en ouvrant son capital social aux investisseurs (entreprises, particuliers, etc.) sur un marché boursier.

En Algérie, l'évaluation d'entreprise constitue la première étape du processus d'introduction en bourse. Toute entreprise souhaitant s'introduire à la bourse d'Alger doit procéder à une évaluation économique par un expert comptable reconnu par la COSOB ou un expert inscrit à l'ordre national des experts comptables.

L'évaluation d'une entreprise lors de l'introduction en bourse servira à fixer le prix de vente ou d'émission de l'action. Cette évaluation permet d'établir la fourchette d'introduction en bourse qui sera présentée aux investisseurs.

---

<sup>44</sup> [www.valorisation-entreprise.com](http://www.valorisation-entreprise.com), consulté le 30/05/2022

# **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

## **Section 02 : L'introduction en bourse**

### **1. Définition**

L'introduction en bourse est définie selon la COSOB comme suit : « l'introduction en bourse consiste à rendre les titres d'un émetteur négociables en bourse, les titres cotés sont ainsi liquides et peuvent être échangés en bourse à tout moment.

L'introduction en bourse se fait par le biais de :

- La cession d'action, ou offre publique de vente, d'une fraction de capital social de l'entreprise.
- L'émission de nouvelles actions qui seront souscrites par de nouveaux actionnaires suite à une augmentation de capital.
- L'émission d'un emprunt obligataire auprès des institutions et/ou du grand publics »<sup>45</sup>

### **2. Les avantages d'une introduction en bourse**

#### **2.1 Diversification et multiplicités des sources de financement**

L'introduction permet l'accès à de nouvelles sources de financement plus importantes que l'emprunt bancaire. L'inscription à la cote permet à la société de disposer aisément de capitaux frais afin de financer des projets d'envergure qui dépassent la capacité de financement des bailleurs de fonds via «appel public à l'épargne» et de renforcer ainsi ses fonds propres. Elle lui permet également d'acquérir des participations dans d'autres sociétés, en les réglant au moyen des titres cotés, ce qui favorise la croissance externe. De plus, en diversifiant ces sources de financement, l'entreprise accroît son pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédit, ce qui en retour peut lui assurer une levée de fonds à un moindre coût.<sup>46</sup>

#### **2.2 Assure la mobilité et la liquidité du capital**

D'une part, les actionnaires bénéficient lors de l'introduction en bourse de la liquidité de leurs placements qui facilite la vente du patrimoine mobilisé. D'autre part, la cotation de leurs titres est une opportunité pour évaluer les actions détenues et diversifier leurs portefeuilles.<sup>47</sup>

#### **2.3 Levée de fonds**

Comme moyen de financement, la bourse permet à l'entreprise de lever les fonds nécessaires qui viendront éponger ses dettes.

---

<sup>45</sup> Guide d'introduction en bourse, COSOB, 2022, P3

<sup>46</sup> Y. Bejar, «la valeur informatiionnelle du capital immatériel : application au entreprise technologique nouvellement introduite en bourse (1997-2004)», thèse de doctorat en sciences de gestion, université Paris Dauphine, 2006, P19

<sup>47</sup> Coopers & Lybrand, «GUIDE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE», achevé d'imprimer par G. de Baussac s.a. à cleemont ferrand, Paris, 1998, P12 et 13

# **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

## **2.4 Accroître la notoriété**

La bourse est un moyen rapide et sûr pour acquérir une véritable image de marque à l'international. La cotation est un outil de communication qui donne à l'entreprise un avantage de publicité important. L'introduction en bourse d'une entreprise a un impact strict sur sa notoriété, elle permet à l'entreprise de consolider sa crédibilité économique et financière auprès de sa clientèle et de ses partenaires.

## **2.5 Bénéficiaire d'incitations fiscales conséquentes**

L'introduction en bourse d'une entreprise permet à cette dernière de bénéficier d'un statut fiscal particulier et avantageux.<sup>48</sup>

## **2.6 Renouveler et élargir l'actionnariat**

L'introduction en bourse d'une entreprise, se traduit par la vente d'actions anciennes en cas de création d'actions nouvelles par une augmentation de capital en cas d'élargissement d'actionnariat et/ou dans le cas de renouvellement d'actionnariat.

## **2.7 Facteur de mobilisation interne**

L'admission à la cote implique un minimum de fiabilité, de transparence, un effort de communication envers ses potentiels et actuels investisseurs. Ce qui conduit l'entreprise à se doter d'un système de contrôle interne efficace et d'un organe de gestion performant et donc adopter un système de «corporate governance», au tant de mutations vertueuses qui ne pourront que renforcer la solidité de l'entreprise. L'introduction en bourse suscite également la cohésion et la mobilisation du personnel et des cadres de l'entreprise. Cette mobilisation interne constitue un moteur d'une nouvelle performance et d'une croissance accrue.<sup>49</sup>

# **3. Les inconvénients d'une introduction en bourse**

## **3.1 Le manque de confidentialité**

Les entreprises cotées en bourse seront obligées de montrer d'importantes informations qui seront vu par le public ce qui implique que ces partenaires (clients et fournisseurs), ces concurrents et ces subordonnés auraient accès à découler de cette situation.

## **3.2 Perte de contrôle dans la gestion de l'entreprise**

Les nouveaux actionnaires voudront certainement faire partie de conseil d'administration, participer et contribuer dans la gestion de l'entreprise ce qui implique la diminution du contrôle des anciens actionnaires dirigeants.

## **3.3 Sacrifices en termes de coût et de temps**

L'introduction en bourse est une opération complexe et coûteuse pour une entreprise nouvellement introduite, quand le processus d'introduction lancé toute l'équipe dirigeante sera mobilisé à mener à bien cette opération, dans cette dernière, l'entreprise nouvellement

---

<sup>48</sup> Guide d'introduction en bourse, Bourse de Tunisie (BVMT), «guide de l'investisseur en Bourse», Octobre, 2012, P5

<sup>49</sup> Y. Bejar, Op. Citée., P19

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

introduite dépenserait de 15% à 20% du produit de l'introduction pour payer les banques du syndicat d'émission, les comptables et les conseillers juridiques.

### **3.4 Perte de flexibilité dans les affaires**

Lors de l'introduction en bourse, plusieurs systèmes de contrôle et d'autorisation seront mis en place par les dirigeants à cause de la surveillance et d'un conseil d'administration bien élargis.

### **3.5 Une pression accrue sur les résultats à court terme**

Quand l'entreprise communique des résultats à court terme non convaincants ce qui implique que les marchés financiers, les banques et les actionnaires seraient déçus. Ces derniers résultats, mettent un coup de pression sur toute l'équipe dirigeante à surveiller ses résultats

## **4. Les procédures d'introduction en bourse**

### **4.1 L'offre à prix ferme (OPF)**

Le mode d'offre à prix ferme consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres où le prix de vente est fixe et unique. Les ordres présentés par les souscripteurs sont obligatoirement stipulés à ce prix l'allocation des titres se fait suivant un rapport entre l'offre et la demande et en fonction d'une méthode d'allocation préalablement annoncée par la société gestionnaire.<sup>50</sup>

### **4.2 L'offre à prix minimal (OPM)**

Le prix de l'offre proposé dans ce cas est un prix minimal arrêté par la société introductrice. Cette procédure s'apparente beaucoup plus à une vente aux enchères. Au départ à connaissance du nombre de titres proposés et du prix en dessous duquel les initiateurs de l'opération ne sont pas disposés à céder leurs titres. Si le marché réagit favorablement à cette opération, autrement dit, si la demande est supérieure à l'offre, le cours d'introduction aura tendance à se situer au-dessus du prix de l'offre.<sup>51</sup>

### **4.3 L'offre à prix ouvert (OPO)**

Le prix de vente est exprimé par une fourchette des prix c'est-à-dire il ya un intervalle de prix maximum et un prix minimum à l'intérieure de laquelle le prix définitif sera fixé au dernier moment en fonction des ordres d'achat et la quantité de titres disponibles. Une fois que tous les ordres sont reçus, seuls les ordres supérieurs ou égaux au prix définitif fixé seront servis selon un taux de service calculé. En donnant un ordre d'achat avec un prix plus élevé dans la fourchette proposé, la demande est réduite et permet d'obtenir un taux de service plus important pour son ordre.<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> B. Jacquillat, J. Hamon, «LA BOURSE», Edition Presses Universitaires de Paris, 7<sup>ème</sup> éd, 2013, P53

<sup>51</sup> J. Peyrard, Op.Citée., P51

<sup>52</sup> B. Jacquillat, J. Hamon, Op Citée, P55

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## 4.4 La cotation directe

L'entreprise met à la disposition du public une quantité de titres en fixant un prix minimal de vente où tous les types d'ordres d'achats sont acceptés et tous les ordres sont servis selon un taux de réduction unique. Ce prix peut être dépassé de 10% maximum à la première cotation avec réduction conélatrice des ordres libellés à des cours limites ou à tout prix. Si la demande est très élevée, cette procédure peut être abandonnée au profit de celle d'offre publique à prix ferme.<sup>53</sup>

## 4.5 Le placement garanti

Le placement dit garanti s'adresse aux investisseurs institutionnels. Le prix de vente des actions fixé est supérieur ou égale au prix de l'OPF. Le prix de placement garanti est souvent déterminé par le marché à l'issue d'une période de sensibilisation des investisseurs et résulte de la confrontation du nombre de titres offerts des demandes émanant des investisseurs selon la technique de « construction du livre d'ordres ». Lorsqu'il y a placement garanti conjugué avec une offre à prix ferme, il y a création d'une seconde tranche d'action syndiquée par des banques réservées à des investisseurs institutionnels, tant nationaux qu'étrangers. Le placement garanti présente l'avantage de permettre la constitution sur mesure d'une structure actionnariale. Par ailleurs, il améliore la liquidité ultérieure du titre tout en réduisant l'incertitude quant à la l'écoulement de l'offre.<sup>54</sup>

## 4.6 Les opérations exceptionnelles

### 4.6.1 Les offres publiques d'achat (OPA)

Est une opération financière qui permet à une entreprise de prendre le contrôle d'une autre en proposant publiquement aux actionnaires de cette dernière de racheter leurs actions à un prix élevé que les cours du marché. Une OPA peut se faire avec l'accord (OPA « amicale » dans un marché de gré à gré) ou non (OPA « inamicale » dans un marché réglementé) des dirigeants.<sup>55</sup>

### 4.6.2 Les offres publiques d'échange (OPE)

L'OPE consiste à échanger auprès du public des titres émis antérieurement par la société qui fait l'offre. Le plus souvent, les titres sont échangés contre des titres de nature différente, dont les caractéristiques s'accordent mieux aux conditions du marché c'est-à-dire, tous les porteurs qui sont acceptés l'offre étant traités sur les mêmes pieds d'égalité, au même prix et après réduction proportionnelle s'il ya lieu et cela lors de la réalisation de l'opération qui s'effectue sous la forme d'une transaction en bourse.<sup>56</sup>

---

<sup>53</sup> J. Peyrard, Op.Citée, P52

<sup>54</sup> S. Pariente, «ANALYSE FINANCIÈRE ET EVALUATION D'ENTREPRISE», Pearson Education France, France, 2006, P177

<sup>55</sup> L. AISSANI, Op.Citée, P15

<sup>56</sup> L. Aknoene, K. Ben Bouabdellah, Op., P34

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

### **4.6.3 Les offres publiques de retrait (OPR)**

L'OPR peut être lancé par une société lorsque plus des titres du capital est détenu par un même actionnaire. Cette offre permet aux actionnaires minoritaires d'exiger le lancement d'une OPR, c'est-à-dire la possibilité de vendre leurs actions qui vont être acquise obligatoirement par les actionnaires majoritaires.<sup>57</sup>

### **4.6.4 L'offre publique de vente (OPV)**

Après l'accord des autorités boursières, l'OPV consiste pour le détenteur d'une fraction du capital significative d'une société à proposer publiquement à la vente ses titres à un prix déterminé, peut être recevable, l'OPV doit porter sur une quantité représentative d'une moins de 10% à 15% de titres du capital de la société concernée.

L'OPV est admise comme l'une des procédures d'introduction en bourse, elle est aussi considérée comme technique de privatisation.<sup>58</sup>

---

<sup>57</sup> L. AISSANI, Op.Citée, P15

<sup>58</sup> L. Aknioune, K. Ben Bouabdellah, Op.Citée., P34

# **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

## **Section 03 : Présentation de la bourse d'Alger**

### **1. Historique de la bourse d'Alger**

Dans le cadre de réformes structurelles engagées par les autorités dès 1988, le marché financier a commencé à se former en Algérie, afin d'adopter le pays aux nouvelles normes économiques et financières mondiales. En 1990 a été constituée la société des valeurs mobilières (SVM), cette institution est sous forme d'une société par actions dont le capital était 320 000 DA, son capital est détenu par les huit (08) fonds de participation. Cette dernière a été modifiée en 1992 pour devenir « bourse des valeurs mobilières BVM » avec un capital social qui atteint 9 320 000 DA. En l'absence de lois spécifiques et de code de commerce adapté à l'économie de marché la bourse n'a pu exercer aucune activité. Pour y remédier trois décrets ont été publiés :

✓ La publication officielle du décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993 modifiant et complétant le code de commerce, publié au Journal Officiel n°27 du 27 avril 1993 qui a apporté deux principales nouveautés qui sont : la possibilité de constitution de société par action avec appel public à l'épargne et la définition de la nature des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions cotées en bourse ou susceptibles de l'être.

✓ La publication officielle du décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 publié au Journal Officiel n°34 du 2-3 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, institué et définit la bourse et aussi les organismes qui la composent.

✓ L'ordonnance 96-08 du 10 juillet 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPVCM-SICAV et FCP) apparue au Journal Officiel n°70 du 20 septembre 1998 a définit les modalités de constitution et les modes de fonctionnement de ces différents organismes de placement avec la mise en place de la COSOB comme étant l'autorité de marché algérien et l'agrément des banques publiques, des sociétés d'assurances et des établissements financiers.

✓ En mai 1997, les intermédiaires en opérations de bourse ont donné naissance à la société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV), le 16 juillet 1999 a eu lieu l'ouverture officielle de la bourse d'Alger et a été suivie de l'introduction de deux titres de capital (l'entreprise publique agroalimentaire ERIAD Sétif, puis le groupe pharmaceutique public Soidal).

✓ L'année 2001, le 20 Aout plus précisément, a vu l'introduction de l'ordonnance 01-04 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises publiques économiques et également connu les mises en place des contrats de liquidités.

✓ L'année 2003, la promulgation de la loi 03-04 du 17 février 2003 a permis l'introduction d'Algérie Clearing comme un nouvel organe dans la composition de la bourse des valeurs mobilières en qualité de dépositaire central des titres.

✓ En 2008, au niveau de la bourse d'Alger a vu l'admission des obligations assimilables du trésor à la négociation.

✓ En 2011, le règlement modifiant et complétant le règlement général de la bourse d'Alger qui permet la création d'un marché dédié aux PME accompagnés de leurs promoteurs en bourse.

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

✓ En 2012, le règlement COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, qui permet la création d'un compartiment PME.

Plusieurs entreprises algériennes introduites en bourse :

En 1999, Erriad- Sétif introduite le 13 septembre (radiée de la cote en 2006)<sup>59</sup> ET Saidal le 21 septembre de la même année, puis l'introduction de la société de a gestion d'hôtels publics l'EGH El Aurassi le 14 février 2000. Ensuite le 7 Mars 2011, dix ans après la dernière introduction Alliance Assurances devient la première entreprise privée algérienne à faire son entrée en bourse, le titre sera cote en février 2013. Suivie de NCA Rouïba le 7 avril 2013 par une offre publique de vente et Biopharm (groupe pharmaceutique privé) en 2016. En fin le 12 décembre 2018 la société AOM Invest Spa, activant dans le développement et l'exploitation de projets touristiques fait son entrée à la bourse d'Alger.<sup>60</sup>

### **2. Les différents intervenants de la bourse d'Alger**

Il existe trois catégories d'intervenants :

#### **2.1 Les institutions du marché boursier algérien**

##### **2.1.1 Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse**

###### **a) Présentation**

La COSOB est l'autorité de régulation du marché financier algérien. Institué par le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété relatif à la bourse des valeurs mobilières, elle est une autorité administrative indépendante dotée de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Elle a été installée en Février 1996.

###### **b) Sa composition**

La COSOB est composée d'un président exerçant ses fonctions à terme et de six (06) autres membres non permanent :

- ❖ Un magistrat proposé par le Ministre de la justice, garde des sceaux ;
- ❖ Un membre proposé par le Ministre chargé des finances ;
- ❖ Un professeur d'université proposé par le Ministre chargé de l'Enseignement Supérieure et de la Recherche Scientifique ;
- ❖ Un membre proposé par le Gouverneur de la Banque d'Algérie ;
- ❖ Un membre choisi parmi les dirigeants des personnes morales émettrices des valeurs mobilières ;
- ❖ Un membre proposé par l'ordre national des experts comptables.

---

<sup>59</sup> Rapport d'activité de l'année 2007 de la bourse d'Alger, P08

<sup>60</sup> Y. Badjou, Y. Boumezirene, Op Citée., P68

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## c) Ses missions

La COSOB a pour mission d'organiser et surveiller et de promouvoir le marché des valeurs mobilières en veillant notamment :

A la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tout autre produit financier donnant lieu à appel public à l'épargne ;

Au bon fonctionnement et à la transparence du marché des valeurs mobilières.

## d) Ses pouvoirs

Pour que cette commission d'organisation et de surveillance des valeurs mobilières assure ses missions, elle est dotée des pouvoirs : réglementaire, surveillance et de contrôle, disciplinaire et arbitral.

### 2.1.2 La société de gestion de valeurs mobilières (SGBV)

#### a) Présentation

Créée par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 et constitué le 25 mai 1997, la bourse d'Alger est le compartiment secondaire réglementaire et organisé du marché financier national. C'est l'espace institutionnel de négociation et d'échange des valeurs mobilières (actions et obligations) émises par les sociétés par actions éligibles. C'est aussi un mécanisme d'ouvertures des sociétés au grand public, un moyen de démocratisation de l'acte d'investir et une voie de mobilisation de l'épargne investie en valeurs mobilières.<sup>61</sup>

#### b) Les actionnaires de la SGBV

- ✓ Banque National d'Algérie (BNA) ;
- ✓ Banque de Développement Local (BDL) ;
- ✓ Banque Extérieure d'Algérie (BEA) ;
- ✓ Crédit Populaire d'Algérie (CPA) ;
- ✓ Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR) ;
- ✓ Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance (CNEP Banque).<sup>62</sup>

#### c) Ses missions

- ✓ L'organisation pratique de l'introduction en bourse des valeurs mobilières ;
- ✓ L'organisation matérielle des séances de cotation ;
- ✓ L'enregistrement de négociation ;

---

<sup>61</sup> L. Akniouene, K. Ben Bouabdellah, Op Citée, P54

<sup>62</sup> T. Amarni, S. Amziane, « l'introduction des sociétés en bourse cas : NCA-Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017, P48

## Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

- ✓ L'organisation des opérations de compensation des transactions sur les valeurs mobilières ;
- ✓ La publication des informations relative aux transactions de bourse ;
- ✓ L'édition d'un bulletin officiel de la cote (BOC) sous contrôle de la commission.

### 2.1.3 Le dépositaire central « Algérie Clearing »

#### a) Présentation

Le dépositaire central des titres en Algérie, ayant pris pour dénomination sociale Algérie Clearing, a été institué par la loi n°03-04 du 17 février 2003, modifiant et complétant le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.<sup>63</sup>

Algérie Clearing est une société par actions créée par les banques et les sociétés cotées en bourse afin d'exercer les missions de dépositaire central des titres en Algérie.

Le dépositaire Central des titres « Algérie Clearing », détenu par huit actionnaires : les 6 banques publiques algériennes (CNEP, BEA BNA, BADR, BDL, CPA et 2 sociétés cotées à la bourse d'Alger (EGH EL-Aurassi et le groupe SAIDAL)). Elle est en charge du règlement livraison des transactions des titres.<sup>64</sup>

#### b) Ces missions

Le dépositaire Central (Algérie Clearing) se chargera désormais des opérations suivantes :

- ✓ La codification des titres admis à ses opérations selon les normes internationales ISIN (Internationales Securities Identification Number) et CFI (Classification of Financial Instruments).
- ✓ La conservation des titres dans des comptes ouverts ou nom des professionnels.
- ✓ La circulation des titres ; le dépositaire central contrôle les instructions de livraisons des titres par virement compte à compte envoyé par la bourse, les sociétés émettrices et les négociateurs et aussi il organise l'accord des parties à la négociation.
- ✓ Le dénouement des transactions réalise en dehors de la bourse et au sein de la bourse.
- ✓ L'administration des titres, le dépositaire central des titres permet aux professionnels d'exercer les droits attachés aux titres (mise en paiement, augmentation de capital) selon les instructions reçues des propriétaires.
- ✓ La publication d'informations relatives au marché.
- ✓ La dématérialisation des titres matérialisés en les remplaçant par des titres inscrites en compte auprès d'un TTC.

---

<sup>63</sup> Rapport annuel 2013, COSOB, Alger, 2014, P55

<sup>64</sup> L.Aissani, Op.Citée., P36

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## 2.2 Les professionnels de la bourse d'Alger

### 2.2.1 Les intermédiaires en opérations de bourse

Le décret législatif n°93-10, modifié et complété, du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières. Il a défini les statuts des intermédiaires en opérations de bourse comme étant des sociétés par actions ou des personnes physiques agréées par la COSOB auxquels il a confié le monopole de la négociation des valeurs mobilières en bourse.

Actuellement, la place financière d'Alger compte onze (11) IOB agréées représentant les banques suivantes : il s'agit de six (06) institutions publiques (BADR, BEA, BDL, BNA, CPA et CNEP) et cinq (05) institutions privées (BNP Paribas El Djazair, Société Générale Algérie, Tell Markets, AL-SALAM Bank Algeria et banque AL-BARAKA d'Algérie).

Les activités pouvant être exercées par les IOB :<sup>65</sup>

- ✓ La négociation pour compte de tiers et pour propre compte ;
- ✓ Le conseil en placement des valeurs mobilières ;
- ✓ La gestion individuelle de portefeuille en vertu d'un contrat écrit ;
- ✓ La gestion de portefeuille d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ;
- ✓ Le placement de valeurs mobilières et de produits financiers ;
- ✓ La garantie de bonne fin et la prise ferme d'émission de titres ;
- ✓ La conservation et l'administration de valeurs mobilières ;
- ✓ Le conseil aux entreprises en matière de structure de capital de fusion.... etc.

### 2.2.2 Les teneurs de compte conservateurs (TTC)

Selon le règlement COSOB n°03-02 du 18 mars 2003 : «la teneur de compte conservateur de titre consiste, d'une part à inscrire en compte les titres au nom de leur titulaire, c'est-à-dire à reconnaître au titulaire ses droits sur lesdits titres, et d'autre part à conserver les avoirs correspondants, selon des modalités propres à chaque mission de titres »<sup>66</sup>

Le marché financier recense actuellement, neuf (09) teneurs de comptes-conservateurs de titres habilités : BADR, BEA, BDL, BNA, CPA, CNEP Banque et BNP Paribas EL-Djazair, AL-SALAM Bank Algeria et Banque EL-BARAKA d'Algérie.<sup>67</sup>

Ils ont pour missions :

- ✓ D'assurer la garde, la protection et l'administration des valeurs en nom de leurs titulaires ;
- ✓ D'exécuter les instructions reçues des titulaires de comptes ;

---

<sup>65</sup> Rapport annuel, COSOB, Alger, 2013, P45

<sup>66</sup> Article n°02 du règlement COSOB n°03-02 du 18 mars 2003 relatif à la teneur de compte-conservateur de titre

<sup>67</sup> Rapport annuel, COSOB, 2021, P33

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

- ✓ D'appliquer les opérations sur les titres ;
- ✓ D'informer les titulaires de comptes, de leurs instructions, sur leurs mouvements et sur l'exécution de leurs comptes.

### **2.2.3 Les promoteurs en bourse (marché PME)**

Un promoteur en bourse peut-être soit un IOB conseillé soit une société de conseils financiers inscrite auprès de la COSOB dont la mission est d'accompagner toute société qui envisage de s'introduire sur le marché PME de la bourse d'Alger.

La liste des promoteurs en bourse inscrits auprès de la COSOB au 31-12-2021 comprend les onze (11) IOB agréés, qui sont inscrits d'office, est une société de conseil, e, l'occurrence, la SARL RMG Consulting advice solution et le cabinet Grant Thornton Algérie.

Ils ont pour rôle :

#### **Avant l'introduction en bourse :**

- ✓ De préparer l'introduction sur le marché des PME ;
- ✓ D'effectuer les diligences nécessaires ;
- ✓ De conseiller la société qui veut s'introduire en bourse et l'aider à préparer son dossier.

#### **Après l'introduction en bourse :**

- ✓ De contrôler en permanence l'aptitude de l'entreprise à remplir ses obligations en terme de transparence ;
- ✓ D'informer la COSOB des éventuels manquements de la société à ses obligations et d'y remédier.

## **2.3 Les gestionnaires d'actifs**

### **2.3.1 Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)**

Ce sont des organismes ayant pour objet de constituer et gérer un portefeuille de valeurs mobilières pour le compte de tiers. Suivant d'une politique de placement bien définie. Ces derniers sont habilités à collecter de l'épargne en vue d'être investie en bourse. Ces OPCVM ont le pouvoir d'investir facilement dans un secteur d'activité ou un produit donné en dégageant de la gestion et du choix des titres à mettre en portefeuille.

Ces organismes de placement collectif sont constitués de deux catégories d'institutions :

#### **a) Les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable)**

La SICAV est une société par actions telle que prévue par le code de commerce et dans le rôle est la gestion des portefeuilles des valeurs mobilières pour le compte des tiers.

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

L'émission ou le rachat d'action ne requiert pas l'agrément des actionnaires. Les actions doivent être intégralement libérées dès leurs souscriptions ; elles peuvent faire objet de négociation en bourse dans les conditions fixées par la COSOB. La SICAV est agréée selon le cas par un conseil d'administration ou un directoire.

### **b) Les FCP (fonds communs de placements)**

Il est défini comme étant copropriété de valeurs mobilières dont les parts sont soumises et rachetées à la demande des porteurs à la valeur liquidative, majorée ou diminuée, selon le cas des frais de commission, son principal objet est également la gestion des portefeuilles des valeurs mobilières. Les parts du FCP doivent avoir la forme nominative.

#### **2.3.2 Le fond de soutien à l'investissement pour l'emploi (FSIE)**

Le FSIE a été créé en vertu des dispositions de la loi de finance pour 2005, notamment ses articles 58 à 62. Il a le statut d'une « société par actions à capital variable ». Le fonds, doté d'un capital social (part de l'Etat) de 350 millions de DZD, a pour mission de canaliser jusqu'à la moitié de l'épargne collectée auprès des travailleurs salariés vers des projets de développement économique à travers des prises de participations sous forme d'actions et de titre participatif.<sup>68</sup>

#### **2.3.3 Les sociétés de capital investissement**

Actuellement, cinq sociétés de capital investissement sont autorisées à exercer l'activité de capital investissement, et ce dans le cadre du dispositif juridique fixé par la loi n°06-11 du 24 juin 2006, modifiée et complétée, relative à la société de capital investissement :

- ✓ La société EL Djazair Istithmar spa, dotée d'un capital de 1.000.000.000 DZD, suivant autorisation du Ministère des finances du 06 mai 2010 ;
- ✓ La société Financière Algérienne de participation « Finalep », dotée d'un capital social de 1.200.000.000 DZD augmenté en 2021 à 3.200.000.000 DZD, suivant autorisation du Ministère des finances du 02 mai 2012 ;
- ✓ La société ICOSIA Capital spa dotée d'un capital social de 1.500.000.000 DZD, suivant autorisation du Ministère des finances du 15 mars 2018 ;
- ✓ La société Algerian Investment Fund (AIF), doté d'un capital social de 11.000.000.000 DZD, suivant autorisation du Ministère des finances du 29 février 2020 ;
- ✓ La société Algerian Start-up Fund spa, doté d'un capital social de 1.200.000.000 DZD suivant autorisation du Ministère des finances du 02 septembre 2020.<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> Ibid. P64

<sup>69</sup> Ibid. P65

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## 3. Fonctionnement de la bourse des valeurs mobilières d'Alger

### 3.1 Le système de cotation

Le prix des actifs échangés est une information clef de la décision économique sur le marché financier. L'établissement des prix est réalisé par des systèmes de cotations faisant largement appel à l'information.

La bourse d'Alger est en phase de démarrage, de ce fait, les titres introduits sont négociés dans un marché officiel unique.

La méthode de cotation retenue par la société de gestion en bourse des valeurs (SGBV) est celle du **fixing informatisé**. Ce mode de cotation consiste en l'application d'un cours unique à l'ensemble des transactions conclues pour chaque titre lors d'une séance donnée de négociation de bourse.

Il résulte de la confrontation de tous les ordres d'achat et de vente présentée par les intermédiaires en opérations de bourse. Ce cours permet de maximiser le volume des transactions.

La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières (SVBV) organise hebdomadairement deux séances de négociation les lundi et mercredi réservées aux valeurs mobilières émises par les sociétés par actions.

La cotation des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) est assurée quotidiennement du dimanche au jeudi.

Les séances de Bourse débutent à 9h30 et se clôturent à 11h30.

Les ordres de Bourse sont centralisés par les Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB) dans des registres centraux. Les IOB sont tenus d'introduire dans les meilleurs délais les ordres formulés par la clientèle.<sup>70</sup>

### 3.2 Le processus de l'introduction en bourse d'Alger

L'introduction en bourse comprend trois phases importantes :

1. Phase de pré-introduction ;
2. Phase d'introduction ;
3. Phase de post-introduction.

#### 1) Phase de pré-introduction

C'est la première et la plus importante phase dans le processus d'introduction en bourse, c'est la phase qui précède l'introduction en bourse, elle consiste en la préparation des bases

---

<sup>70</sup> [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz), date de consultation : 06/05/2022

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

fondamentales de l'opération, elle est la première étape que doit suivre l'émetteur dans tous les cas de figure, avant toute introduction en bourse.

Elle se subdivise en plusieurs étapes :

### **1.1 Décision de l'opération**

Seule une Assemblée générale extraordinaire de la société peut décider d'effectuer une des opérations d'appel public à l'épargne. Le conseil d'administration ou le directoire peut obtenir le pouvoir permettant de rendre cette opération effective.

### **1.2 Préparation juridique de la société et de l'actionnariat**

Sur le plan juridique et lors d'une opération d'introduction d'une société en bourse nécessite un examen minutieux. En effet, pour répondre aux exigences d'admission à la cote, une entreprise peut être amenée à procéder à des changements de statuts, de formes juridiques et de structures de capital.

### **1.3 Evaluation de l'entreprise**

Cette étape est indispensable car elle permet la détermination du prix de vente de l'action. L'entreprise doit procéder à l'évaluation de ses actifs par un membre de l'ordre des experts comptables autre que son commissaire aux comptes, ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la commission.

### **1.4 Choix de l'IOB accompagnateur ou promoteur en bourse pour les PME**

Sur le marché principal, l'entreprise est tenue de désigner un IOB chef de file qui aura pour mission de l'assister, l'accompagner et la conseiller tout au long du processus d'introduction.

Afin d'optimiser les chances de placement des titres, l'IOB chef de file collabore avec d'autres IOB, banques et établissements financiers en formant le syndicat de placement qui permet une plus large diffusion du titre à travers l'exploitation du réseau des agences bancaires.

La petite et moyenne entreprise (PME) quant à elle, doit désigner pour une période de cinq (05) ans un conseiller accompagnateur dénommé promoteur en bourse, chargé de l'assister lors de l'émission de ses titres, dans la préparation de l'opération d'admission et de s'assurer en permanence qu'elle respecte ses obligations d'information légales et réglementaires.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> [www.cosob.org](http://www.cosob.org), date de consultation : 06/05/2022

# **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

## **1.5 L'élaboration du projet de la notice d'information**

La société est tenue de remettre à la COSOB un projet de « notice d'information », cette notice permet aux investisseurs de connaître tous les détails relatifs aux activités, les caractéristiques de la société, ses stratégies, sa situation financière ainsi que toutes les informations sur les titres émis.

## **1.6 Dépôt du dossier d'admission**

Ce dossier est déposé auprès de l'autorité de marché et doit contenir :

- Une demande d'admission ;
- Un procès-verbal de l'organe habilité ayant décidé ou autorisé l'émission ;
- Un projet de notice d'information ;
- Un projet de prospectus ;
- Des informations générales relatives à l'émetteur ;
- Des informations sur la capitalisation ;
- Des informations économiques et financières ;
- Des documents juridiques ;
- Un rapport d'évaluation pour l'émission des actions.<sup>72</sup>

## **1.7 Visa de la COSOB**

La Commission dispose d'un délai de deux (02) mois pour étudier le dossier, par conséquent elle peut soit accorder ou refuser le visa.

## **1.8 Adhésion au Dépositaire Central des titres**

Préalablement lors d'une opération d'introduction en bourse, la société est tenue d'adhérer au Dépositaire Central afin d'inscrire tout son capital, dans le cas d'une émission d'actions, ou le montant de l'emprunt dans le cas d'une émission d'obligations.

## **1.9 Campagne marketing**

Il s'agit d'une politique de communication pour informer les potentiels investisseurs, dans le but de réussir le placement des titres. L'émetteur lance une campagne marketing à travers différents médias et en distribuant les prospectus et les notices d'information via tout le réseau d'agences du syndicat de placement.

## **1.10 Vente des titres**

Au niveau de cette étape, la répartition des titres commence. Cette vente se déroule à travers le réseau bancaire, Les investisseurs présentent leurs ordres d'achat directement auprès

---

<sup>72</sup> Idem

## **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

des agences bancaires, membres du syndicat de placement, moyennant le dépôt d'un montant représentant la contre-valeur de la quantité de titres demandée.

### **1.11 Divulgence des titres**

Les résultats de l'opération sont rendus publics à partir du moment où l'offre est déclarée positive. C'est à dire que toutes les conditions d'introduction à la cote sont remplies.

Dans le cas contraire, l'introduction du titre à la cote sera refusée.

### **1.12 Dénouement de l'opération**

Trois (03) jours ouvrables après la divulgation des résultats s'entame le dénouement de l'opération qui est assurée par le Dépositaire Central des titres.

## **2) Phase d'introduction**

Il s'agit de l'entrée officielle en bourse, C'est la phase où démarre la cotation du titre, après que l'entreprise ait obtenu l'autorisation de la COSOB d'effectuer son entrée effective en bourse.

La SGBV publie un avis dans une

Édition du Bulletin Officiel de la Cote (BOC) indiquant la date de la première séance de cotation ainsi que le cours d'introduction du titre.

Les résultats de la première cotation sont rendus publics par la SGBV et publiés au BOC.

## **3) La phase post-introduction**

### **3.1 Le contrat de liquidité**

Dans le cadre du contrat de liquidité et dans le but de réguler le cours des actions, les sociétés sont autorisées à racheter leurs propres actions.

Le contrat est signé entre la société et l'IOB; il a pour objet de définir les conditions dans lesquelles l'intermédiaire intervient pour le compte de l'émetteur sur le marché en vue de favoriser la liquidité des titres et la régularité de leur cotation.

### **3.2 Publication de l'information**

Une fois le titre coté en Bourse, l'émetteur doit porter à la connaissance du public tout changement ou fait important susceptible, s'il était connu, d'exercer une influence significative sur le cours des titres.

De même, il est appelé à diffuser dans le public et à déposer au niveau de la COSOB et de la SGBV les rapports de gestion ainsi que les états financiers annuels et semestriels.

# Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

## 3.3 Les conditions d'introduction en bourse d'Alger

La COSOB comme étant l'autorité de marché algérien et par le règlement n°97-03 du 18 novembre 1997, elle définit les conditions nécessaires d'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.

La société qui veut l'admission de ses titres en bourse, doit remplir des conditions générales et autres particulières.

### a) Les conditions générales <sup>73</sup>

Les conditions de l'introduction en bourse sont :

- La société introducteur dans la bourse doit être une société par action selon le code de commerce ;
- Publier les états financiers certifiés des trois exercices précédents, ainsi que celui au cours duquel la demande d'admission est présentée (sauf dérogation de la COSOB) ;
- Présenter un rapport d'évaluation de ses actifs effectué par un membre de l'ordre des expert comptable autre que le commissaire aux compte de la société ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la commission, sauf membre de cette dernière ;
- Doit avoir une cellule d'audit interne et présenter un rapport sur cette cellule,
- Avoir réalisé des bénéfices pendant l'exercice précédent sa demande d'admission, sauf dérogation de la commission ;
- Assurer la prise en charge des opérations de transfert de titres ;
- Les actions doivent être absolument libérées ;
- Présenter une notice d'information ;
- Régler les conflits majeurs entre actionnaires et entreprise ;
- S'engage à respecter les conditions de divulgation d'information ;
- La société doit tenir la commission informée des cessions ou abandons d'éléments d'actifs intervenus avant son introduction.

---

<sup>73</sup> La bourse d'Alger, ([www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)), date de consultation : 06/05/2022

## Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

### b) les conditions particulières

Le tableau ci-dessous présente les conditions particulières nécessaires pour la cotation :

**Tableau n°2 : conditions particulières de l'introduction en bourse d'Alger**

conditions	Marché des titres de capital		Titres de créances
	Marché principale	Marché PME	
<b>Forme juridique</b>	SPA	SPA	
<b>Capital social minimum libéré</b>	500 000 000 DZD	Pas de limite fixée	100.000.000 DZD
<b>Résultat du dernier exercice</b>	Bénéficiaire	N'est pas exigé	
<b>Part du Capital minimum à diffuser dans le public</b>	20 %	10 %	Etre réparti entre au moins 100 détenteurs
<b>Etats financiers certifiés et publiés</b>	Trois derniers exercices dont le résultat positif	02derniers exercices sauf dérogation de la COSOB	
<b>Structure d'audit interne</b>	Exigé	Exigée + désignation d'un promoteur en bourse	
<b>Nombre de détenteurs le jour d'introduction</b>	150 actionnaires	50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels	

Source : guide du marché PME, ([www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)), date de consultation 06/05/2022

# **Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse**

## **Conclusion du chapitre 01 :**

Le concept de marché financier date de l'antiquité. Il représente l'un des deux circuits de financement de l'économie à côté de l'intermédiation bancaire. Il répond aux besoins des entreprises en matière d'investissement. Il leur apporte les capitaux nécessaires à leur développement et à leur croissance économique sans surcoûts financiers, donc il favorise la croissance économique et joue un rôle majeur dans l'expansion des activités financières et assure la liquidité des capitaux.

Sur le marché financier, les agents économiques échangeant entre eux une grande diversité de produits financiers, ces instruments financiers peuvent se protéger contre le risque financier grâce aux produits dérivés.

L'ultime objectif de toute entreprise, quel que soit son secteur d'activité est la croissance de ses richesses. L'introduction en bourse est une opportunité pour l'entreprise, elle constitue une étape majeure dans sa vie. Cette opération assure l'ouverture du capital de l'entreprise au public. L'entreprise introduite et lors de sa introduction en bourse bénéficie de plusieurs avantages.

De plus, l'introduction en bourse d'une entreprise n'est pas chose aisée. Elle fait l'objet d'une préparation intensive compte tenu de l'importance de cette opération dans la vie de l'entreprise. De ce fait, le choix d'une procédure d'introduction en bourse adéquate est essentiel dans la vie de l'entreprise qui reflète la stratégie adoptée par cette dernière.

# **Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse**

## **Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse**

### **Chapitre 02 : L'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse**

#### **Introduction du chapitre 01**

L'évaluation des entreprises présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier, et puis, dans le processus d'introduction, l'entreprise doit passer par l'étape d'évaluation. Celle-ci permet de valoriser le patrimoine de l'entreprise à travers plusieurs méthodes.

Les méthodes d'évaluation d'entreprise sont nombreuses, certaines d'entre elles sont plus adaptées que d'autres, le choix de la méthode se fait selon les caractéristiques de l'entreprise à évaluer (la taille de l'entreprise, son secteur d'activité, sa rentabilité...) de ce fait la valeur d'entreprise peut être dégagée selon différentes méthodes basées aussi bien sur le passé, faisant essentiellement référence aux données comptables ainsi que sur des approches axées sur le devenir de l'entreprise. Considérant que la valeur d'une action est avant tout liée à sa rentabilité future c'est-à-dire aux dividendes.

Afin de déterminer la valeur de l'entreprise, il est important de suivre toute une démarche complexe et étudier préalablement les méthodes d'évaluation, l'environnement interne et externe de l'entreprise.

Le présent chapitre est structuré comme suit :

La première section parle une généralité sur les fondements de la valeur et les principales théories de valeur. La deuxième section explique les préalables à l'évaluation de l'entreprise et la démarche à suivre. La troisième section résume les différentes méthodes d'évaluation afin de déterminer la valeur de l'entreprise.

# Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

## Section 01 : Généralités sur les fondements de valeur

### 1. Notion de valeur et de prix

L'évaluation d'entreprise est un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs, aux titres de la société à évaluer, donc elle consiste de proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs de l'entreprise, et en aucun cas à proposer un prix. Il est donc nécessaire de faire la distinction entre ces deux notions.

En effet, la valeur d'une entreprise est le résultat de l'application d'une méthode d'évaluation, elle dépend à la fois de l'agent économique qui réalise la transaction (analyste, investisseur, acquéreur, etc.). Et des objectifs qu'il poursuit.<sup>74</sup>

Le prix d'une entreprise correspond au montant qu'un investisseur ou un agent économique négocie entre un acheteur et un vendeur.<sup>75</sup>

Dans le cas d'une opération portant sur une acquisition/cession, l'acquéreur (l'acheteur) visera à obtenir et finir l'opération avec une valeur moindre tandis que, le cédant (le vendeur) cherchera à obtenir la valeur la plus élevée possible.

Le prix de cette transaction est le montant sur lequel se mettent d'accord les deux parties.

### 2. Relation valeur et prix

Selon le courant de pensée économique, il y a plusieurs définitions qui expliquent la valeur. Elle se rattache à deux conceptions principales qui donnent au mot « valeur » des sens radicalement différents, et implique de conceptions différentes de la relation entre les deux notions : valeur et prix.

- lorsque l'on parle de la différence entre valeur et prix, il faut faire la distinction entre ces deux notions de valeur :

- Valeur financière : elle est universelle, elle représente la valeur intrinsèque de l'entreprise.
- Valeurs stratégiques : elles intègrent les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en tirer et il y en a autant qu'il y a d'acquéreurs potentiels.<sup>76</sup>

---

<sup>74</sup>A. Saidi, « méthodes d'évaluation des entreprises : le cas des entreprises algériennes cotés en bourse. », mémoire de master en mathématiques financières, université M'haned Bouguara de Boumerdas, 2017, P10

<sup>75</sup> PALARD, J-E., IMBERT, F. Guide pratique d'évaluation d'entreprise, Paris : Eyrolles, 2013, P27

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

-la définition subjective et objective :<sup>77</sup>

La conception subjective définit la valeur comme l'expression de l'intérêt qu'un agent particulier porte à un bien ou à un service, qui résulte d'un processus psychologique d'évaluation. C'est une notion subjective et privée dont la formation et l'explication relèvent de la psychologie et non de l'économie, et qui constitue une donnée externe pour le raisonnement économique.

Le prix est une notion distincte, qui résulte du fonctionnement effectif des mécanismes du marché, et qui seule a un sens économique. Formation de la valeur et formation du prix sont considérés comme deux processus distincts, seul le second relevant de l'analyse économique.

La conception objective pose que tout bien a une valeur indépendante de l'observateur, qui résulte des conditions de sa production et peut être déterminée par un calcul économique à partir des conditions et des coûts de production du bien ou du service. Le prix est alors généralement considéré comme une mesure de cette valeur.

La conception subjective est dominante depuis l'origine de la pensée économique (Aristote, Thomas d'Aquin). Elle a été maintenue par les classiques français (Turgot, Say), alors que la conception objective a été proposée d'abord par les Physiocrates avec comme référence la terre, puis par les classiques anglais avec comme référence le travail, et enfin reprise par les économistes marxistes.

- Le prix d'une entreprise suppose une notion de transaction et de confrontation d'une offre et d'une demande. Au contraire, la valeur n'implique pas nécessairement qu'il y ait volonté de transaction. Si le prix est une donnée objective, la valeur est nettement plus subjective.

- Toute décision financière doit permettre à une firme d'atteindre ses objectifs, ou au moins de s'en approcher. La finance est centrée sur la création de valeur. Le concept de valeur est donc fondamental pour comprendre la finance

Mais la signification du terme « valeur » est différente de celle du prix : alors que le prix est facilement identifiable, la valeur est davantage « ésotérique » et intangible.

L'application de cette distinction aux entreprises donne les éléments suivants :

Le prix courant d'une société est donné par la simple lecture des journaux financiers (cours des actions) ;

---

<sup>76</sup> L. AISSANI, Op Citée, P35

<sup>77</sup> Idem

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Et la « vraie » valeur que l'on peut en donner (ou telle qu'elle peut être indiquée par les dirigeants par exemple) est souvent plus élevée. Ceci suscite des questions clés relatives à la valeur telles que :

Comment mesure-t-on la valeur en finance ? Quels sont les facteurs qui peuvent limiter la capacité des dirigeants à créer de la valeur ? Tous ces éléments fondent le raisonnement financier sur la création de valeur.

### 3. Les différents types de la valeur

#### 3.1 La valeur de marché

La valeur du marché, ou valeur vénale d'un bien est le prix estimé de ce bien sur un marché concurrentiel pour relever de la loi de l'offre et de la demande, elle est aussi la valeur accordée en fonction de marché et, par voie de conséquence, à l'utilité du bien. Il s'agit du prix.

Elle représente le montant pour lequel une propriété pourrait être échangée entre un acheteur décidé et un vendeur décidé, quand les deux parties connaissent raisonnablement les événements significatifs et que ni l'acheteur ni le vendeur n'agisse sous pression.

Le terme générique de « valeur de marché d'un actif recouvre deux types de mesure. Dans un premier sens, ce terme désigne une valeur négociable et constatée sur un marché à l'instant considéré : il s'agit alors d'un prix de transaction plutôt que d'une valeur (le cours d'une action cotée ou le prix du m<sup>2</sup> de bureau, par exemple). La valeur de marché prend une autre signification pour désigner une valeur calculée ou valeur de rentabilité : il ne s'agit plus d'un prix observable mais du niveau de prix « économiquement correct ». La valeur de marché d'un actif se mesure alors comme la valeur actuelle des revenus futurs de cet actif : et cette valeur actuarielle nécessite, pour être calculée, de mobiliser une projection de revenus futurs d'une part, et un coût du capital de référence (taux d'actualisation) d'autre part ».<sup>78</sup>

Le concept de valeur vénale est défini de la façon suivante par les professionnels de l'expertise :<sup>79</sup>

- Libre volonté du vendeur ;
- L'existence d'au moins deux acquéreurs potentiels ;
- La disposition d'un délai raisonnable pour la négociation, compte tenu de la nature du bien et de la situation du marché ;
- Le maintien de la valeur à un niveau sensiblement stable pendant ce délai ;

---

<sup>78</sup>Laurent, BATSCH, LA THEORIE DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE, université PARIS-DAUPHINE, CEREG (umr cnrs), Paris, P1

<sup>79</sup> Bernard THION, VALEUR, PRIX ET METHODES D'EVALUATION EN IMMOBILIER, université Paris 9-DAUPHINE, France, Page :6

## **Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse**

- Des conditions de mise en vente et de publicité normale ;
- Que les parties en présence n'ont pas été influencées par des raisons de convenance personnelles.

### **3.2 La valeur d'acquisition**

Pour toute analyste, la valeur d'acquisition reste, qu'elle que soit réglementée ou pas, le prix total payé pour acquérir un bien (consommable ou pas), elle désigne donc le coût d'achat, elle est inscrite à l'actif du bilan, elle ne tient pas compte de l'inflation ce qui risque de sous évaluer certains biens.

### **3.3 La valeur liquidative**

Elle résulte d'une liquidation forcée de l'entreprise. Dans ce cas on risque d'assister à un bradage des éléments d'actifs.<sup>80</sup>

### **3.4 La valeur d'utilisation**

Correspond à la valeur d'utilisation des actifs dans le cadre du processus actuel d'exploitation. Elle est la dépense qu'il faudrait engager pour une entreprise ou un ensemble de biens procurant les mêmes résultats, les mêmes qualités et les mêmes performances. Un bien complètement amorti peut conserver une valeur d'exploitation fondée sur son utilité actuelle.

### **3.5 La valeur à la casse**

Elle est définie par le prix de vente des équipements considérés hors d'usage. Selon cette formule l'évaluation peut se faire au poids des métaux composant les biens hors exploitation pour lesquels il n'existe pas le marché de l'occasion, c'est une technique utilisable pour les équipements lourds très anciens technologiquement et entièrement dépassés.<sup>81</sup>

### **3.6 La valeur à neuf ou de reconstitution**

Elle représente la dépense nécessaire pour l'acquisition d'un même bien avec a même utilité et pour remplacer un bien par son équivalent neuf, elle ne peut s'appliquer quand il n'existe pas de biens similaires sur le marché, sauf à rechercher des biens assurant la fonction technologique la plus rapprochée.

---

<sup>80</sup> A. Belharet, Op Citée, P57

<sup>81</sup> W. Iguergaziz, « problématique d'évaluation des entreprises algériennes dans le cadre de la privatisation », mémoire de magister en sciences économiques option : Monnie-Finance-Banque, université de Moulod Mammeri de Tizi-Ouzou, 2011, P13

## **Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse**

### **3.7 La valeur d'assurance**

Cette valeur est déterminée à partir de la valeur à neuf par les experts en assurance, une fois que cette valeur est connue, il est procédé au calcul de la déduction à opérer pour cause d'usure par application d'un coefficient de vétusté. Donc la valeur d'assurance est égale la valeur à neuf moins la déduction de vétusté.

# Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

## Section 02 : L'évaluation d'entreprise

### 1. Définition

Selon J.E.Palard et F.Imbert: « Evaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeur aux actifs d'une entreprise ou à ses titres et en aucun cas proposer un prix. »<sup>82</sup>

D'après Honigman .C.N et Tubian .M, « L'évaluation de l'entreprise, c'est la détermination de la valeur de l'entreprise. Cette détermination peut être faite à l'aide de l'actif net comptable réévalué ou d'après le montant du résultat. »<sup>83</sup>

« Évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix. En effet, si le prix d'une entreprise est une donnée objective (l'exemple ultime étant la confrontation d'un ordre de Bourse d'achat et de vente qui fixe un prix pour une valeur cotée), la valeur est nettement plus subjective puisqu'elle dépend à la fois de l'agent économique qui a réalisé la valorisation (analyste, actionnaire, investisseur, dirigeant, créancier...) et des objectifs qu'il poursuit :

- Continuer l'exploitation de la société, en l'état ;
- Continuer l'exploitation de la société, en en modifiant la stratégie ;
- Continuer l'exploitation de la société, en la rapprochant d'une autre entreprise ;
- Liquidier les actifs de la société. »<sup>84</sup>

D'après ses définitions, l'évaluation d'entreprise est un processus général de détermination de la valeur économique et financière d'une entreprise ou d'une unité de l'entreprise dans son ensemble sur le marché. Le prix de l'entreprise est fixé à cause de la confrontation de l'offre et de la demande tandis que sa valeur est ce qu'elle apporte à l'acquéreur (l'acheteur).

L'évaluation d'entreprise est une démarche structurée qui consiste à déterminer objectivement la juste valeur marchande d'une entreprise, de ses actions ou de ses actifs en analysant les divers facteurs économiques et financiers qui impactent son activité.

D'après Warren Buffett : « le prix est ce que vous payez, la valeur est ce que vous obtenez »

---

<sup>82</sup>J-E. Palard. F.Imbert, Op Citée, P29

<sup>83</sup> C.N.Honigman, H.M.Tubian, « DIAGNOSTIC EVALUATION ET TRANSMISSION DES ENTREPRISES », édition LITEC, 1992, P320

<sup>84</sup> J-E. Palard. F.Imbert, Op Citée,P20-21

# Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

## 2. Pourquoi évaluer ?

Une entreprise devra procéder à l'évaluation de son entreprise dans les contextes suivants :

❖ Détermination d'une valeur de vente ou d'achat dans les opérations de Cession et transmission lors d'une succession, la vente totale ou partielle d'une entreprise, la prise de contrôle d'une entreprise par l'acquisition d'une fraction importante de son capital, l'offre Publique d'Achat (OPA) et enfin le rachat par une société de ses propres actions afin de les annuler.<sup>85</sup>

❖ Détermination de la valeur actuelle des titres afin de provisionner une éventuelle dépréciation.<sup>86</sup>

❖ La détermination d'une valeur d'échange lors d'une opération de fusion pour déterminer le rapport d'échange entre les titres échangés ou pour une offre publique d'échange (OPE).

❖ La détermination d'une valeur d'émission pour les opérations suivantes : l'augmentation du capital pour le but de fixer le prix d'émission des titres, l'introduction en bourse des titres, l'émission d'obligations à bons de souscription d'actions, émission d'obligations convertibles en actions, émission d'obligation échangeables en actions et l'émission d'options dont les actions constituent le support, paiement des dividendes en action.

L'évaluation de l'entreprise se rencontre également dans les situations suivantes : l'évaluation du bilan par le banquier pour vérifier la solvabilité de son client, l'évaluation périodique de l'entreprise dans le but de mesurer la qualité de la gestion et pour connaître la croissance de la valeur de la société pour assurer un meilleur rendement à ses capitaux (pour un investisseur), l'évaluation intervient également pour des raisons fiscales, car la valeur de l'entreprise constitue l'assiette de l'impôt.<sup>87</sup>

## 3. Le processus d'évaluation d'une entreprise

Pour que votre évaluation d'entreprise soit légitime, il convient de suivre une démarche rigoureuse qui repose sur un certain formalisme plus ou moins complexe en fonction de la taille de l'entreprise, du secteur d'activité ou du mode de consolidation des filiales au sein d'un groupe. La valorisation finale d'une entreprise n'est que la conclusion d'un processus d'évaluation qui s'effectue en plusieurs étapes. Nous présenterons dans ce qui suit les principales étapes nécessaires au bon déroulement d'une mission d'évaluation.

---

<sup>85</sup> A. Belharet, Op Citée, P56

<sup>86</sup> Idem

<sup>87</sup> W. Iguergaziz, Op Citée, P13

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### 3.1 La collecte d'informations

La première étape consiste à réunir l'ensemble de l'information disponible sur la société et son environnement : ses produits, ses marchés et ses concurrents à partir des données publiques (article de presse, comptes publiés, rapport de gestion) ou privées (études sectorielles, notes d'analystes financiers), cette étape est la plus longue et la plus délicate. Cette première phase permet la prise de connaissance générale de l'entreprise et de son environnement, qui débute généralement par des visites sur place afin d'apprécier le contexte général de l'entreprise, cette étape doit être également une occasion de rencontrer les responsables pour faire un tour d'horizon de la société et de ses concurrents.

Le tableau ci-après présente une liste des principales données à recueillir pour l'évaluation d'une entreprise.

**Tableau n°03** : les principales données à recueillir pour l'évaluation d'une entreprise

Informations chiffrées	Informations qualitative
-Etats financiers des trois dernières années : bilan, compte de résultat, annexe et tableau des flux de trésorerie.	-Organisation de l'entreprise.
-Rapports des commissaires aux comptes.	-Méthodes de management.
Méthode d'amortissement des immobilisations	-Stratégie du chef d'entreprise.
-Tableaux d'amortissement.	-Compétence des salariés.
-Répartition du capital social.	-Etat du matériel.
-Liste des rémunérations des différents salariés.	-Concurrence et positionnement sur le marché
	-Connaissance du secteur d'activité.
	-Potentiel du secteur (croissance, déclin).
	-Connaissance du type de client.
	-Répartition de la clientèle.
	-Relation avec les fournisseurs.
	-Examen des contrats (assurance, travail, ...).

Source : CA. Duplat, Vuibert, Paris, 2007, P40.

# Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

## 3.2 L'élaboration du diagnostic de l'entreprise

En utilisant l'information collectée, un diagnostic d'entreprise peut être effectué. Ce diagnostic sert avant tout à comprendre le "business model"<sup>88</sup> – ou modèle d'affaire – de l'entreprise à évaluer d'un point de vue stratégique et financier.

### 3.2.1 Le diagnostic stratégique

Le diagnostic stratégique permet de porter un regard sur la situation concurrentielle de l'entreprise, les opportunités offertes et les menaces présentes sur son marché et de caractériser ses forces et ses faiblesses. Pour faire un diagnostic stratégique, il est possible de citer à utiliser les outils suivants : l'analyse SWOT, la matrice BCG, les cinq forces de Porter, etc. Ce diagnostic s'effectue en deux étapes : un diagnostic interne et un diagnostic externe.

❖ Le diagnostic interne a pour vocation de comprendre le fonctionnement de l'entreprise, et de déterminer les domaines d'activités sur lesquels elle entend se développer. Il s'intéresse notamment au système de production au niveau des investissements et à la stratégie de distribution. D'autres éléments, à l'instar du diagnostic fonctionnel et d'un audit général, doivent compléter le diagnostic d'entreprise.<sup>89</sup>

❖ Le diagnostic externe porte essentiellement sur l'analyse de marché et de l'environnement de l'entreprise, c'est-à-dire :

- les relations entre l'entreprise et ses concurrents ;
- L'interdépendance avec les clients et les fournisseurs ;
- Les interactions avec les apporteurs de capitaux et les services de l'Etat.

### 3.2.2 Le diagnostic financier

Le diagnostic financier permet d'identifier les déterminants de la performance économique et financière de l'entreprise sur le long terme, d'analyser sa structure de financement et d'évaluer sa solidité financière.

## 3.3 Choisir la bonne méthode d'évaluation

L'entreprise fera recours à une évaluation d'entreprise dans plusieurs contextes différents dont l'évaluation doit sélectionner parmi les différentes méthodes d'évaluation celle à retenir pour valoriser l'entreprise et justifier également les méthodes d'évaluation à écarter.

❖ L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique. Elle est fondée sur la réévaluation des actifs et le calcul de la rente du good will.

---

<sup>88</sup>Un business modèle décrit la logique de l'entreprise, la façon dont elle opère et crée de la valeur afin d'assurer sa pérennité. ([www.businessmodelfab.com](http://www.businessmodelfab.com)).

<sup>89</sup>J-E. Palard, F. Imbert, Op Citée, P85

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

❖ L'approche dynamique ou méthode actuarielle : « Cette approche vise à déterminer la valeur d'une entreprise en se fondant sur l'hypothèse qu'elle restera en exploitation durant un avenir prévisionnel »<sup>90</sup>

❖ L'approche analogique appelée aussi « l'approche des comparables » ou « l'approche des multiples » est fondée sur l'application à la société évaluée des multiples observés lors de transactions (acquisitions, sessions) récentes enregistrées dans le même secteur ou lors de cotations boursières »<sup>91</sup>

Le choix de telle ou telle méthode est fonction de certains éléments tels que :

- ❖ L'information disponible et les données disponibles ;
- ❖ L'objectif de la valorisation ;
- ❖ La taille de l'entreprise ;
- ❖ La possibilité de faire des prévisions sur l'activité ;
- ❖ Les conditions disponibles sur le marché au moment de l'évaluation.

### 3.4 Elaboration du business plan

Sur le plan théorique, les méthodes actuarielles sont généralement les plus appropriées car elles supposent que la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie générées par son activité. Or ce type de méthode nécessite d'élaborer un business plan et d'évaluer le montant des synergies potentielles en cas de rapprochement avec un autre groupe. Le business plan s'appuie sur un certain nombre d'hypothèses liées à l'évolution du cash-flow, à la croissance du BFR ou aux dépenses d'investissement.<sup>92</sup>

### 3.5 Détermination des hypothèses et des paramètres de l'évaluation

A l'instar d'autres modèles qui cherchent à anticiper l'évolution des marchés ou le comportement des agents économiques, les modèles d'évaluation reposent sur de nombreuses hypothèses et de retraitements pour le but de la valorisation finale de l'entreprise.

Le tableau suivant récapitule les principales hypothèses relatives à l'estimation des paramètres de chacune des approches de l'évaluation.

**Tableau n°04** : Hypothèses et paramètres relatifs aux méthodes d'évaluation

Méthodes de valorisation	Hypothèses	Paramètres
Actif net réévalué	-La valeur de la firme est égale à la valeur de son patrimoine.  -Les flux versés par	Réévaluation des actifs.

<sup>90</sup>G. Chapalain, « PRATIQUE MODERNE DE L'EVALUATION », EMS édition, Paris, 2004, P113-114

<sup>91</sup>C.A.Duplat, Op Citée, P151

<sup>92</sup>J.E.Palard, F.Imbert, Op Citée, P78

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

	l'exploitation des actifs sont limités au regard de la valeur du patrimoine.	
Méthode du Goodwill	La valeur des actifs immatériels est forte au regard des autres actifs (corporels, exploitation)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Evaluation de la rente de Goodwill.</li> <li>-Taux d'actualisation du Goodwill.</li> <li>-Durée d'estimation.</li> </ul>
Méthode des comparables	La valeur d'une firme est déterminée à partir de la valeur des entreprises évoluant dans le même secteur d'activité.	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Choix de l'échantillon de sociétés ou des transactions comparables.</li> <li>-Choix des multiples et des agrégats opportuns.</li> </ul>
Méthode de dividendes actualisés	La valeur dépend du niveau des bénéfices.	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Taux de croissance des bénéfices.</li> <li>-Taux de distribution.</li> <li>-Taux d'actualisation.</li> </ul>
Méthode DCF	La valeur est égale à la somme des flux actualisés au cout du capital.	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Flux de trésorerie.</li> <li>-Cout moyen pondéré du capital.</li> <li>-Horizon du business plan Valeur finale.</li> <li>-Taux de croissance des flux à l'infini.</li> </ul>

**Source:** J-E. Palard, F. Imbert, Op. Citée, P122

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### 3.6 Construction d'une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur

Enfin, à l'issue de l'évaluation une fourchette de valeur est dégagée sur la base de laquelle, les négociations sont engagées, c'est la discussion entre l'acheteur et le vendeur pour arriver à un accord sur le prix de cession et d'autres points concernant la transaction. « Négocier c'est abandonner le terrain technique de l'évaluation pour aborder celui, difficile de la psychologie. Cette étape se décompose en trois parties : la préparation de la négociation et la négociation proprement dite, la concrétisation de la négociation par des actes juridiques »<sup>93</sup>. Ainsi en fonction de l'offre et de la demande et les rapports de force entre les parties un prix sera dégagé.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup>B. Marignault, C.Kalb, M.Vernet, « UNE ENTREPRISE PME/PMI, L'EVALUATION, LE PLAN DE REPRISE », édition A.N.C.E, 1994, P67

<sup>94</sup> W. Iguergaziz, Op Citée, P15

# Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

## Section 03 : Les méthodes d'évaluation d'entreprise

### 1. L'approche patrimoniale ou statique

L'approche patrimoniale est historiquement une des méthodes qui a été privilégiée en France, cette approche regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique et non prévisionnel, ces méthodes sont les plus anciennement utilisées pour la valorisation des entreprises. Le fondement essentiel des approches patrimoniales est, comme leur nom l'indique, une approche en terme de valorisation des différents éléments patrimoniaux qui composent la firme, c'est-à-dire le bilan et les comptes de résultats, il s'agit donc d'évaluer ce qui appartient à l'entreprise. C'est une approche qui part du bilan et compare ce que l'entreprise possède (actif) à ce qu'elle doit (passif).

Nous verrons dans cette section les méthodes patrimoniales les utilisées :

- ✓ La méthode de l'actif net comptable ;
- ✓ La méthode de l'actif comptable corrigé « ANCC » ;
- ✓ La méthode du Good Will (méthode appelée hybride : qui tient compte du passé de l'entreprise et son futur).

#### 1.1 La méthode de l'actif net comptable

«L'ANC représente l'excédent des biens et des créances détenues par l'entreprise, qui forment l'actif du bilan, sur les dettes du passif exigible, qu'elle a envers les tiers».<sup>95</sup>

La valeur d'actif net comptable appelée aussi «Valeur mathématique comptable» est calculée sur la base du dernier bilan disponible, dans ce calcul les actifs et les dettes sont retenus pour leurs valeurs comptables.<sup>96</sup>

Historiquement, il s'agit de la technique d'évaluation la plus ancienne, la plus répandue et la plus rapide. Elle est bien adaptée pour l'étude des entreprises à maturité dont la valeur est plutôt basée sur son patrimoine (ce que l'entreprise possède et ce qu'elle doit) que ses perspectives de croissance et compétitivité.

Le schéma ci-dessous résume la notion de l'ANC.

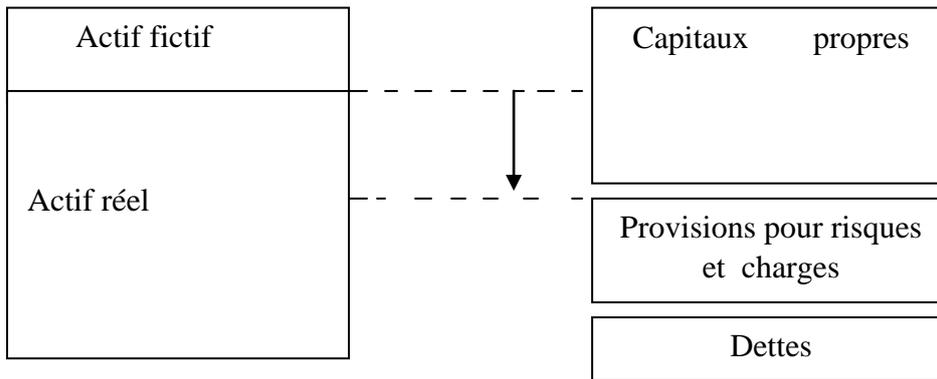
---

<sup>95</sup> REFAIT. M , « l'évaluation d'entreprise », presse universitaire de France,1994, P70

<sup>96</sup> DE LA CHAPPELL. PH, « l'évaluation des entreprises », 2eme, édi, édition economica, Paris, 2004, P57

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Schéma n°01 : la notion de l'ANC



Source : PALOU. J-M, « Les méthodes d'évaluation d'entreprise », groupe revue fiduciaire, Paris, 2003, p 34.

### 1.1.2 Calcul de l'ANC

L'Actif Net comptable de l'entreprise peut être calculé de deux façons différentes :

**Actif Net Comptable = Actif réel - Dettes et provision pour risques et charges.**

**Actif Net Comptable = Capitaux propres - Actifs fictifs.**

Source : PALOU. J-M, « Les méthodes d'évaluation d'entreprise », groupe revue fiduciaire, 2003, paris, p34.

Selon le nouveau système comptable financier, les réévaluations se font avant l'établissement de fin d'année, donc l'actif net comptable est directement calculé à partir du bilan certifié de fin d'année. Il est calculé comme suit :

$$\text{ANC} = \sum \text{actifs} - \sum \text{dettes}$$

Calcul par le haut du bilan :

**Actif Net Comptable = Capitaux propres - Actifs fictifs + dettes fictives**

Calcul par le bas du bilan :

**ANC =  $\sum$ actifs - ( $\sum$ dettes + Provisions) - actif fictifs + dettes fictives**

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### ❖ Actifs Réels <sup>97</sup>

Sont valorisable selon une approche empirique du marché (experts immobiliers) ou d'après des éléments financiers comme les revenus attendus ou les coûts de reconstitution à l'identique. Ce sont les actifs qui ont une valeur marchande, et sont égaux à la somme des actifs diminuée d'actif fictif comme les terrains, bâtiments, marchandises...

### ❖ Actifs Fictifs <sup>98</sup>

Les actifs dits « fictifs », assimilables à des dépenses définitives, sont à exclure de la situation nette. Ils correspondent à des non-valeurs qui comprennent :

✓ **Les frais d'établissement** : ce sont des frais attachés à des opérations qui conditionnent l'existence ou le développement de l'entreprise mais dont le montant ne peut être rapporté à des productions de biens ou de services déterminés (frais de construction, frais d'augmentation de capital...).

✓ **Les charges répartir sur plusieurs exercices** : ce sont des charges dont l'incidence sur le résultat peut être différée et répartie sur plusieurs exercices (frais d'acquisition des mobilisations, frais d'émission des emprunts...).

✓ **Les primes de remboursement des obligations** : elles apparaissent lorsque la somme remboursée sur un emprunt obligatoire est supérieure à la somme obtenue par cet emprunt.

✓ **Les frais de recherches et développement** : l'inscription à l'actif est subordonnée au respect de certaines conditions édictées par le plan comptable (projets nettement individualisés et ayant de sérieuses chances de réussite et de rentabilité commerciale).

Mais, par prudence, ces frais peuvent être considérés comme des non-valeurs.

✓ **Les charges constatées d'avance** : sauf fournitures non consommées, créances en nature.

✓ **Les écarts de conversion actif** : Cohen (1997) précise que : « les écarts de conversion actif correspondent à des diminutions de créances ou à des augmentations de dettes induites par des fluctuations défavorables des taux de change relatifs aux devises dans lesquelles ces encours sont libellés ».<sup>99</sup>

✓ **Frais d'émission d'emprunt**

✓ **Frais d'acquisition d'immobilisation**<sup>100</sup>

### ❖ Dettes Réelles

Parallèlement, les dettes réelles sont les dettes qui sont réellement dues et qui feront l'objet d'un paiement, par opposition aux dettes fictives. Les dettes réelles sont la somme des dettes de l'entreprise diminuée des dettes fictives.

---

<sup>97</sup>S. Pariente, Op Citée, P192

<sup>98</sup> Jean-Michel Palou (2008), les méthodes d'évaluation d'entreprise, Groupe Revue Fiduciaire, 2eme édition, Paris, P 34

<sup>99</sup> Elie Cohen, (1997), Analyse financière, Economica, 4eme édition, France, page : 252

<sup>100</sup> J-M. Palou, Op Citée., P34

# Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

## ❖ Dettes fictives

Les dettes fictives sont :

- ✓ Les produits constatés d'avance.
- ✓ Les écarts de conversion passif.

## 1.2 La méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC) ou l'actif net réévalué (ANR)

### 1.2.1 Définition

Selon Philippe De La Chapelle « il s'agit, sur la base du dernier bilan disponible, de corriger une à une les valeurs comptables (valeur historique à l'origine) des actifs et, le cas échéant, du passif envers les tiers, pour les porter à leurs valeurs de marché, faisant ainsi apparaître les plus ou moins-values potentielles qui viendront alors modifier à due concurrence la valeur des fonds propres ». <sup>101</sup>

D'après Emmanuel Tchameni « L'ANCC correspond à un actif net comptable, mais corrigé des données économiques et financières venant modifier les valeurs de certains postes du bilan : les éventuelles conséquences fiscales, une sous-évaluation d'actifs immobilisés ou des impôts latents ». <sup>102</sup>

### 1.2.2 Calcul de l'ANCC

**ANCC = Valeur de l'entreprise = Actifs corrigés – Dettes corrigées**

**ANCC = Valeur de l'entreprise = (Actifs réels – Dettes réelles) + Plus-values latentes – Moins-values**

**= Actif net comptable + Plus-values latentes – Moins-values**

## ❖ Poste à modifier <sup>103</sup>

Afin d'obtenir une valeur patrimoniale plus proche de la réalité que la valeur comptable, il convient d'effectuer un travail de réévaluation ou d'élimination sur certains postes du bilan. L'examen de chaque poste du bilan conduit à une vision plus exacte de la valeur de l'entreprise, il va faire ressortir que certains postes sont surévalués et que d'autres sont sous évalués.

- 1) Correction de l'actif
  - a) Immobilisations incorporelles

---

<sup>101</sup> PH. DE La Chapelle, Op Citée, P58

<sup>102</sup> E. Tchameni, « EVALUATION DES ENTREPRISES », édition economica, Paris, 1993, P10

<sup>103</sup> A. Belharet, Op Citée, P66

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

**Tableau n°05 : Correction des immobilisations incorporelles**

Type d'actif	Norme IAS/IFRS	Méthode d'évaluation
Frais d'établissements	Non immobilisés	Actif fictif sans valeur vénale
Frais de recherche et développement (R&D)	Traitement distinct : Recherche : non immobilisé. Développement : immobilisé si le produit fournit des avantages économiques futurs.	Evaluation des avantages économiques futurs générés par les dépenses de R&D. Si ces avantages futurs sont nuls, ces dépenses n'ont pas de valeur vénale et doivent être imputées sur les charges de l'exercice.
Brevets	Immobilisés et amortis sur la durée d'utilisation. Comparaison de la valeur économique du brevet et de la valeur nette comptable (VNC).	Evaluation à partir de la capitalisation du profit net dégagé par le brevet sur sa durée d'utilisation.  Valeur de cession du brevet si le brevet ne produit plus d'avantages économiques.
Marques	Immobilisées mais non amorties (durée de vie indéfinie).	Valorisation du surprofit lié à l'exploitation de la marque Méthode interbrand : actualisation à l'infini du supplément de résultat attribuable à la marque par rapport au produit générique.
Fonds commercial (IAS 38)	Créé en interne : non immobilisé. Acquis : immobilisation possible mais soumise à des tests de dépréciation.	Application du barème de l'administration fiscale (% du chiffre d'affaires ou de l'actif net).  Méthode du goodwill.
Ecart d'acquisition (IAS 36)	Immobilisés et amortis (pas de durée précise).	Méthode DCF d'évaluation des unités génératrices de trésorerie (UGT).

Source : W.Iguergaziz, Op Citée, p.156-157.

### b) Immobilisations corporelles

**Tableau n°06 : Correction des immobilisations incorporelles**

Type d'actif corporel	Normes IAS/IFRS	Méthode d'évaluation
Terrain (IAS 16)	Non amortissable	❖ Approche par le marché : Prix au mètre carré des transactions récentes et des

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

		<p>caractéristiques du terrain.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Approche par les revenus : actualisation des revenus nets moyens.</li> <li>❖ Approche par les coûts : Remise aux normes environnementales après exploitation (mines, nucléaire...)</li> </ul>
Construction (IAS 16)	<p>Comptabilisation des constructions séparément des terrains :</p> <p style="padding-left: 40px;">Amortissables par composant, si elles sont classées en propriété.</p> <p style="padding-left: 40px;">Non amortissables, si elles sont classées en investissement.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Approche par le marché : prix au mètre carré des transactions récentes pour des biens ayant des caractéristiques proches.</li> <li>❖ Approche par les revenus : actualisation des revenus nets moyens (location).</li> <li>❖ Approche par les coûts : évaluation de la valeur de remplacement par composant et de la remise aux normes.</li> </ul>
Installations techniques matériel et outillage (IAS 16)	Amortissement calculé sur l'écart entre la valeur d'acquisition et la valeur résiduelle.	<p>En général, pas de réévaluation : la valeur nette comptable (VNC) est une bonne estimation de la valeur d'usage.</p> <p>En cas de revente, réévaluation de l'actif à la valeur de marché</p>
Autres actifs corporels (IAS 16)	Amortissables	<p>Valeur nette comptable (VNC).</p> <p>Réévaluation à la valeur de marché en cas de revente.</p>

Source : J-E Palard, F.Imbert , Op. Cit., P52

### c) Immobilisations financières

#### ❖ Titres et participations

Il est nécessaire de prendre en considération l'objet de cotation ou non de titre de participation. Si ces deux éléments sont cotés, le cours boursier est une valeur pertinente, s'ils ne le sont pas cotés, il faut évaluer l'entreprise dans sa totalité selon les différentes méthodes. Dans le cas où la participation est minoritaire, l'actualisation des dividendes futurs est un bon compromis entre la pertinence de l'évaluation et son coût de mise en œuvre.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Pour estimer la valeur d'utilité d'un titre de participation, il faut prendre en considération les éléments suivants: cours de bourse, rentabilité et perspectives de rentabilité, actif net, perspectives de réalisation, conjoncture économique, motifs d'appréciation sur lesquels repose la transaction d'origine.

### ❖ Créances et prêts accordés

Si la société a accordé des prêts, il faut s'assurer que ces derniers seront honorés, s'ils sont à long terme (plus d'un an), il faut les valoriser en actualisant les flux qui seront perçus, au taux auquel le bénéficiaire du prêt pourrait s'endetter aujourd'hui.

### d) Actifs circulants

« L'actif circulant s'oppose à l'actif immobilisé dans la mesure où la notion de longévité sous-entendue dans les immobilisations laisse la place au court terme (actif circulant) »<sup>104</sup>

**Tableau n°07 : Correction de l'actif circulant**

<p style="text-align: center;"><b>Stock</b></p> <p>« Le stock est l'ensemble des marchandises accumulées en attente d'être transformées ou vendues »<sup>105</sup></p>	<p>Les stocks sont inscrits au bilan, dans la plupart des cas, à leur prix de revient, éventuellement minoré d'une provision pour dépréciation.</p> <p>Il faut s'assurer que:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Le commissaire aux comptes doit vérifier que les travaux d'inventaire ont été correctement exploités par l'entreprise</li> <li>❖ Les problèmes liés à la qualité doivent être pris en compte car certains produits peuvent être périmés ou n'ont aucune chance d'être écoulés, auquel cas il faut appliquer une décote à la valeur comptable. Cette analyse doit aboutir à la vérification du bien-fondé d'une éventuelle provision pour dépréciation.</li> <li>❖ Dans le cas de cycle de production long, il est nécessaire de procéder à une réévaluation de ces stocks.</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Créances</b></p>	<p>Les créances sont retenues en comptabilité pour leur valeur nominale et, par prudence, une provision pour dépréciation est constituée lorsqu'il existe une perte probable. L'évaluateur doit vérifier que l'entreprise a correctement évalué le risque de non-recouvrement des créances.</p> <p>Si nécessaire, cette provision doit être ajustée en fonction d'événements récents (liquidation judiciaire d'un client...).</p> <p>De plus, pour les créances dont l'échéance est lointaine, les fluctuations des taux d'intérêt peuvent affecter leur valeur. Il vaut</p>

<sup>104</sup>B. Menier\_Rocher, « LE DIAGNOSTIC FINANCIER », Ed d'organisation, 2003, P16

<sup>105</sup> P. Vizzavona, « PRATIQUE DE GESTION, ANALYSE PREVISIONNELLE », Ed Berti, 1991, P45

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

	<p>mieux prendre, quand cela est possible, la valeur présente des flux attendus calculée en prenant comme taux d'actualisation le taux d'intérêt à long terme actuel.</p>
<b>Trésorerie</b>	<p>La trésorerie d'une entreprise est composée du solde de ses comptes bancaire ainsi que des placements qu'elle a pu réaliser. La seule réévaluation à pratiquer porte sur les valeurs mobilières de placement.</p> <p>Lorsque les titres de placement une réserve de liquidité, leur utilité pour l'entreprise réside fondamentalement dans la possibilité d'être transformés en espèces liquides. Les titres cotés seront évalués au cours moyen du dernier mois.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Une compensation entre les titres est possible sous deux conditions,</li> <li>❖ Les titres doivent être cotés de façon régulière sur un marché organisé</li> </ul> <p>Ces titres ne doivent pas être des actions ou autres titres de capital émis par la société et détenus par elle</p> <p>Si les titres ne sont pas cotés, ils seront estimés à leur valeur probable de négociation (valeur de rendement, actif net) en faisant référence, si possible, à des transactions intervenues récemment. L'absence de liquidités de ces titres peut exiger un abattement important en fin de calcul.</p> <p>Le taux en est difficile à déterminer, compte tenu de la spécificité de chaque cas d'espèce. Un abattement de l'ordre de 15 % à 25 % ne paraît pas excessif.</p>

Source : J-M. Palou, Op. Citée, P63-64.

### 2) Correction du passif

#### a) Dette financière

Pour les dettes à court terme, leur valeur de marché est assimilée à leur valeur comptable, pour celle à long terme, il faut les réévaluer selon le principe d'actualisation.<sup>106</sup>

#### b) Les provisions pour risques et charges<sup>107</sup>

Une provision pour risques et charges est un passif dont l'échéance ou le montant n'est pas fixé de façon précise. Les risques et les charges peuvent affecter la valeur de la société. Il est donc indispensable de procéder à une analyse très complète des provisions existantes et souhaitables en se faisant préciser le nombre et la nature des problèmes existants. Il convient

<sup>106</sup> L. Aissani, Op Citée, P76

<sup>107</sup> A. Belharet, Op Citée, P71

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

d'apprécier les risques courus par l'entreprise qui peuvent conduire à des sorties de fonds non provisionnées. Les provisions qui ne sont pas justifiées représentent des réserves latentes. Leur montant doit être soustrait du passif exigible pour être reclassé dans les capitaux propres.

### c) Les engagements hors bilan

Les actifs hors bilan sont les actifs pris en crédit-bail. Le crédit-bail est un mode de financement au même titre que l'emprunt, de ce fait le bien doit apparaître à l'actif pour sa valeur vénale, il s'agit de sa valeur nette comptable calculée sur la base de sa durée de vie économique et non de la durée du contrat du crédit-bail. Au passif la dette correspond aux loyers restants dus. L'option d'achat s'ajoute aux dettes, sa valeur correspond à l'actualisation du montant qui sera à payer. Quant aux engagements hors bilan de la société sont les droits et obligations, qui ont un impact sur le patrimoine de celle-ci. Il s'agit des garanties, avals, cautions, nantissements, hypothèques, effets escomptés non échus, achats et ventes à terme non couverts. Leur probabilité de survenance ainsi que leurs conséquences doivent être appréciées.<sup>108</sup>

### 3) Prise en compte de la fiscalité

L'évaluation peut se réaliser dans un objectif transactionnel (cession et fusion) ou en dehors de toute idée de transaction. Dans ce dernier cas, aucune fiscalité n'est à retenir, dans le premier cas, il faut retenir les règles fiscales relatives aux fusions.<sup>109</sup>

#### ✓ Fiscalité sur éléments de capitaux propres

Les provisions réglementées, les amortissements dérogatoires et subventions d'investissement doivent être retenus dans les capitaux propres après déduction d'un impôt latente (impôt sur les sociétés). Cet impôt est à inclure dans les dettes.<sup>110</sup>

#### ✓ Fiscalité sur actifs réévalués<sup>111</sup>

Certaines plus ou moins-values vont avoir un impact fiscal c'est-à-dire, ces plus ou moins-values vont induire à une majoration ou une réduction de l'impôt, de ce fait, une dette ou une créance fiscale latente est à retenir, trois cas sont à distinguer :

#### • Actifs immobilisés nécessaires à l'exploitation

Le bien ne sera pas cédé, donc il n'y a pas de plus-value ou de moins-value à réaliser, de ce fait il n'y a pas de fiscalité latente, mais si une moins-value est réalisée, une provision pour dépréciation doit être comptabilisée selon le principe de prudence, cette provision est déductible fiscalement ainsi une créance fiscale latente est à retenir, elle est égale à la moins-value multipliée par le taux d'imposition.

---

<sup>108</sup> Idem

<sup>109</sup> W. Iguergaziz, Op Citée., P69

<sup>110</sup> A. Belharet, Op Citée, P71

<sup>111</sup> Ibid, P72

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

- **Actifs immobilisés non nécessaires à l'exploitation**

Dans le cas de cession de cet actif, la plus ou moins –value sera réalisée et une fiscalité latente est à retenir, c'est une créance fiscale latente dans le cas d'une moins –value et une dette fiscale latente dans le cas d'une plus –value.

- **Actifs circulants**

Actifs circulants comprennent les stocks et les créances donc une plus ou moins –value sera réalisée sur ces éléments puisqu'ils sont appelés à être cédés ou encaissés.

- ✓ **Fiscalité sur actifs fictifs**

Les frais d'établissements et les frais de recherche et développement sont amortis et cet amortissement est une charge fiscalement déductible. Quant au fonds commercial, si sa valeur est nulle une économie d'impôt est réalisée, car la provision pour dépréciation est fiscalement déductible mais si le fonds commercial n'a pas été retenu dans l'actif net réévalué (ANR), aucune fiscalité n'est à retenir.<sup>112</sup>

- ✓ **Fiscalité sur charges à répartir**

Il y a quatre types de charges à répartir : les frais d'acquisition des immobilisations, les frais d'émissions des emprunts, les charges différées, les charges à étaler. Dans les quatre cas, il s'agit d'actifs fictifs qui n'ont aucune valeur, par contre, leur suppression de l'actif aura des conséquences selon les cas de convergence ou de divergence entre le traitement comptable et fiscal. Pour les frais d'acquisition des immobilisations et frais d'émission des emprunts. Leur traitement comptable et fiscal est identique, les sommes figurant encore au bilan seront amorties et déduites fiscalement donc, elles induisent une créance fiscale latente. Pour les charges différées et charges à étaler, l'amortissement n'est pas déductible fiscalement donc il n'y a pas de fiscalité latente.<sup>113</sup>

- **Intérêts et limites de cette méthode**

Les méthodes patrimoniales sont des méthodes privilégiées par de nombreux évaluateurs, elles sont faciles et simples à appliquer car l'information est disponible et accessible.<sup>114</sup> Il suffit d'un bilan pour calculer l'ANC et pour les corrections de l'ANCC, l'évaluateur dispose de plusieurs indicateurs : prix des matières premières, loyer et prix de ventes moyens, etc.... qui lui permettent d'ajuster les mesures.

---

<sup>112</sup> Idem

<sup>113</sup> Idem

<sup>114</sup> GENSSE. P, « ingénierie financière », 3<sup>ème</sup>.ed, édition economica, Paris, 2004, P57

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Cependant, malgré leurs atouts de simplicité, elles présentent certaines limites :

Du fait des principes des coûts historiques et de prudence, l'ANC ne constitue qu'une approche imparfaite de la valeur d'une entreprise. En effet, les valeurs du bilan sont souvent sous évaluées car les éléments incorporels développés et créés par l'entreprise n'apparaissent pas dans le bilan.<sup>115</sup>

La méthode de l'ANCC est très lourde à mettre en œuvre et nécessite bien souvent le recours à plusieurs catégories d'experts, notamment pour l'immobilier, pour procéder à des investigations approfondies et coûteuses.<sup>116</sup> Ces méthodes présentent toutes les faiblesses inhérentes aux évaluations faites à partir du bilan, elles donnent une vision essentiellement statique de l'entreprise et ne tiennent pas compte de la rentabilité future.<sup>117</sup>

### 1.3 La méthode du Good Will (GW)

#### 1.3.1 Définition

« En référence aux méthodes modernes d'évaluation et notamment boursières, le GW est l'aptitude que possède une entreprise à générer plus ou moins de bénéfices dans un cadre d'exploitation donné (homme, produits, équipement, marché, clientèle). Cette aptitude est d'autant meilleure que le climat social y est bon, que les produits sont bien positionnés sur leur marché, que la gestion financière est satisfaisante et que la clientèle est solide et valable ». <sup>118</sup>

Selon De La chapelle : « En matière d'évaluation, le goodwill sera appréhendé selon la problématique suivante : au-delà des valeurs de marché des actifs et passifs tangibles du bilan, il peut exister une valeur supplémentaire, par nature incorporelle, appelé goodwill. Son existence sera liée à l'usage plus au moins efficace que l'entreprise fait de ses actifs ». <sup>119</sup>

Le good Will est une mesure de la valeur des actifs immatériels non évalués directement par l'ANCC. Il représente un potentiel de profit qui vient majorer la valeur patrimoniale de l'entreprise. Si les actifs sont inappropriés ou mal gérés, le GW peut avoir une valeur négative qui va diminuer la valeur patrimoniale, dans ce cas il est désigné par le terme Bad Will.<sup>120</sup>

On résume que le Good Will peut être défini comme le supplément lié à la rentabilité, de la valeur global de l'entreprise sur sa valeur patrimoniale.

La méthode du Good Will est une méthode qui établit un pont entre les méthodes statiques et les méthodes dynamiques (fondée sur le rendement), c'est une notion très utilisée

---

<sup>115</sup> J-M. Palou, Op Citée, P40

<sup>116</sup> GENSSE. P, Op Citée, P57

<sup>117</sup> Idem

<sup>118</sup> TICHEMENI, Op Citée, P20

<sup>119</sup> DE LA CHAPELLE. PH, Op Citée, P70

<sup>120</sup> FERHILL, HAMADACHE. O, « Evaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en Bourse CAS : DE NCA-ROUIBA », mémoire de master en sciences financières et comptabilité, Université MOULOUDE MAMMERI de Tizi-Ouzou, 2018, P43

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

chaque fois qu'une évaluation est faite. Il est nécessaire dans un premier temps, de définir la notion du good Will, puis présenter son mode de calcul.<sup>121</sup>

### 1.3.2 Calcul du GW

L'évaluation de l'entreprise selon le Good Will s'effectue en deux phases :

✓ Evaluation de l'ANCC dont nous avons déjà traité la démarche. Notons qu'il faut retirer les immobilisations incorporelles de l'ANCC si l'on considère que le Good Will représente tous les éléments incorporels inscrits ou non au bilan ;

✓ Evaluation des éléments incorporels par le calcul du Good Will.

La valeur de l'entreprise est la somme des deux :

$$Ve = ANCC + GW$$

Ve : valeur de l'entreprise

ANCC : Actif Net Comptable Corrigé

GW : Good Will

### 1.3.3 Méthode d'estimation du Good Will

#### 1.3.3.1 La valeur substantielle (Vs)

La Vs correspond à la valeur de l'outil économique qu'est l'entreprise, à sa valeur estimée du marché, celle-ci étant différente de la valeur comptable. Elle représente la valeur de tous les actifs corporels et incorporels d'exploitation (effective) concourant au fonctionnement normal de l'entreprise.<sup>122</sup>

**Valeur substantielle brute = ANCC + éléments en location ou en crédit-bail (pris en compte par le SCF) - réparations et les couts de remises en état**

**VSb = ANCC+ passif exigible + éléments exploités sans en être propriétaire – cout de réparation et de remise en état**

**Valeur substantielle réduite (VSr)= VSb - les comptes courants associés créditeurs – crédits interentreprises.**

#### 1.3.3.2 Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)

---

<sup>121</sup> Idem

<sup>122</sup> A. Belharet, Op Citée, P74

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Les CPNE correspondent aux valeurs immobilisées nécessaires à l'exploitation, augmentées du BFR normatif. La difficulté pour déterminer correctement ces CPNE tient à l'évaluation correcte des immobilisations de l'entreprise. Le BFR normatif quant à lui est déterminé en nombre de jours de chiffre d'affaires c'est-à-dire la méthode des experts comptables.<sup>123</sup>

**CPNE = immobilisations nécessaires à l'exploitation+ valeur d'usage des biens en crédit-bail+ BFR d'exploitation (BFR normatif)**

### 1.3.3.3 L'actif net réévalué d'exploitation (ANRE)

Il comporte les actifs et les passifs qui sont rattachables à l'exploitation.

Le tableau ci-dessous représente la manière de calculer l'ANRE

**Tableau n°08** : Estimation de l'ANRE et son résultat associé

ANEX	Résultat prévisionnel associé (RPA)
<b>Actif nécessaire à l'exploitation</b>	Résultat d'exploitation  +charges d'exploitation  -produits d'exploitation non liés à l'activité  -participation des salariés  +produits financiers  -charges financières (hors intérêts)
<b>-Dettes</b>	<b>-charges d'intérêt</b>
<b>+ crédit-bail</b>	+loyer crédit-bail  -amortissement théorique de crédit-bail  -intérêt théoriques de crédit-bail
	<b>= résultat brut associé à l'ANRE</b>
	<b>-impôt théorique sur les sociétés</b>
<b>= ANRE</b>	<b>= Résultat associé à l'ANRE</b>

**Source** : Arnaud THAUVRON. Evaluation d'entreprise, ECONOMICA, 2eme édition, Paris, p : 194.

### 1.3.4 Méthode de calcul du GW

Pour évaluer le Good Will, on procède de manière directe ou indirecte.

<sup>123</sup> Idem

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### 1.3.4.1 Le calcul direct

Le good will correspond à leur somme actualisée des superprofits (superbénéfices ou rente de Good Will) dégagés par l'entreprise.

La formule générale qui permet de le calculer se présente comme suit :

$$GW = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{superprofit}_i}{(1 + Ke)^i}$$

**Ke** : cout des capitaux propres

**i** : années

Le superprofit est définie comme la différence entre le résultat généré par l'entreprise et celui

Exigé par les investisseurs étant donné le niveau de risque de l'actif qu'il finance.<sup>124</sup>

Pour appréhender le superprofit annuel dégagé par l'entreprise, il convient d'abord de calculer le résultat normatif qui est le produit de l'actif investi et le rendement des capitaux investis ; par la suite faire ressortir la différence entre ce résultat et le résultat anticipé dans le plan d'affaires. Cette différence représente le superprofit.<sup>125</sup>

On aura donc :

**Superprofit= Bénéfice net prévisionnel - Ke × ANCC**

**Ke**: Coût des fonds propres ;

**ANCC** : Actif net comptable corrigé.

Le taux d'actualisation de la rente du good Will est le taux de rendement exigé par l'investisseur (coût des fonds propres), qui est égal aux taux sans risque majoré d'une prime de risque, cette dernière est égale à la différence entre le taux espéré du marché et le taux sans risque.<sup>126</sup>

Selon la relation fondamentale du MEDAF :

$$Ke = Rf + [Rm - Rf] \times \beta$$

---

<sup>124</sup> PH. DE LA CHAPPELE, Op Citée, P70

<sup>125</sup>H. La Bruslerie, « ANALYSE FINANCIERE : INFORMATION FINANCIERE, EVALUATION DIAGNOSTIC », 5ème édition, Paris : DUNORD, 2014, P132

<sup>126</sup> PALOU. J.M, Op Citée, P89

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

**R<sub>f</sub>** : Taux sans risque.

**R<sub>m</sub>** : Risque de marche.

**β**: Coefficient de sensibilité au risque.

### ❖ La méthode des Anglo-Saxons

Appelé aussi méthode de la rente directe, cette méthode considère que la rente de Goodwill a une durée de vie illimitée et que les superprofits sont constants.

Le Good Will peut donc se calculer comme suit :<sup>127</sup>

$$GW = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{superprofit}_i}{(1 + Ke)^i}$$

$$GW = \frac{\text{superprofit}}{ke}$$

### ❖ La méthode de la rente abrégée

Cette méthode suppose que la durée d'exploitation des actifs immatériels ne peut être infinie car l'existence d'un superbénéfice va attirer de nombreux concurrents sur le marché qui vont chercher à capter une partie de la rente, ce qui aura pour conséquence de réduire la durée d'actualisation du Goodwill. Cette dernière est en général comprise entre 3 et 8 ans, avec une durée moyenne de 5 ans.<sup>128</sup>

Selon cette méthode le Good Will est égale à :

$$GW = \sum_{i=1}^n \frac{\text{renteduGW}}{(1 + Ke)^i}$$

Si la rente du Good Will est constante pendant n années, la formule devient :

---

<sup>127</sup> L. FERHI, « évaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en bourse cas de NCA Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université de mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017, P44

<sup>128</sup> J-E. Palard, F.Imbert, Op Citée, P182

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

$$GW = \text{rentedeGW} \times \frac{1 - (1 + K_{GW})^{-n}}{ke}$$

### 1.3.4.2 Le calcul indirect

#### ❖ La méthode des praticiens

Appelée aussi « méthode allemande » est une méthode qui consiste à pondérer, d'une façon arithmétique, la valeur de l'ANCC et la valeur de rendement.<sup>129</sup>

$$\text{la valeur de l'entreprise} = \frac{ANCC + \text{Valeur de rendement}}{2}$$

La valeur de rendement est égale au dernier résultat courant avant impôt divisé par le coût du capital.<sup>130</sup>

$$\text{Valeur de rendement} = \frac{RCAI}{Ke}$$

D'après la formule de valorisation de l'entreprise par la méthode du GW on a :

$$GW = \text{la valeur de l'entreprise} - ANCC$$

On obtient alors la formule de calcul suivante :

$$GW = \frac{\text{valeur de l'entreprise} - ANCC}{2}$$

#### ➤ Intérêts et limites

La méthode du Good Will a fortement contribué à la réflexion et à l'amélioration des méthodes d'évaluation présentant ainsi de nombreux avantages :

✓ Elle reflète la santé passé et futur de la firme, ainsi l'entreprise ne sera plus considérée uniquement pour la valeur de ses actifs, mais aussi pour sa capacité à produire des bénéfices.<sup>131</sup>

✓ Elle permet d'apprécier l'entreprise dans toute ses dimensions. Notamment, elle intègre à l'entreprise systématiquement tous les éléments immatériels qui procurent à l'entreprise un avantage concurrentiel.

✓ Elle constitue un trait d'union entre la méthode statique de l'actif net corrigé et les démarches dynamiques des méthodes des flux.

---

<sup>129</sup> M. Refait, Op Citée, P7

<sup>130</sup> SAIDI. A, Op.cit., p31

<sup>131</sup> Refait. M, Op citée, P75

# Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Toutefois, cette méthode présente certains inconvénients, notamment :

- ✓ Elle ne prend pas en compte les perspectives que de façons limitées.<sup>132</sup>
- ✓ Elle reste tournée vers l'accumulation de richesses dans le passé.
- ✓ Elle se base sur un raisonnement d'un investisseur qui est externe à l'entreprise pour déterminer la valeur d'actifs incorporels interne à l'entreprise.
  
- ✓ Il s'agit d'une méthode approximative qui fait appel à des paramètres difficiles à déterminer objectivement (taux d'actualisation, durée, résultat récurrent prévisionnel...etc.).

## 2. L'approche dynamique

### 2.1 La méthode d'actualisation des flux de trésoreries

#### 2.1.1 Définition

Par définition, « le cash-flow est un flux net de trésorerie que l'activité d'une entreprise secrète au cours d'une période ».<sup>133</sup> Ce concept est basé sur les notions de recettes et de dépenses.

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible également désignée sous le terme discounted cash flows (DCF) est une méthode d'évaluation d'entreprise largement admise, et très utilisée par les analystes financiers et les cabinets d'audit. Cette méthode est basée sur l'actualisation des revenus futurs de l'entreprise et reflète le potentiel de croissance d'une entreprise donc son futur. En d'autres termes, la valeur de l'entreprise vaut la somme des revenus qu'elle générera dans le futur. Cette méthode repose sur plusieurs formules mathématiques.<sup>134</sup>

$$Ve = \sum_{i=1}^n \frac{Fn}{(1+K)^n} + \frac{Vr}{(1+K)^n}$$

#### 2.1.2 Détermination du flux de trésorerie disponible

Le flux de trésorerie à retenir est un flux à destination de tous les apporteurs de fonds, qu'ils soient actionnaires (dividendes et mises en réserve, c'est-à-dire le résultat net) ou créanciers financiers (charges d'intérêts et remboursement du capital), après financement des investissements. Il s'agit du flux de trésorerie disponible (FTD) ou free cash-flow (FCF), qui se calcule comme suit :<sup>135</sup>

**FCF = Résultat net d'exploitation ou opérationnel**

---

<sup>132</sup> TCEMENI. E, Op Citée, P29

<sup>133</sup> S. De Cousergue, «AUTOFIANNCEMNT, CASH-FLOW, EXCEDENT DE TRESORERIE D'EXPOITATION», CLET édition Banque, 1984, P123

<sup>134</sup> A. Belharet, Op Citée, P77

<sup>135</sup> A. Thauvron., « EVALUATION D'ENTREPRISE », ECONOMICA, 2eme édition, Pris, 2009, P103

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

- Impôt ajusté sur le résultat
- + Dotations aux amortissements et provisions d'exploitation (DAP)
- reprises sur amortissements et provisions d'exploitation (RAP)
- variation du BFRE
- investissements bruts de l'exercice.

### 2.1.3 Détermination du taux d'actualisation des flux de trésorerie

Pour actualiser les cash-flows, le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital (CMPC) qui représente « un coût d'opportunité qui évalue pour les investisseurs le choix qu'ils font d'investir leur capital dans l'entreprise plutôt que de les placer ailleurs ». <sup>136</sup>

Le CMPC n'est autre que la moyenne pondérée du taux de rémunération des actionnaires ( $K_e$ ) et du taux de rémunération des créanciers ( $K_d$ ) par les parts respectives revenant aux actionnaires CP et aux créanciers D.

$$CMPC = K_e \times \frac{CP}{CP + D} + K_d(1 - IBS) \times \frac{D}{CP + D}$$

### 2.1.4 La détermination d'une valeur terminale

Au-delà de l'horizon prévisionnel explicite (durée du business plan), on estime que l'entreprise continuera à fonctionner, mais les projections sont impossibles; l'entreprise a alors une valeur résiduelle. L'estimation de la valeur résiduelle peut se faire de plusieurs façons

1) Nous pouvons estimer cette valeur en actualisant le résultat net d'exploitation avant frais financiers au CMPC. On aura donc :

$$V_t = \frac{\text{Résultat net d'exploitation avant frais financiers}}{CMPC}$$

2) La deuxième méthode est la plus fréquente et la plus cohérente, elle est basée sur l'hypothèse de croissance constante de free cash-flow au taux de croissance ( $g$ ).

$$V_t = \frac{FCF_t}{(CMPC - g)} = \frac{FCF_t(1 + g)}{(CMPC - g)}$$

---

<sup>136</sup> E. Tchemeni, Op Citée, P49.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### 2.1.5 Détermination de la période d'actualisation<sup>137</sup>

Etablir des prévisions de résultats sur une longue durée n'est pas chose aisée, étant donné la difficulté de prévoir les événements internes ou externes qui se produiront dans le futur.

Par conséquent, la durée d'actualisation doit être limitée à une période raisonnable afin d'éviter des prévisions trop hypothétiques.

En pratique, l'évaluation s'effectue sur une période de 3 à 8 ans. Plus le business dans lequel la société est active est en évolution, plus il sera conseillé d'appliquer l'actualisation sur une période courte.

Notons aussi que plus la durée d'actualisation est longue, plus la prime de risque sera élevée, étant donné le niveau accru d'incertitude.

#### ➤ Intérêts et limites

La méthode des cash-flows actualisés constitue la méthode moderne la plus employée pour la détermination de la valeur de l'entreprise. Car elle donne une estimation à l'activité de l'exploitation, elle intègre dans son application le processus économique propre à l'entreprise, sa viabilité, le risque lié à son activité ainsi que ses perspectives de croissance et de besoin.

C'est une méthode adaptée à la gestion de l'entreprise, elle met en relation tous les types de besoins de l'entreprise, les fonds de l'entreprise et l'opinion de marché.

Elle permet également de traduire correctement les différentes hypothèses et prévisions en termes chiffrés afin de sélectionner les investissements les plus rentables par les acheteurs.

Elle est confrontée au problème de fiabilité des prévisions et à la difficulté d'estimation de certains paramètres tels que le taux d'actualisation, car elle repose sur un processus itératif qui n'est pas simple à appliquer.

## 2.2 Les méthodes d'actualisation des dividendes (Dividend Discount Models : DDM)

### 2.2.1 Définition

« Avant la généralisation de l'évaluation par les flux de trésorerie disponibles, l'entreprise était souvent évaluée par le modèle d'actualisation des dividendes. Il s'agit sans

---

<sup>137</sup>L. AISSANI, Op Citée, P69

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

doute du modèle le plus directe et intuitif pour évaluer la valeur d'une action puisque il ne repose que sur les cash flows versés aux actionnaires »<sup>138</sup>

Pour évaluer une entreprise par la méthode DDM, il convient dans un premier temps d'étudier sa politique de dividendes à travers ses principales caractéristiques (taux de distribution, taux de croissance, etc.). Cette étape permettra de réaliser des prévisions de résultats nets, et modèle d'actualisation des dividendes adéquat en fonction des caractéristiques de l'entreprise. La dernière étape consistera à calculer la valeur des fonds propres et déduire la valeur de l'entreprise. En effet, ces méthodes permettent de calculer la valeur des capitaux propres de l'entreprise et non pas la valeur de l'entreprise dans son ensemble. Pour obtenir la valeur de l'entreprise il suffit d'ajouter à la valeur des capitaux propres la valeur de la dette nette.<sup>139</sup>

### 2.2.2 La politique de dividende

Afin d'étudier et analyser la politique de dividendes d'une entreprise, on utilise les deux critères suivants :

- Le taux de croissance du dividende
- Le taux de distribution (pay out ratio).

« Le taux de distribution mesure le rapport entre le montant de dividende et le résultat net (du même exercice). Il représente le pourcentage du bénéfice de l'exercice distribué aux actionnaires sous forme de dividendes. »<sup>140</sup>

$$\text{Taux de distribution} = \frac{\text{div}}{\text{Résultat net}}$$

### 2.2.3 Les modèles d'actualisation

La méthode d'actualisation des dividendes à plusieurs variantes. Ainsi, il existe différents modèles permettant d'actualiser les dividendes. Ces modèles se différencient principalement sur deux paramètres : Le taux de croissance des dividendes futurs et le taux de distribution.

#### 2.2.3.1 Le modèle général d'Irving Fisher

---

<sup>138</sup> J-E. Palard, F.Imbert, Op. Citée, P268-269

<sup>139</sup> A. Belharet, op citée, p79

<sup>140</sup> J-E. Palard, F.Imbert, Op. Citée, P245

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Le modèle d'Irving Fisher ou modèle à croissance nul, suppose conformément à son principe général que la valeur de l'action se définit comme étant la somme actualisée des dividendes que l'actionnaire escompte recevoir, plus le profit de revente actualisée.

L'actualisation se fait au coût des fonds propres de la société. Il a également supposé que les dividendes à recevoir sont constants.<sup>141</sup>

La formule d'évaluation s'établit comme suit :

$$\text{Valeur de l'action} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Div}}{(1 + \text{Ke})^t} + \frac{\text{Vn}}{(1 + \text{ke})^n}$$

**Div** : dividende globale (avoir fiscale compris) ; **N** : Nombre de période

**Ke** : couts des fonds propres ; **Vn** : valeur résiduelle

Or, le prix de l'action est lui-même en fonction des dividendes qui seront versés, ainsi, la valeur de l'action est égale à la valeur actualisée des dividendes à l'infini. Mais l'application de ce modèle est impossible.<sup>142</sup>

Donc la valeur de l'entreprise devient :

$$Ve = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div}{(1 + i)^t}$$

### ➤ Intérêts et limites

- ❖ Cette méthode permet à l'investisseur de trier les investissements éventuels en prenant en compte de l'intérêt financier.
- ❖ Elle constitue une valorisation réelle de l'action par opposition aux valorisations d'actifs.
- ❖ Cette méthode est inapplicable à des entreprises en phase de forte croissance qui ne distribuent pas de dividendes afin de s'autofinancer.
- ❖ La méthode transpose dans l'avenir le problème d'évaluation de Vn.
- ❖ Difficulté de visibilité certaine sur les flux des dividendes futurs.
- ❖ L'hypothèse de constance du taux d'actualisation n'est pas vérifiée.

### 2.2.3.2 Méthode de Gordon Shapiro

---

<sup>141</sup> BOUGUELLID. F, « Evaluation des entreprises cas de COGB La Belle », mémoire de master en science de gestion, université ABDARRAHMANE MIRA Bejaia, 2017, p41

<sup>142</sup> PH. La Chapelle, Op Citée, P 78

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

L'hypothèse de constance des dividendes est trop simplificatrice pour bien décrire le futur, donc il a été vite dépassé pour aboutir au modèle de Gordon et Shapiro à partir de la formule d'Irving Fisher. Gordon et Shapiro ont ajouté une hypothèse qui suppose que le dividende à recevoir suit une tendance croissante suivant un taux de croissance (g) constant jusqu'à l'infini.<sup>143</sup>

Ce modèle est appliqué par l'utilisation de la formule de calcul suivante :

$$Ve = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div1}{(1 + Ke)^t}$$

**Div1** : premier dividende à recevoir

Le développement mathématique de cette formule fait ressortir le résultat suivant :

$$V = \frac{Div1}{(ke - g)}$$

### ➤ Intérêts et limites

❖ La méthode de Gordon et Shapiro est très simple et ne nécessite pas de nombreux calculs.

❖ Le modèle de Gordon Shapiro suppose que le taux de rentabilité exigé par les actionnaires soit supérieur aux taux de croissance des dividendes ( $i > g$ ), ce qui n'est pas forcément réel.<sup>144</sup>

### 2.2.3.3 Le modèle de Bates

«Fondé sur l'actualisation des encaissements reçus par l'investisseur, le modèle de Bates, relativement simple et concret, constitue une tentative intéressante pour appréhender les divers aspects de la rentabilité d'un investissement en actions».<sup>145</sup>

Selon le modèle de Bates, la valeur d'une entreprise est égale à la somme des dividendes futurs actualisés sur « n » années plus une valeur terminale actualisée à l'année « n ». L'équation de départ du modèle est la suivante :

$$\text{Valeur de l'action} = \sum_{t=1}^n \frac{Div}{(1 + Ke)^t} + \frac{Vn}{(1 + ke)^n}$$

La formule de base a subi des transformations mathématiques dans le seul but de la remettre sous une forme permettant l'utilisation des tables de Bates.<sup>146</sup>

---

<sup>143</sup> Ibid, P79

<sup>144</sup> C. Grib, « Quelles méthodes d'évaluation de l'entreprise publique Algérienne. Cas de l'ENIEM ? », mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016, P37

<sup>145</sup> A. Choinel, « INTRODUCTION A L'INGENIERIE FINANCIERE », la revue banque, Paris, 1991, P140

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

La formule qui permet d'obtenir le PER(0), est :

$$\text{PER (n)} = \text{PER (0)} \times A - d \times B$$

$$\text{Avec} \quad A = [(1 + r) / (1 + g)]^n \quad \text{et} \quad B = 10\% \times [(1+g) / (g-r)] \times (1-A)$$

A et B sont des coefficients directement donnés par les tables de Bates. Ils sont en fonction du taux de croissance choisit et le taux de rentabilité exigé.

Le model de Bates établit une relation entre :<sup>147</sup>

- Le PER d'entrée (valeur actuelle de l'entreprise) et le PER de sortie (valeur de fin de période) ;
- Le taux de croissance de dividendes ;
- Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires ;
- Le taux de distribution.

### ➤ Intérêts et limites

Ce modèle est considéré comme une méthode de valorisation couramment utilisée par les professionnels grâce à sa facilité d'utilisation et ses hypothèses sont proches de la réalité. Cependant, ce modèle d'évaluation comporte certaines inconvénients tels que :

- ❖ Son application exige des provisions fiables ;
- ❖ Ce modèle suppose que le dividende et le taux de distribution des bénéfices est constant, ce qui n'est pas vrai dans la réalité.<sup>148</sup>

## 3. L'approche analogique

### 3.1 Définition

La méthode des multiples appelée aussi « méthode des comparables » ou « méthode analogique » est une méthode d'évaluation d'entreprise qui sert aussi bien à valoriser une entreprise non cotée qu'une entreprise introduite en bourse. Cette méthode a pour but de déterminer à partir d'un échantillon de sociétés cotés ou de transactions de multiples liés aux résultats, autrement dit cette méthode vise à obtenir la valeur de la société à partir des multiples d'agrégats financiers obtenus pour les sociétés comparables. Donc les méthodes dites analogiques consistent à valoriser les titres d'une société par référence au cours de

---

<sup>146</sup> PALOU. J-M, Op.cit., p135.

<sup>147</sup> SAIDI. A, Op.citée., p51-52.

<sup>148</sup> L. Ferhi, Op Citée, P47

## **Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse**

bourse d'une société coté comparable, ou par référence à des transactions elles-mêmes également considérées comme comparables (transactions récentes).

« Cette méthode est très utilisée par les analystes financiers et les évaluateurs au sein des banques d'affaires et des fonds d'investissement pour établir des estimations de fourchette de prix. Elle est aussi très appréciée des investisseurs pour leurs choix d'investissements ». <sup>149</sup>

### **3.2 Les différents multiples**

#### **3.2.1 Les multiples permettant d'établir la valeur de l'entreprise**

Ce sont des multiples d'agrégats avant frais financier. Les plus utilisés sont :

##### **3.2.1.1 Le multiple du chiffre d'affaires**

C'est l'indicateur le plus employé dans les secteurs traditionnels du commerce, et plus rarement dans les entreprises technologiques puisque ce dernier ne reflète pas la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices. Cet indicateur est employé par les investisseurs lorsqu'ils ciblent des opérations à risques dans des secteurs où ils sont obligés de remonter jusqu'au chiffre d'affaires pour calculer un multiple en raison des risques liés à l'incertitude des résultats nets futurs. <sup>150</sup>

##### **3.2.1.2 Le multiple de L'EBIT**

« Le multiple du résultat d'exploitation EBIT rapporte la valeur de l'entreprise aux résultats d'exploitation, il permet de prendre en compte la capacité bénéficiaire d'exploitation de différentes entreprises ». <sup>151</sup>

##### **3.2.1.3 Multiple de l'EBITDA**

« Le multiple de l'excédent brut d'exploitation permet de gommer les différences parfois très significatives qui peuvent exister en termes de choix de méthodes et de durée d'amortissement des actifs ou de cycles d'investissement. Il est très fréquemment utilisé par les analystes boursiers, en particulier dans les industries à forte intensité capitalistique ». <sup>152</sup>

##### **3.2.1.4 Autres multiples**

Il existe d'autres multiples peuvent servir à la valorisation des entreprises comme le multiple de la valeur comptable, « Market to book ratio », le multiple du total de l'actif, et des

---

<sup>149</sup>J-E. Palard, F. Imbert, Op Citée, P194.

<sup>150</sup>J-S. Lantz, « VALORISATION STRATEGIQUE ET FINANCIERE », MAXIMA, Paris, 2004, P58-59.

<sup>151</sup>P. Quiry, Y. Le Fur, Op Citée, P705.

<sup>152</sup> Idem

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

multiples plus spécifiques – voir plus qualitatifs – tels que le multiple des ventes, le multiple du nombre de clients ou le multiple du nombre d'abonnés.

### 3.2.2 Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres<sup>153</sup>

#### 3.2.2.1 Multiple de PER

Le PER (Pricing Earning Ratio) a trouvé son origine dans le marché boursier et il constitue incontestablement la méthode comparative la plus répandue car il est simple et également le plus dangereux puisqu'il normalise la structure financière de la société à évaluer sur la moyenne de celle des sociétés de l'échantillon et peut conduire selon le cas à survaloriser ou sous-valoriser les capitaux propres de l'entreprise à évaluer. Le PER a toutefois le mérite d'intégrer la contribution des sociétés mises en équivalence, les intérêts minoritaires et la situation fiscale de la cible, ce qui est plus difficile avec les multiples de la valeur d'entreprise.

Peut-être expliqué comme étant le nombre d'années de bénéfices qu'un investisseur est disposé à payer pour acquérir un titre.

$$\begin{aligned}\text{PER (multiple de résultat net)} &= \text{Capitalisation boursière} / \text{Résultat Net} \\ &= \text{Cours (Prix) de l'action} / \text{Bénéfice par action}\end{aligned}$$

Ainsi : cours de l'action = PER x bénéfice par action

La valeur de l'entreprise (Ve), appelée capitalisation boursière, est obtenue en multipliant les deux côtés de l'équation par le nombre d'action, ainsi nous trouvons :

$$\text{Ve} = \text{cours d'action} \times \text{nombre d'action} = \text{PER} \times \text{bénéfice par action} \times \text{nombre d'action}$$

$$\text{Donc : Ve} = \text{PER} \times \text{résultat net retraité}$$

Le PER peut servir pour l'estimation des entreprises cotées ou non cotées en bourse et ce en ayant recours au coefficient de capitalisation du secteur ou de l'échantillon qu'on note : PER sectoriel et qui se dégage de l'échantillon d'entreprises comparables comme étant un facteur déterminant de l'évaluation.

Afin d'estimer le PER sectoriel, l'évaluateur collecte pour chacune des sociétés de l'échantillon :

---

<sup>153</sup> L. AISSANI, Op Citée, P92

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

- Les cours de bourse, sachant que les cours retenus sont des cours moyens qui sont des moyennes pondérées par les volumes échangés des cours observés sur les dernières cotations de la période.
- Les bénéfices par action de plusieurs exercices ; en général ceux de l'année 0 qui sont connus, ceux de l'année 1 et de l'année 2 qui sont estimés.

Ainsi pour chaque entreprise, nous calculons les différents PER et ceci en fonction des années, des cours boursiers et des bénéfices par action. Le PER sectoriel est celui qui permet l'émergence d'une zone de cohérence qui fera ressortir un multiple (m) qui n'est tout autre que le PER des entreprises concernées. La valeur de la société objet de l'évaluation peut être évaluée par la suite à (m) fois le résultat net retraité de l'exercice n ; qui représente l'exercice où l'on a remarqué la cohérence.

### 3.2.2.2 PCF (multiple de Cash-Flow)

Le multiple de Cash-Flow au sens de la capacité d'autofinancement (CAF) est assez peu utilisé sauf dans certaines industries lourdes comme l'industrie pétrolière.

**PCF (multiple de Cash-Flow) = Capitalisation boursière / Cash-Flow**

**= Cours de l'action / Cash-Flow par action**

### 3.2.2.3 Multiple de PBR (Price to Book Ratio)

Le multiple de capitaux propres étant très dépendant de la structure financière, il est rarement utilisé sauf dans le cas des établissements financiers et des compagnies d'assurance où la notion de valeur d'entreprise est inexistante.

Pour cette même raison de dépendance des capitaux propres, il faut privilégier les multiples de valeur d'entreprise et notamment le multiple de résultat d'exploitation qui est indépendant de la structure financière et reflète l'importance capitalistique de l'entreprise grâce à la prise en compte des amortissements.

**PBR (multiple de capitaux propres) = Capitalisation boursière / Capitaux propres**

**= Cours de l'action / Capitaux propres par action**

### ➤ Intérêts et limites

Les méthodes comparatives ou de multiples sont des méthodes de valorisation des entreprises sur la base des critères proches ou même identiques. Dans une démarche empirique, pour valoriser une entreprise on lui applique des règles, des critères et des ratios extraits de référence de valorisation d'entreprise comparable. Elle nécessite l'existence d'un échantillon assez large des entreprises comparables cotées en bourse.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

L'application de cette méthode offre plusieurs avantages aux évaluateurs des entreprises comme étant une méthode facile à utiliser, L'utilisation de transactions réelles correspondant à un prix et pas seulement une valeur.

Les données boursières constituent un référentiel de comparaison accessible et très largement utilisé par les investisseurs sur les marchés financiers.

Cependant, il n'est pas toujours possible de trouver des transactions récentes enregistrées dans le même secteur d'activité ; soit parce qu'il n'existe pas de transactions sur des sociétés comparables, ou encore, les transactions demeurent inconnues. De plus, il est difficile dans certains cas de trouver des entreprises similaires à celle que l'on souhaite évaluer comme pour les PME. Ces dernières étant positionnées sur des petites niches, il est difficile de trouver des sociétés comparables permettant l'application de cette méthode.<sup>154</sup>

### 4. D'autres méthodes

#### 4.1 La méthode de la valeur économique ajoutée (EVA) et de la valeur économique de marché(MVA)

##### 4.1.1 Concept de la valeur économique ajoutée(EVA)

« Economic Value Added (EVA) ou valeur ajoutée économique est une méthode de calcul permettant de mesurer la performance économique de l'entreprise après rémunération de tous les capitaux utilisés». <sup>155</sup>

La valeur économique ajoutée est un indicateur interne de mesure de la création de valeur par une société pour ses actionnaires, elle s'appuie sur la notion du profit économique et du résultat résiduel.

Elle se calcule à partir de : la différence entre le revenu net d'impôt(IRS), tiré de l'exploitation et la rémunération des capitaux engagés(CE) au coût moyen pondéré du capital(CMPC).

La formule de l'EVA est donc la suivante :

$$EVA = NOPAT - (CMPC \times CI)$$

Avec : **NOPAT** : Résultat net d'Exploitations Après Impôt ; **CI** : Capital investi.

**CMPC** : Coût Moyen Pondéré du Capital ;

Trois cas de calcul de l'EVA peuvent se révéler :<sup>156</sup>

---

<sup>154</sup>A. Saidi, Op Citée, P40

<sup>155</sup>E. Tchemeni, Op Citée, P53

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### 1<sup>er</sup> cas

L'EVA > 0 : dans ce cas les capitaux investis dégagent un rendement supérieur à la rémunération des bailleurs de fonds donc il y a une création de richesse pour l'actionnaire.

### 2<sup>eme</sup> cas

L'EVA < 0 : Dans ce cas la rentabilité des capitaux investis est inférieure à la rémunération exigée par les bailleurs de fonds donc il y a une destruction de la valeur pour l'actionnaire.

### 3<sup>eme</sup> cas

L'EVA = 0 : Dans ce cas il n'y a pas de création de richesse pour l'actionnaire.

#### 4.1.2 Concept de la valeur économique de marché(MVA)

La valeur économique de marché ou market value added (MVA) désigne la perception qu'a le marché financier sur la performance cumulée passée d'une société et de la probabilité que celle-ci à d'investir son capital d'une manière optimale. Toute en prenant compte des performances passées de la société, ses opportunités d'investissement courantes et ses perspectives de croissance.<sup>157</sup>

Elle présente aussi le surplus de la valeur dégagée par l'entreprise par rapport aux capitaux engagés par ses actionnaires. Cette dernière mesure la création de valeur boursière, elle est égale à la somme des EVA attendues pour les années à venir actualisées au coût du capital.

$$MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + CPMC)^i}$$

Pour une société cotée la MVA se calcule comme suit :

$$MVA = \text{Capitalisation boursière} - \text{Valeur comptables des fonds propres}$$

#### ➤ Intérêts et limites

L'EVA et l'MVA sont des indicateurs de performance simples, ils ont l'avantage d'être plus juste et plus opérationnel pour juger le résultat d'une activité que les outils traditionnels utilisés, ils contribuent à la détermination de la valeur de l'entreprise en appréciant le niveau de richesse supplémentaire créée pour ses actionnaires. Cependant, ils présentent la difficulté

---

<sup>156</sup> DE LA CHAPELLE. PH, Op.cit., 96.

<sup>157</sup> E. Tchemeni, Op Citée, P, P 56.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

d'estimer certains paramètres, et l'inconvénient d'utiliser des valeurs comptables au lieu de valeurs réelles.<sup>158</sup>

### ❖ Méthodes d'évaluation des sociétés algériennes lors de leur introduction à la bourse d'Alger

#### • BIOPHARM

BIOPHARM SPA est un groupe présent dans les différents métiers de l'industrie pharmaceutique comprenant le développement, la production, la distribution en gros, la répartition aux officines, l'information médicale et les services logistiques.

#### Méthodes d'évaluation pour BIOPHARM

L'évaluation s'est basée sur un diagnostic de la société BIOPHARM (patrimonial, financier, économique et humain), une analyse du marché pharmaceutique algérien et une analyse des facteurs historiques ayant impacté l'environnement de la société.

Deux méthodes ont été retenues pour l'évaluation de la société :

La méthode DCF (Discounted Cash-Flows) : appelée communément méthode d'actualisation des flux de trésorerie, elle consiste à procéder à l'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la période projetée, au coût moyen pondéré du capital (CMPC). La valeur Equity value (fonds propres) s'obtient en retranchant la dette financière de la valeur Enterprise value (valeur de l'entreprise).

La méthode des multiples comparables : permet d'apprécier la valeur de marché de l'entreprise en fonction des principales références du secteur pharmaceutique. Pour cela, il a été tenu compte du multiple de la seule entreprise pharmaceutique cotée sur le marché algérien Saidal Spa ainsi que des multiples des principales entreprises pharmaceutiques au niveau des marchés mondiaux (références boursières). A cet effet, des coefficients multiplicateurs sectoriels (Chiffre d'affaires, EBITDA, PER, P/B) sont calculés à partir des chiffres clés extraits de cet échantillon, et qui sont ensuite appliqués à la société à valoriser.

#### La méthode des cash-flows actualisés (DCF)

Flux de trésorerie disponibles = Résultat avant impôts – IBS +  
Amortissements/provisions – CAPEX – Δ BFR

La valeur de l'actif économique de BIOPHARM SPA (Entreprise Value) est donc égale à la somme des flux de trésorerie actualisés au WACC (13,99%) sur l'horizon d'évaluation explicite et de la valeur terminale. La valeur des fonds propres s'obtient en soustrayant la valeur de la dette nette de la valeur de l'Entreprise.

---

<sup>158</sup>L. Ferhi, Op Citée, P50

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

A l'issue de la période de prévision, une valeur résiduelle (ou valeur terminale) associée aux flux futurs est obtenue sous l'hypothèse de taux de croissance des flux à l'infini (3,50%). Les résultats sont illustrés dans le tableau suivant :

**Tableau n°09 : calcul des cash-flows de BIOPHARM**

Free Cash-Flow (FCF en millions de dinars) Prévisionnels	2015	2016	2017	2018	2019	Valeur terminale
(+) EBITDA	5 203	5 726	6 205	6 906	7 816	-
(-) Δ BFR	439	575	996	1 313	1 531	-
(-) CAPEX	490	439	453	466	480	
(-) IBS	1 235	1 011	1 051	1 452	1 790	
FCF = Ebitda – Variation BFR – Capex – IBS	3 038	3 701	3 706	3 675	4 015	39 619
Années	0	1	2	3	4	4
FCF (actualisés)	3 038	3 247	2 852	2 481	2 378	23 466

**Source :** notice d'information de BIOPHARM

Valeur de l'entreprise	37 463
Dette nette (décembre 2014)	1 552
Valeur des fonds propres	35 910
Valeur de l'action	1 407

La valorisation des actions de BIOPHARM SPA selon la méthode DCF est estimée à 35,9 milliards de dinars.

### La méthode des multiples comparables

Cette méthode consiste à appliquer des multiples de valorisation constatés sur un échantillon d'entreprises du secteur pharmaceutique afin de déterminer la valeur de marché du groupe BIOPHARM Spa. Il est tenu compte dans cette seconde méthode de la valorisation de la société algérienne Saidal Spa qui est cotée à la Bourse d'Alger et des sociétés du secteur pharmaceutique cotées sur les marchés mondiaux.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Tableau n°10 : présentation d'un échantillon d'entreprise comparable à BIOPHARM

Entreprise cotée	Pays	Cours / Bénéfices	Cours / Valeur comptable des fonds propres	Cours / Chiffre d'affaires
Dar el Dawa Development & Investment Company psc	Jordanie	9,2	1,1	0,8
Deva Holding	Turquie	94,5	2,0	1,8
Glaxo Smithkline Pakistan Limited	Pakistan	43,9	6,2	2,7
Hikma Pharmaceuticals Public Limited Company	Jordanie	15,0	3,5	2,8
Laboratoires Adwya	Tunisie	15,8	3,2	1,2
Phamaniaga Berhad	Malaisie	17,7	3,2	0,8
Pt Kalbe Farma Tbk	Indonésie	30,0	6,3	3,6
Pt Tempo Scan Pacific Tbk	Indonésie	12,9	1,8	1,0
Recordati	Italie	30,8	6,3	5,0
Sanofi Aventis Pakistan Limited	Pakistan	25,7	2,6	0,6
Sothema	Maroc	25,4	4,5	2,1
Stada	Allemagne	34,6	2,5	1,1
Saidal	Algérie	4,3	0,4	0,7
	<b>Moyenne</b>	<b>27,7</b>	<b>3,3</b>	<b>1,9</b>
	<b>Médiane</b>	<b>25,4</b>	<b>3,2</b>	<b>1,2</b>

Source : notice d'information de BIOPHARM

Une régression linéaire multiple a été opérée en tenant compte des deux variables : Chiffre d'affaires et EBITDA.

Les résultats de la régression multiple sont résumés dans le tableau qui suit :

Tableau n° 11 : Régression linéaire – méthode des multiples comparables (millions de dinars)

		Unité : millions de Dinars
<b>Multiples</b>	EBITDA	4 957
	Valeur de l'entreprise	49 227
	Dette nette	1 552
	Valeur des fonds propres	47 675
	<b>Valeur de l'action</b>	<b>1 868</b>

Source : notice d'information de BIOPHARM

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres de la société BIOPHARM SPA est de 47,7 milliards de dinars. On obtient dès lors une action valorisée à 1 868 dinars.

### Synthèse et intervalle de prix

Tableau n° 12: Synthèse des résultats de l'évaluation (millions de dinars)

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

	Méthode DCF	Multiples Comparables	Moyenne
<i>Pondération</i>	1	1	
Valeur de l'entreprise	37 463 millions de Dinars	49 228 millions de Dinars	43 345 millions de Dinars
Dette nette	1 552 millions de Dinars	1 552 millions de Dinars	1 552 millions de Dinars
Valeur des fonds propres	35 910 millions de Dinars	47 675 millions de Dinars	41 793 millions de Dinars
Valeur de l'action	1 407 dinars	1 868 millions de Dinars	<b>1 638 dinars</b>

**Source :** notice d'information de BIOPHARM

En conclusion, selon le rapport d'évaluation, la valeur d'entreprise moyenne de BIOPHARM SPA est de 43,3 milliards de dinars. La valeur des fonds propres est de 41,8 milliards de dinars. L'action d'un nominal de 200 dinars est valorisée dans le rapport présenté par l'évaluateur reconnu par la COSOB à 1 638 dinars.

- **Alliance Assurances**

Alliance Assurances est une société par actions, au capital initial de 500 millions DA lors de sa création en Décembre 2004, par un groupe d'investisseurs nationaux. Le capital social de la compagnie a été porté à 800 millions DA au courant de l'année 2009. L'année 2010 verra ce même capital porté à 2,2 milliards DA pour l'activité Assurances Dommages. Cette augmentation de capital, se fera par appel public à l'épargne, et permettra à la compagnie de se mettre en conformité avec les dispositions du décret exécutif 09-375 du 16/11/2009 modifiant et complétant le décret exécutif 95-344 du 30/10/1995 relatif au capital minimum des sociétés d'assurances.

### Méthodes d'évaluation pour Alliance Assurances

L'évaluation des actions Alliance Assurances SPA a été établi par le Cabinet d'expertise comptable Hadj Ali Mazars, représenté par Monsieur Samir HADJ ALI, expert comptable et commissaire aux comptes

5 méthodes d'évaluation ont été retenues :

- l'actif net comptable corrigé ;
- la valeur comptable prévisionnelle ;
- l'actualisation des free cash-flow ;
- la méthode patrimoniale ;
- les méthodes des comparables et multiples de marché.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### L'Actif net comptable corrigé :

L'actif net corrigé d'Alliance Assurances au 31/12/2009 après ajustement est déduit comme suit :

**Tableau n°13** : calcul de l'ANC d'Alliance Assurances

Désignation	Montant en DA au 31/12/2009
Capital Social	800 000 000
Réserves légales	-
Réserves facultatives	-
Provision techniques	95 777 513
Résultat en Instance d'Affectation	-6 461 329
Résultat net de l'exercice	324 986 499
Frais préliminaires	789 537
Ecart de réévaluation	82 156 878
Ecart d'Inventaire	-1 666 608
Régularisation des Investissements	-400 000
Régularisation primes cédées en réassurance	-4 362 734
Régularisation Créances sur assurés	-45 455 685
<b>Actif Net</b>	<b>1 243 784 997</b>

**Source** : notice d'information d'Alliance Assurance

Pour un capital social de 800 000 000 DA réparti en 4 000 000 actions d'une valeur nominale de 200 DA chacune, la valeur de chaque action selon la méthode de l'Actif net corrigé est de 311 DA.

### La valeur comptable prévisionnelle :

L'actif net prévisionnel consolidé d'Alliance Assurances sur l'horizon 2010-2015 est représenté comme suit :

**Tableau n°14** : calcul de l'actif net prévisionnel d'Alliance Assurances

Désignation en K DA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capital Social	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000
Réserves	30 604	67 708	109 588	174 197	240 817	254 105
Provision techniques	101 994	136 728	157 213	181 129	207 652	233 187
Résultat en Instance d'Affectation	282 284	652 883	1 050 342	1 731 407	2 393 980	3 280 060
Résultat net de l'exercice	581 482	704 973	697 358	864 066	1 094 873	1 333 692

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Actif Net	3 196 364	3 762 293	4 214 502	5 150 801	6 137 323	7 301 045
Nombre d'Action par Simulation	11 000 000	11 000 000	11 000 000	11 000 000	11 000 000	11 000 000
Valeur de l'Action obtenue en DA	291	342	383	468	558	664

**Source :** notice d'information d'Alliance Assurance.

L'actif net par action de la société s'établit sur la projection de 311 DA à fin 2009 à 664 DA à fin 2015. À titre indicatif, la valeur moyenne par action est de 430 DA.

### Valorisation par la méthode des Free Cash-flows (FCF) :

Cette méthode permet aux investisseurs de connaître la capacité de l'entreprise à couvrir ses endettements et à dégager des flux nets qui leur seront servis. La formule pour calculer la valeur de l'entreprise par la méthode des FCF est la suivante :

$$V = \sum_{i=1}^N \frac{FCF}{(1+t)^i} + \frac{Vt}{(1+t)^N}$$

Ou :

FCF i : le Free Cash Flow de l'année i

t : Taux d'actualisation, la structure financière de Alliance Assurances apparaît conforme à celle des autres sociétés d'assurance, avec néanmoins ; un taux de créances élevé, un environnement économique global inhérent aux pays émergents pour lequel les notations internationales accordent aux pays émergents un taux d'actualisation de 12% majoré de 500 points de base par précaution et une antériorité limité par la récente création de la société justifiant une majoration supplémentaire de 3%, d'où un taux d'actualisation t = 20%

VT = Valeur terminale = FCFN x (1+g)/(t-g) et g taux de croissance du FCF à l'infini estimé à 3%

N, dernière année de la projection, N =5

Les cash-flow actualisés au taux de 20% de 2010 à 2015 s'établissent comme suit :

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cash Flow Actualisé (K DA)	63 050	-340 341	486 236	533 831	508 530	511 904

La valeur terminale est de 8 200 781 000 DA avant actualisation et 2 753 123 000 DA après actualisation.

La valeur des fonds propres en découlant (Equity value) s'entendant de la somme de la valeur de l'entreprise et de la dette nette serait de 4 807 357 000 DA soit pour 4 000 000 actions, une valeur par action de 1 201 DA.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### Valorisation par la méthode Patrimoniale

La valeur patrimoniale à partir du total du passif pondérée de la dette serait de 3 940 402 000 DA conduisant à une valeur de l'action à 985 DA.

### Valorisation par la méthode des Comparables et Multiples :

Il n'existe pas de référence sur le marché algérien de transactions similaires dans le même secteur d'activité. Néanmoins, l'observation sur la région maghrébine et certains pays du bassin méditerranéen comme la Turquie permet de référencer les transactions par rapport au niveau du chiffre d'affaires.

Les approches les plus conservatrices concluent que des transactions similaires avoisineraient x1,5 le montant de primes nettes. En 2009, Alliance Assurances SPA a réalisé un montant de primes nettes de 2 790 308 KDA, il en résulte une valeur d'entreprise de 4 185 462 KDA. Le potentiel de pénétration de marché sur les cinq prochaines années peut justifier un multiple de 2 soit une valeur de 5 924 270 KDA, induisant une valeur de l'action de 1 481 DA (après déduction de la dette nette).

D'autres sources de multiples sur la région MENA (Moyen Orient et Afrique du Nord) donnent un confort sur un multiple médian documenté de 1,7. Sur cette base, la valeur serait 5 087 178 KDA pour une valeur de l'action de 1 271 Da

### Synthèse et résumé des évaluations

**Tableau n°15 :** Synthèse et résumé des évaluations d'Alliance Assurances

Méthodes	Valeur Fonds Propres (KDA)	Valeur Action (DA)
Actif net comptable corrigé	1 243 840	311
La valeur comptable prévisionnelle	1 722 080	430
Actualisation des free cash-flow	4 807 360	1 201
La méthode patrimoniale	3 940 480	985
La méthode des comparables et multiples de marche	5 087 200	1 271

Source : notice d'information d'Alliance Assurance.

- **AOM Invest**

AOM INVEST, est une société par actions spécialisée dans les études, le développement, et

L'exploitation des projets touristiques dans le secteur du thermalisme. Elle participe aussi avec d'autres centres internationaux de développement et d'excellence des destinations dans l'élaboration des études destinées à la construction des destinations touristiques par excellence et pour la valorisation de l'industrie touristique en Algérie.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### Méthodes d'évaluation d'AOM Invest

#### Méthode de l'actif net comptable

L'actif net comptable consiste à estimer la valeur d'une entreprise sur la base de sa situation nette comptable. Il correspond à la valeur des capitaux propres minorée des non valeurs, autrement dit à la somme des actifs hormis les non valeurs minorées de l'ensemble des engagements au passif. La principale critique adressée à cette méthode consiste au fait qu'elle valorise la situation patrimoniale de l'entreprise et ne prend pas en compte sa rentabilité future. La valeur obtenue se rapproche d'une valeur liquidative.

Selon la situation du 31/12/17 arrêtée par le Conseil d'administration et certifiée par le commissaire aux comptes, l'actif net s'élève à 114 millions de dinars soit 100DA l'action pour 1 129 300 Actions.

A noter que les travaux de réalisation de l'hôtel se poursuivent jusqu'à la fin 2018, ces derniers seront financés à la fois par la dette bancaire et l'apport en compte courant.

#### Méthode des cash-flows actualisés (DCF)

Cette méthode, étant basée uniquement sur les prévisions du plan d'affaires (business-plan 2019-2023) du 1<sup>er</sup> Hôtel Thermal du Groupe, élaboré par la société, caractérise la valeur de l'entreprise obtenue par l'actualisation des cash-flows de trésorerie futurs de son exploitation.

Les flux de liquidité sont définis comme les flux de trésorerie disponibles après financement par la société de ses investissements de développement et maintenance et la variation de ses besoins en fonds de roulement.

Calcul du taux d'actualisation :

Nous utilisons le Modèle d'évaluation des actifs financiers 'MEDAF' pour calculer le taux d'actualisation ;

La formule du MEDAF est la suivante :

$$E_p = R_f + B * (R_m - R_f) \quad E_p = R_f + B * ERP$$

**R<sub>f</sub>** : est le Taux sans Risque : le taux utilisé est le taux des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) sur 10 ans, calculé sur la base des transactions de la bourse d'Alger au 12 septembre 2017, qui est de 5,40 % pour l'OAT « O100725 ».

**β** : La mesure de la volatilité d'une action par rapport au marché ; en utilisant la base de données de DAMODARAN<sup>3</sup> pour le secteur hôtelier est de β = 0,77.

**ERP** : la prime de risque 2017 de l'Algérie en utilisant la base de données DAMODARAN est de 13,79%.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

**R<sub>m</sub>** est la rentabilité attendue du marché.

$$\text{Taux} = 5,40\% + 0,77 \times 13,79\% = 16,02\%$$

Calcul du WACC : Les autres paramètres qui ont servis pour le calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC) 7.5% :

Où  $V_f$  = Valeur des fonds propres                       $V_d$  = Valeur de la dette

$K_f$  = Coût des fonds propres                       $K_d$  = Coût de la dette après

-Taux d'IBS = 23%                      -Pourcentage dette = 71%                      -Pourcentage fond propre = 29%

-Cout de la dette = 5.3%

Les flux de liquidité sont estimés à partir du plan d'affaires du projet d'hôtel Thermal Aqua Sirence 1<sup>er</sup> Projet du Groupe AOM INVEST (business plan 2019-2023) qui constitue la source de ce calcul.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

Les flux de liquidité sont définis comme les flux de trésorerie disponibles après financement par la société de ses investissements de développement et maintenance et la variation de ses besoins en fond de roulement.

**Tableau n°16** : calcul des cash-flows d'AOM Invest

Free cash flow actualisé					
DZD	2019	2020	2021	2022	2023
<b>EBIT</b>	<b>165 059 921</b>	<b>208 923 146</b>	<b>221 091 778</b>	<b>233 282 864</b>	<b>243 066 340</b>
(+) Dotations	56 168 382	64 504 412	74 496 066	85 482 833	97 564 020
(-) Impots	- 37 963 782	- 48 052 324	- 50 851 109	- 53 655 059	- 55 905 258
(-) Capex	- 33 235 294	- 42 838 235	- 51 174 265	- 56 210 625	- 61 746 568
(-) Var BFR	- 14 126 236	- 3 761 433	- 2 745 766	- 1 079 972	- 1 583 126
<b>Free cash flow</b>	<b>135 902 991</b>	<b>178 775 566</b>	<b>190 816 704</b>	<b>207 820 041</b>	<b>221 395 408</b>
Period	2,25	3,25	4,25	5,25	6,25
Discount factor	0,850	0,790	0,735	0,684	0,636
<b>DCF</b>	<b>115 489 210</b>	<b>141 320 070</b>	<b>140 312 176</b>	<b>142 150 923</b>	<b>140 868 586</b>

**Source** : notice d'information d'AOM Invest

La somme des DCF sur 5ans à partir du début de l'activité estimé (2019-2023) est de 680 M DZD.

A l'issue de la période de prévision, une valeur résiduelle (ou valeur terminale) associée aux flux du plan d'affaires (BP) est estimée. Pour déterminer cette valeur, plusieurs méthodes sont donc envisageables.

Pour l'estimation de la valeur terminale d'AOM Invest, il a été retenu la méthode de la rente à l'infini calculée sur la base du dernier flux et un taux de croissance de ce flux à l'infini (g). La valeur terminale 1.235Mrds DA a été calculée en prenant une hypothèse de croissance de 0,75% avec un cash-flow normatif de 141 MDA.

Ainsi selon la méthode d'évaluation du DCF, la valeur de l'entreprise est de 1.915Mrds DA. En soustrayant la dette de 278MDA, nous obtenons une valeur du capital de 1.637Mrds DA

Ce qui nous donne 1412 DA l'action pour 1 159 300 actions.

## Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

### Une évaluation combinée :

Afin d'avoir une évaluation se basant à la fois sur l'aspect patrimonial du site mais aussi sur une projection de l'activité qui débutera Fin 2018. Nous proposons de faire une moyenne pondérée des deux méthodes citées précédemment. Dans une démarche prudentielle, nous optons pour une pondération de 85% pour l'actif net comptable et 15% pour la méthode du DCF.

$$EV = 0.85 \times ANC + 0.15 \times DCF$$

$$EV = 0.85 \times 100 + 0.15 \times 1412 = 297 \text{ DA}$$

Le prix d'introduction de l'action est à 297 DA.

## **Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse**

### **Conclusion du chapitre 02 :**

L'évaluation d'entreprise est un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. Elle s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné. Autrement dit évaluer une entreprise c'est déterminer une fourchette de prix en suivant une démarche longue qui nécessite une connaissance de l'environnement interne et externe de l'entreprise et l'utilisation de différentes méthodes d'évaluations.

Bien qu'il existe plusieurs méthodes d'évaluation dans la littérature. Nous avons essayé de présenter les méthodes les plus répondues et les plus utilisées.

Toutes ces méthodes se fondent sur des supports qui ne sont pas sans faille et qui ne peuvent prétendre à la vérité absolue, et aucune méthode n'est meilleure que l'autre, elles ont toutes des avantages et des limites. Toutefois, les techniques d'évaluation ont considérablement progressé ces dernières années ce qui permet de réduire et non d'éliminer la marge d'erreur dans la détermination du prix.

L'évaluation d'entreprise nécessite l'utilisation de plusieurs méthodes d'évaluation, ces différentes méthodes résument en trois approches :

- ❖ L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique. Elle se base sur ce que l'entreprise possède.
- ❖ L'approche dynamique ou méthode actuarielle vise à déterminer la valeur d'une entreprise en se basant sur ce qu'elle rapportera dans le futur.
- ❖ L'approche analogique appelée aussi « l'approche des comparables » ou « l'approche des multiples » est fondée sur l'application des comparables multiples d'entreprises similaires à l'entreprise à évaluer.

De plus, le choix des méthodes est fonction de certains éléments tel que :

- ❖ L'information disponible
- ❖ L'objectif de valorisation
- ❖ La taille de l'entreprise
- ❖ La possibilité de faire des prévisions sur l'activité

**Chapitre 03 : L'évaluation  
d'une entreprise algérienne  
cotée en bourse: NCA-  
Rouiba**

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

### **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

#### **Introduction du chapitre 03**

Après avoir présenté les différents aspects théoriques liés à l'introduction en bourse et l'évaluation des entreprises, dans le premier et le deuxième chapitre, nous passons à présent à l'utilisation de ces notions dans un cas pratique portant sur l'évaluation d'une entreprise dans un contexte particulier d'introduction en bourse.

Dans notre cas, La société à évaluer opère dans le secteur de l'agroalimentaire algérien sous la nomination de « NCA-Rouïba », elle a fait l'objet d'une introduction en bourse. Mais avant, nous souhaitons l'évaluer afin de faire ressortir une fourchette de valeur et une estimation du prix de son action et de présenter les méthodes d'évaluation les plus répandues et les plus utilisés et de conclure que ces différentes méthodes d'évaluation convergent-elles vers le même prix ou pas. Et cela par l'application des différentes méthodes d'évaluation et de faire la comparaison entre eux, après avoir présenté d'une manière générale l'entreprise NCA-Rouïba.

Nous subdiviserons le présent chapitre en trois sections dont la première sera consacré à la présentation de l'entreprise NCA-Rouïba et son introduction en bourse, Dans la deuxième section nous présentons le diagnostic global de cette entreprise. On réunira les informations nécessaires à un diagnostic stratégique (interne et externe) et financier, on utilisera les méthodes d'analyse financière et on finira par présenter les points forts et points faibles de l'entreprise. La troisième section servira à la valorisation de l'entreprise NCA-Rouïba.

# Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

## Section 01 : Présentation de l'entreprise « NCA-Rouïba »

### 1. Présentation de l'entreprise NCA-Rouïba

NCA-Rouïba (Nouvelle Conserverie Algérienne), est une société privée de droit algérien spécialisé dans la production, le conditionnement et la distribution de boissons, nectars et jus de fruits. La société NCA-Rouïba a été créée le 02 Mai 1966 par la famille OTHMANI, sous la forme juridique de société à responsabilité limitée (SARL). Par la suite, elle a transformée en société par Actions en Mars 2003. Le siège social de la société NCA-Rouïba est établi à la zone industrielle de Rouïba, RN N°5, Alger – Algérie. La durée de vie de la société, initialement limitée à 50 ans, a été entendue à 99 ans par l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGEX) qui s'est réunie le 05 février 2006.

#### 1.1 Historique de la société NCA-Rouïba

**En 1966** : Création de la société : Démarrage de la production et la distribution de conserves alimentaires en boîtes métalliques (Harissa, Tomates, etc...).

**En 1978** : Entrée de nouveaux associés héritiers et ayants droit de Feu Mohamed Saïd OTHMANI.

**En 1984** : Démarrage de l'activité de boissons à base de fruits (jus, nectars et boissons).

**En 1989** : Acquisition des équipements pour le traitement et le conditionnement aseptique en carton de boissons à base de fruits.

**En 1999** : Changement au niveau de la gérance à travers la désignation de Monsieur Salah OTHMANI au poste de Gérant et de Monsieur Slim OTHMANI au poste de Directeur général de la société.

**L'année 2000** : Certification ISO 9002 (première entreprise algérienne à être certifiée).

**L'année 2003** : Changement de la forme juridique de la société d'une Société à Responsabilité Limitée (SARL) à une Société par Actions (SPA) ; Dégâts importants occasionnés par le « séisme de Boumerdès » ce qui a conduit à la délocalisation de la distribution vers un nouveau site situé à Oued-Smar.

**L'année 2004** : Démarrage de l'activité production de lait UHT.

**L'année 2005** : Entrée de la société de capital investissement non résidente Africinvest<sup>159</sup> Ltd dans le capital de la société et mise en place du comité stratégique ayant

---

<sup>159</sup> C'est un fonds panafricain de capital-investissement de 34 millions d'euros opérationnel depuis septembre 2004. Le fonds intervient en capital et/ou quasi-capital de la manière significative mais généralement minoritaire dans des entreprises en croissance. Le fonds vise prioritairement les entreprises en développement dont le chiffre d'affaires est inférieur à 15 millions d'euros au moment de son intervention. Le fonds peut

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

adopté le programme de mise à niveau et de développement articulé autour des actions suivantes :

- ✓ Mise en place d'un ERP (MFG/Pro), logiciel intégré couvrant les différents volets opérationnels de la société ;
- ✓ Mise en place d'un programme de mise à niveau industrielle ;
- ✓ Arrêt de l'activité lait suite à la forte hausse des prix de poudre de lait et l'activité conserve alimentaire qui ne sont plus stratégiques pour l'entreprise ;
- ✓ Démarrage d'un plan de formation concernant l'ensemble des ressources humaines ;
- ✓ Construction d'une plateforme logistique aux normes internationales.

### **En 2007 :**

- ✓ Mise en place d'un plan de restructuration financière à travers notamment la mobilisation d'un financement accordé par la Banque Européenne d'Investissement (BEI).
- ✓ Certification ISO 14001.
- ✓ Achèvement, avec succès, du 1er programme de mise à niveau industrielle initié en 2005 et adoption d'un plan d'action centré autour des produits et de la marque.

### **En 2008 :**

- ✓ Obtention du Prix National de l'Environnement délivré par les autorités nationales ;
- ✓ Transfert d'actions :
  - Cession d'une (1) action détenue en nue-propriété par Slim OTHMANI en faveur de son père Salah OTHMANI
  - Cession d'une action par la société de capital investissement non résidente Africinvest Limited en faveur de la Société Par Actions Maghrebinvest Algérie.
- ✓ Modification de la raison social l'ancienne « la Nouvelle Conserverie Algérienne » a été remplacée par « NCA-Rouïba SPA ».

**En 2009 :** Démarrage de la mise en œuvre du plan d'action marketing à travers notamment :

- ✓ La modernisation du Logo de la marque ;
- ✓ L'adoption de nouveaux packagings ;
- ✓ La dynamisation de la gamme de produits avec l'introduction des gammes Mon Energie, Fresh et Light ainsi que le lancement du projet Fruits Mixés en packaging PET (bouteilles en plastique) ;
- ✓ L'approbation d'un budget de communication et de promotion en adéquation avec les objectifs visés en vue de rapprocher davantage la société de ses consommateurs.

### **En 2010 :**

---

également intervenir dans des entreprises de tailles plus importantes présentant de bonnes opportunités de croissance et de rentabilité. Source : [www.caurismanagment.com/africinvest.htm](http://www.caurismanagment.com/africinvest.htm), visité le 28/05/2022.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

✓ Démarrage de la production et de la distribution de la gamme Fruits Mixés en packaging PET ;

✓ Finalisation du plan d'action adopté en 2008 ayant permis de doubler le chiffre d'affaires entre 2007 et 2010 et adoption d'un programme de développement articulé autour des axes suivants : Renforcement de gouvernance de la société par : la désignation de Monsieur Salah OTHMANI comme Président d'honneur de la société, Monsieur Slim OTHMANI en qualité de Président du Conseil d'Administration et Monsieur Mohamed Sahbi OTHMANI en tant que Directeur Général ;

✓ L'Adoption d'un code de bonne gouvernance et mise en place d'un comité d'audit et d'un comité de rémunération ;

✓ Mise en place d'un second plan de mise à niveau industrielle et commerciale s'appuyant notamment sur la consolidation de l'outil de production et le renforcement de la plateforme de distribution ; Étude de la possibilité de développer l'exportation sur les pays du Maghreb et des modalités pour assurer l'introduction des produits Rouïba sur ces marchés ;

✓ Décision d'Introduction de la société à la Bourse d'Alger.

**En 2011** : Démarrage de la mise en œuvre du programme de développement adopté en 2010 à travers les actions suivantes :

✓ Aménagement de nouveaux locaux administratifs, élargissement des voies de circulation et extension de plateforme logistique en vue d'optimiser les espaces de stockage ;

✓ Installation de la nouvelle ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed ;

✓ Modernisation des packagings et du Logo de la marque Rouïba et optimisation des caractéristiques organoleptiques et nutritionnelles de la gamme « Mon Energie » ;

✓ Démarrage de l'activation des modules GPAO et GMAO de l'ERP ;

✓ Initiation du processus de certification du système de sécurité alimentaire selon le référentiel ISO 22000.

**En 2012** : Poursuite du programme de développement adopté en 2010 et entamé en 2011 à travers les actions suivantes :

✓ Mise à niveau des ateliers de productions afin de se conformer aux exigences de la norme ISO 22000, à savoir : le réaménagement des sols, l'organisation des flux matières et du personnel, et l'audit documentaire (première phase) ;

✓ Installation d'une seconde ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed et mise à niveau industrielle de la ligne de conditionnement en bouteilles PET ;

✓ Initiation du processus de « Responsabilité sociétale des organisations et leur contribution au développement durable » selon le référentiel ISO 26000 ;

✓ Adoption du business plan de la société pour la période 2012-2016.

**En 2013** : Les principales orientations stratégiques pour l'année 2013 se présentent comme suit :

✓ Renforcement des capacités de conditionnement en carton via l'installation d'une troisième ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed ;

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

- ✓ Remplacement de l'ancienne ligne de conditionnement en PET par une nouvelle ligne Aseptique ;
- ✓ Optimisation des caractéristiques organoleptiques et nutritionnelles de la gamme PET ;
- ✓ Certification ISO 22000 ;
- ✓ Acquisition de nouveaux terrains pour abriter de nouvelles plateformes logistiques;
- ✓ Introduction en Bourse.

### 1.2 La fiche signalétique de la société NCA-Rouïba

- Raison social : NCA-Rouïba ;
- Siège social : zone industrielle de Rouïba, RN N°5, Alger ;
- Date de création : mai 1966 ;
- Capital social : il s'agit d'un capital social de 849.195.000 DA ;
- Nature de l'opération : ouverture de 25% du capital social par offre à prix fixe de 2.122.988 actions ;
- Nature des titres : Actions ;
- Nombres d'actionnaires souscripteurs : 1892 actionnaires ;
- Actionnaire principale : Slim OTHMANI (PDG);
- Opération réalisée : Emission de 2.122.988 actions ordinaires de 100 DA, émises à 400 DA ;
- Période de l'offre : Du 07 avril au 25 avril 2013 ;
- Visa COSOB : N°2013-01 du 26/02/2013 ;
- Introduction en bourse : 03/06/2013 ;
- 1<sup>ère</sup> cotation : 03/06/2013 ;
- Registre de commerce : 16/00 0008627 ;
- Statut juridique : société par action(SPA), depuis mars 2003 ;
- Nombre d'effectif : 523 salariés ;
- Site internet : [www.rouiba.com.dz](http://www.rouiba.com.dz) ;
- Email : [nca@rouiba.com.dz](mailto:nca@rouiba.com.dz) ;
- Tel/Fax : 021 50 70 88/ 021 50 70 95.

### 1.3 Vision, mission, valeurs et objet social de la société NCA-Rouïba

**Mission** : Apporter du plaisir aux consommateurs quotidiennement par un produit de qualité, tout en contribuant à la création de richesse durable. Voilà la mission que l'entreprise s'est fixée.

- ✓ Qualité-Conformité-Sécurité.
- ✓ Plaisir-Epanouissement.
- ✓ Création durable de richesses.

**Vision** : Depuis sa création en 1966, NCA-Rouïba veille à placer le consommateur au cœur de son activité ce qui a permis de gagner le pari de la confiance et de la qualité.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

Aujourd'hui, leader des jus de fruits en Algérie, la société NCA-Rouïba vise d'être dans le Top 10 des champions afro-méditerranéens de l'agroalimentaire, engagé activement dans le développement durable.

- ✓ Une contribution active au développement locale-proximité.
- ✓ Des choix de technologies propres.
- ✓ La formation et l'épanouissement de notre Ressources Humaines.
- ✓ Une contribution à l'amélioration du climat des affaires.
- ✓ Etre conforme aux standards les plus élevés.

### **Valeurs :**

- ✓ Excellence : les fruits utilisés pour la fabrication de jus sont soigneusement sélectionnés.
- ✓ Respect : elle veille à ce que chacun de ses collaborateurs et consommateurs soit traité avec respect et bienveillance.
- ✓ Innovation : ils sont constamment à la recherche de nouveaux produits et procédés, pour ne proposer aux consommateurs que le meilleur.
- ✓ Intégrité : l'ensemble de ses pratiques de gestion et de production ont lieu dans le respect de ses collaborateurs et de ses parties prenantes.
- ✓ Solidarité, Dignité, Appartenance.

### **Objet social :**

Conformément aux statuts de l'entreprise, l'objet social couvre les activités suivantes :

- ✓ Fabrication de conserves ;
- ✓ Production des eaux gazeuses et boissons diverses non alcoolisées ;
- ✓ Fabrication de conserves de viande, volatile, foie gras ;
- ✓ Préparation des plats cuisinés ;
- ✓ Fabrication de bouillons, potages et arômes ;
- ✓ Fabrication de produits pour alimentation des animaux à l'exception de la farine destinée à l'alimentation des poissons ;
- ✓ Production du lait et produits laitiers (laiterie), biscuiterie, confiserie et produits destinés au régime alimentaire ;
- ✓ La production et la transformation, l'import-export, soit directement ou indirectement, de tous les produits liés aux légumes et aux fruits secs et frais ainsi qu'aux poissons ;
- ✓ Transformation de produits alimentaires ;
- ✓ Commerce en gros de boissons non alcoolisées et d'autres produits liés à l'alimentation humaines ;
- ✓ Distribution de l'eau minérale et diverses boissons non alcoolisées.

Par ailleurs, la société peut aussi en vertu de ses statuts, entreprendre tout acte, lié directement ou indirectement, à son objet social, en mesure de faciliter et développer ses activités.

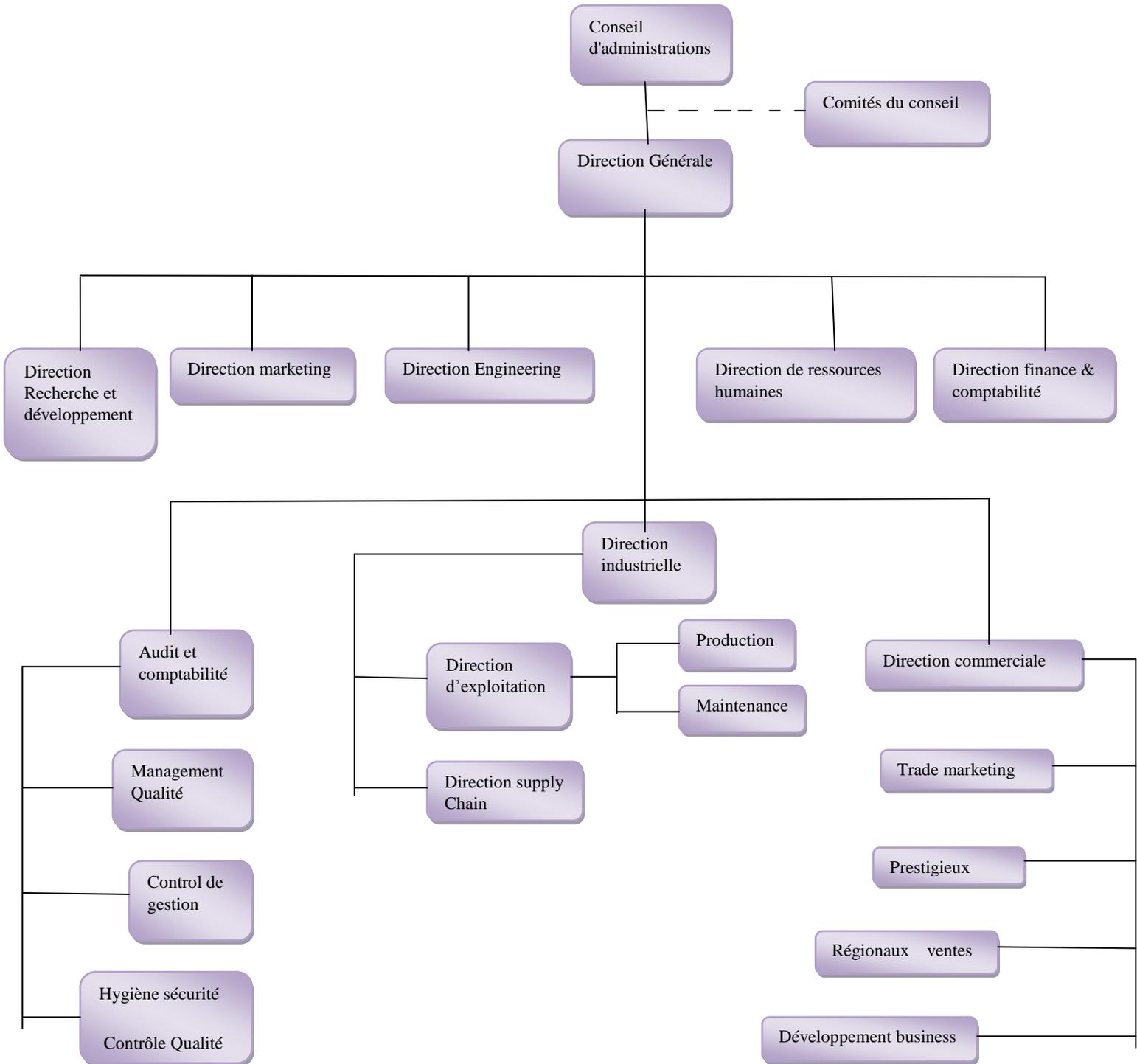
## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

Il convient de préciser que depuis sa constitution en 1966, la société n'exerce que les activités suivantes :

- ✓ La production et la distribution de boissons et de jus de fruits ;
- ✓ La production et la distribution de conserves de légumes et fruits (abandonnée en 2005) ;
- ✓ La production et la distribution de lait UHT (abandonné en 2005).

# Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

## 1.4 Organigramme de la société NCA-Rouïba



Source : Document interne à l'entreprise.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

### **1.5 Place de la société NCA-Rouïba dans le marché**

Le marché algérien des JNSD (juice, nectars, still drinks) se compare favorablement à ceux des autres pays du Maghreb en termes de taille, de maturité de ses acteurs, d'innovation et de dynamisme. Il est estimé à 498 millions de litres environ en 2011, soit plus de la moitié de l'ensemble du marché maghrébin qui est estimé à 955 millions de litres pour la même année.

Au sein de la filière JNSD, NCA-Rouïba s'est toujours positionnée sur des produits de qualité supérieure et la marque 'Rouïba' a toujours été perçue comme un produit « premium » par rapport à la concurrence, justifiant ainsi un prix de vente plus cher.

Les efforts en matière de distribution ont permis à la société d'atteindre des niveaux de distribution numérique (disponibilité des produits dans les points de vente) proches de 100% selon l'étude ITMO 1 réalisée par les équipes merchandising de NCA-Rouïba.

### **1.6 Les fournisseurs de la société NCA-Rouïba**

Les matières premières utilisées par la société sont principalement les concentrés de fruits, le sucre et l'emballage.

Les concentrés de fruits sont achetés localement pour les fruits cultivés localement tel que l'abricot. Pour ce qui est des autres fruits, les concentrés sont importés de divers fournisseurs internationaux spécialisés.

### **1.7 La performance commerciale de la société NCA-Rouïba**

NCA-Rouïba a enregistré une croissance importante qui repose sur sa capacité à commercialiser des produits de qualité répondant aux attentes des consommateurs :

- En améliorant les produits existants de manière continue ;
- En introduisant de nouveaux produits innovants et accessibles au plus grands nombre de consommateurs pour développer une consommation de masse ;
- En améliorant sa distribution à l'échelle nationale.

## **2. L'introduction en bourse de l'entreprise NCA-Rouïba**

### **2.1 Décision à l'origine de l'opération d'introduction en bourse**

L'introduction en Bourse de la Société NCA-Rouïba a été décidée par le Conseil d'Administration de la Société réuni le 27 mai 2011. Au cours de la même réunion, Un rétro-planning a été approuvé et le suivi de l'avancement du processus d'introduction a été inscrit à l'ordre du jour des conseils d'administration subséquents et notamment ceux tenus le 30 décembre 2011 et le 17 avril 2012.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

La décision d'introduction a également été entérinée par les actionnaires de la société NCA-Rouïba, réunis en séance extraordinaire le 31 janvier 2012 ayant approuvé la mise en conformité des statuts de la société avec la réglementation régissant la Bourse d'Alger.

Le 22 mai 2012, et au cours d'une séance ordinaire, une mise à jour sur l'avancement du processus d'introduction en bourse ainsi que sur la structuration de l'opération ont été présentés aux actionnaires de la Société.

### **2.2 Objectif de l'opération**

L'objectif de l'opération se présente comme suit :

- ✓ Ouverture d'un canal permanent de levée de fonds propres permettant à l'entreprise de disposer d'alternatives de financement adaptées à ses ambitions ;
- ✓ Permettre une plus grande liquidité des titres des actionnaires (la sortie de l'investisseur institutionnel Africinvest conformément aux termes et conditions de son entrée au capital de l'entreprise en 2005) ;
- ✓ Confirmation de l'engagement irréversible de l'entreprise dans un processus de mise en place de bonnes pratiques de gouvernance favorisant sa performance et sa pérennité ;
- ✓ Renforcement de la notoriété de l'entreprise auprès de ses clients ainsi que de l'ensemble de ses partenaires économiques.

### **2.3 Caractéristiques de l'opération**

#### **2.3.1 Le montant de l'offre**

L'opération consiste en l'offre à prix fixe de 2 122 988 actions ordinaires provenant de la cession, par les actionnaires actuels d'actions de valeur nominale de 100 dinars chacune et représentant 25% du capital social.

Les actions sont réglées à la demande d'achat. Elles sont inscrites en compte auprès des Teneurs de Comptes de Conservation de Titres (TCC), dûment habilités par la COSOB, et qui sont admis aux opérations d'Algérie Clearing.

#### **2.3.2 Le prix de l'offre et sa justification**

L'action ordinaire de NCA-Rouïba est offerte à un prix ferme de 400 dinars tous frais compris. Les salariés de la société NCA-Rouïba bénéficieront d'un prix bonifié de 380 dinars.

Chaque action donne droit, dans les bénéfices et dans l'actif et le passif social, à une part proportionnelle à la quotité du capital qu'elle représente.

En outre, elle donne droit au vote et à la représentation dans les Assemblées Générales dans les conditions prévues par la Loi et les Statuts.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

Les droits et obligations attachés à l'action suivent le titre dans quelque main qu'il passe. La propriété d'une action emporte de plein droit adhésion aux Statuts de la Société et aux décisions de l'Assemblée Générale des actionnaires.

Les acheteurs potentiels sont invités à se faire leur propre opinion sur la valeur des titres et des risques associés et à faire appel aux conseils de leur Intermédiaire en Opération de Bourse sur le sujet. Pour les besoins exclusifs de la détermination du prix d'émission de cette opération, les actions de la société NCA-Rouïba ont été évaluées par le cabinet d'expertise comptable HARFOUCHE Mohamed avec la collaboration de la société Tunisie Valeurs.

### **2.3.3 Le produit de l'offre**

Le produit de l'offre d'actions est de 849 195 200 dinars environ issu de l'offre de 2 122 988 actions au prix de 400 dinars. Ce montant sera revu à la baisse en fonction de la participation des salariés de la société qui bénéficient d'un prix décoté.

Le produit issu de cession des titres (offre d'actions anciennes) est destiné aux actionnaires cédants.

### **2.3.4 Les charges relatives à l'offre**

Le montant des charges relatives à cette opération est estimé à 61 839 686,1 dinars et est décomposé comme suit : (montants hors taxes)

<b>Redevances réglementaires et assimilées</b>	<b>17 139 686,1</b>
Redevance de la COSOB	636 896,40
Rémunération d'Algérie Clearing	84 919,50
Commissions de la SGBV	2 406 149,40
Commissions IOB (chef de fil et syndicat de placement)	14 011 720,8
<b>Rémunérations de commissions et honoraires conventionnés</b>	<b>44 700 000</b>
Commissions et honoraires d'accompagnement, de placement, de conseil financier et conseil juridique	4 700 000
Publicité et communication	40 000 000

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

### **2.3.5 Les Intermédiaires en Opération de Bourse Accompagnateurs et organismes habilités à recueillir les demandes d'achat**

Pour cette opération, la Société est accompagnée par l'Intermédiaire en Opérations de Bourse : BNP Paribas El Djazaïr.

Les demandes d'achat de titres peuvent être recueillies, sans frais par les Intermédiaires en Opération de Bourse suivants :

- ✓ BNP Paribas El Djazaïr (Chef de file) ;
- ✓ Crédit Populaire d'Algérie (CPA) ;
- ✓ Banque Nationale d'Algérie (BNA) ;
- ✓ Banque Extérieure d'Algérie (BEA) ;
- ✓ Banque de Développement Local (BDL) ;
- ✓ Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance-Banque (CNEP-Banque) ;
- ✓ Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR) ;
- ✓ Société Générale Algérie (SGA) ;

Ces Intermédiaires en Opérations de Bourse mentionnés ci-dessus, faisant partie du syndicat de placement constitué pour la présente opération.

### **2.3.6 La période de l'offre**

La période de l'offre commence le 07 avril 2013 et se termine le 25 avril 2013. Après accord de la COSOB, la société se réserve le droit de proroger cette période.

Après la clôture de la période de l'offre, aucune demande d'achat de titres aux conditions de l'offre ne peut être acceptée.

### **2.3.7 La segmentation de l'offre**

L'offre des actions de la Société NCA-Rouïba est répartie en deux (02) segments :

- Segment A : les salariés de la société : un quota maximum de 85 000 actions, soit 4% des actions offertes, est réservé aux salariés de la société ;
- Segment B : les non-salariés de la société : le reliquat des actions offertes soit 2 037 988, est réservé aux nationaux résidents personnes physiques et personnes morales.

# Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

## Section 02 : Le diagnostic global de l'entreprise NCA-Rouïba

### 1. Diagnostic stratégique

Le diagnostic stratégique, aussi appelée l'analyse stratégique, est une phase importante à mettre en pratique avant de déployer les activités d'une entreprise. Elle permet à une entreprise de mieux comprendre et d'analyser l'environnement dans lequel cette dernière évolue afin d'en tirer les facteurs qui ont la possibilité d'influencer le marché.

Le diagnostic stratégique est une étape qui consiste à faire une étude de marché. Pour le réaliser, il faut suivre deux étapes distinctes à savoir :

Le diagnostic interne qui fait l'état des lieux de forces ainsi que celui des faiblesses internes de l'entreprise.

Le diagnostic externe, qui consiste à faire un recensement exhaustif des facteurs qui ont un impact sur le comportement du marché et les activités de l'entreprise.

#### 1.1 Le Diagnostic interne

Dans le diagnostic stratégique, le diagnostic interne consiste à analyser les ressources et les compétences de l'entreprise afin de mettre en évidence les forces et les faiblesses.

#### La matrice SWOT de NCA-Rouïba

Tableau n° 17 : La matrice SWOT de NCA-Rouïba

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Popularité de la marque ;</li><li>▪ La gamme de produits qui satisfait les différents goûts des consommateurs et toutes les catégories âges ;</li><li>▪ La diversification géographique ;</li><li>▪ Stratégie de distribution intensive ;</li><li>▪ Une forte position concurrentielle ;</li><li>▪ Une plus grande couverture de marché et un effet positif grâce aux capacités de productions ;</li><li>▪ La bien maîtrise de procédés de fabrication ;</li><li>▪ Excellent rapport qualité/prix ;</li><li>▪ Climat social sain.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Problème de trésorerie ce qui engendre des coûts supplémentaires ;</li><li>▪ L'insuffisantes des ressources financières ;</li><li>▪ Pouvoir de négociation avec les fournisseurs ;</li><li>▪ Supply chain inefficace ;</li><li>▪ Ruptures en production sur les produits clés ;</li><li>▪ Taxation élevée des matières premières.</li></ul>
<b>Opportunités</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Amélioration de la qualité des produits ;</li><li>▪ Développement des produits à valeur ajoutée ;</li><li>▪ Diminution des droits de douanes grâce à l'accord d'Association Algérie-UE;</li></ul>	<b>Menaces</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Faibles barrières à l'entrée sur le marché national ;</li><li>▪ La possibilité d'apparition de concurrents sur le marché national à un prix de vente inférieur ;</li><li>▪ Capacité de concurrents à lancer des produits innovants ;</li><li>▪ Stagnation de certaines activités ;</li></ul>

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

- Taux de change défavorable ;
- Forte dépendance à l'Euro.

**Source: Etablie par nous-mêmes**

La NCA-Rouïba exploite ses ressources et ses capacités pour découvrir de nombreux gisements de croissance aussi bien pour ce qui est des produits existants, que par le lancement de nouveaux produits sur le marché algérien des boissons.

En revanche, l'entreprise montre de réelles faiblesses qui se caractérisent notamment par un manque de ressources financières structurelles et une faiblesse de la trésorerie. Cette situation de fragilité financière relative ne permet pas à l'entreprise de faire des projections pour des acquisitions futures et engendre des difficultés de fonctionnement courant. Par ailleurs, elle affronte d'autres menaces telles que la réduction du pouvoir de négociation vis-à-vis de ses fournisseurs.

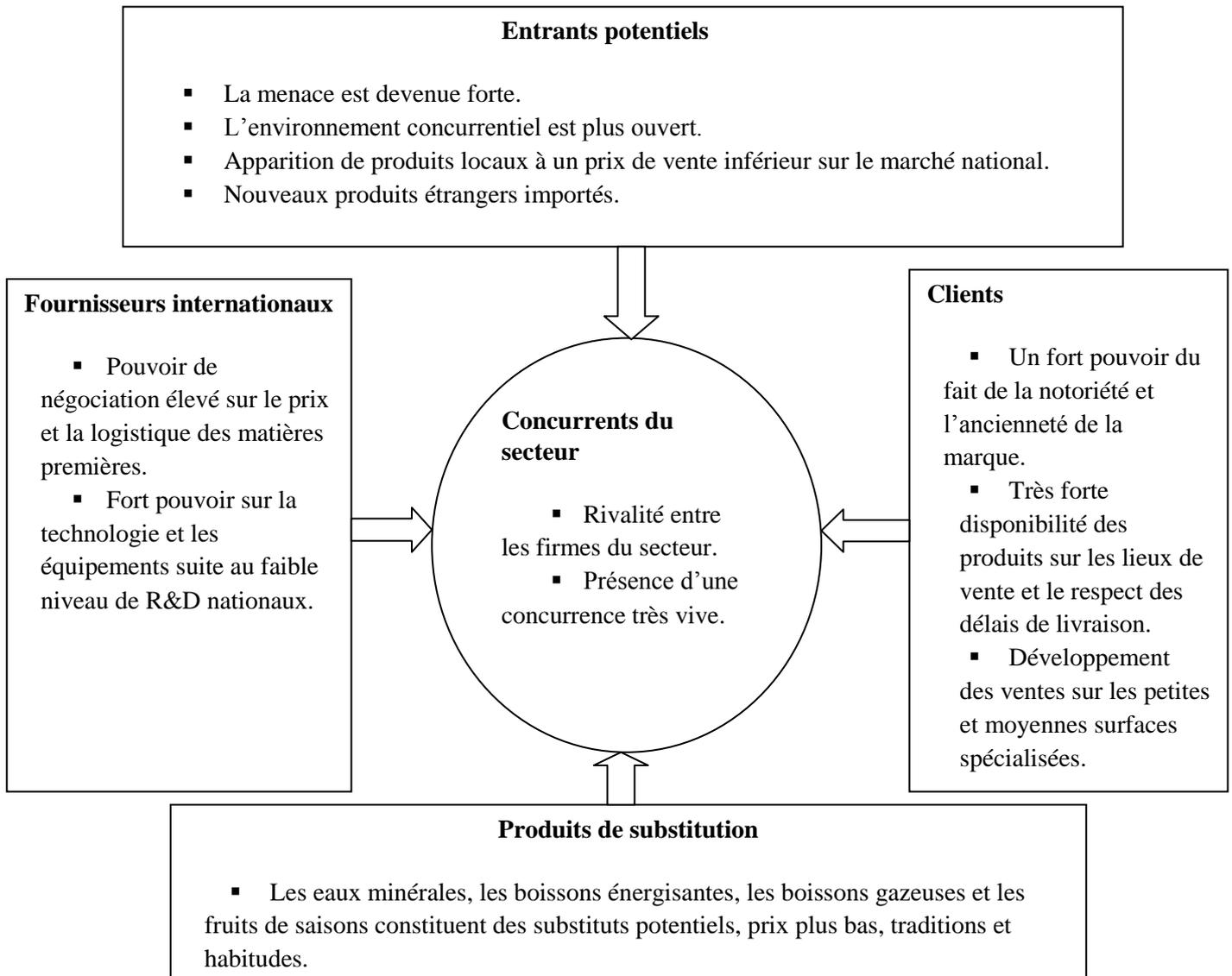
### 1.2 Le Diagnostic externe

Le diagnostic externe du diagnostic stratégique permet d'analyser l'environnement dans lequel évolue l'entreprise.

L'exploitation des rapports d'activités de NCA pour les dernières années ont complété l'analyse de l'environnement externe. A ce niveau, nous appliquons à l'entreprise le modèle le plus élaboré et le plus utilisé en stratégie, les cinq forces concurrentielles.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

### Les cinq forces de la concurrence de Porter de NCA-Rouïba



**Source: Etablie par nous-mêmes**

Le modèle de porter a pour objet principal objet d'apprécier l'attrait du secteur, on analysant l'intensité concurrentielle qui s'exerce sur le domaine d'activité concerné.

Pour le cas de la société NCA-Rouïba, il semble que deux forces sont relativement importantes : les fournisseurs et la rivalité au sein de la filière boissons. A plus long terme, il apparaît clair que des menaces de nouveaux entrants constituent des éléments à prendre en compte en terme de consolidation de la position compétitive de NCA-Rouïba. Une situation identique a été observée dans le secteur des produits laitiers frais.

L'analyse de l'environnement externe (filière de boissons) nous a permis de monter que l'entreprise NCA-Rouïba évolue dans un secteur qui recèle des opportunités réelles et intéressantes, mais il est également porteur de nombreuses menaces.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

### 2. Diagnostic financier

#### 2.1 Présentation des principes comptables

Les comptes de la société sont établis conformément aux règles du Nouveau Système Comptable et Financier et aux principes et conventions comptables généralement admis notamment le principe de prééminence de la réalité économique sur l'apparence juridique, le coût historique, la non-compensation, le principe de prudence, le principe de l'importance relative et la permanence des méthodes comptables.

#### 2.2 Elaboration des bilans financiers

**Tableau n°18:** Actif des bilans financiers des années 2009,2010 et 2011 (En milliers de DA)

Désignation	2009	2010	2011
<b>Valeurs immobilisée</b>	<b>1 583 742</b>	<b>1 651 974</b>	<b>2 049 308</b>
Immobilisations. incorporelles	4 739	3 206	23 501
Immobilisations. Corporelles	1 565 494	1 605 265	1 997 788
Immobilisations. Financières	13 08	43 503	28 019
<b>Valeur d`exploitation</b>	<b>284 826</b>	<b>494 660</b>	<b>847 514</b>
Stocks et en cours	284 826	494 660	847 514
<b>Valeur réalisables</b>	<b>418 686</b>	<b>499 559</b>	<b>902 948</b>
Clients	379 181	445 615	560 134
Autres débiteurs	20 076	25 016	206 505
Impôts et assimilés	13 257	20 904	109 007
Autres créances et emplois assimilés	6 172	8 024	27 301
<b>Valeurs disponibles</b>	<b>409 231</b>	<b>346 976</b>	<b>260 127</b>
Trésorerie	409 231	346 976	260 127
<b>Total des emplois</b>	<b>2 696 486</b>	<b>2 993 170</b>	<b>4 059 897</b>

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des bilans comptables.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

**Tableau n°19** : Passif des bilans financiers des années 2010 ,2011 et 2012 (En milliers de DA).

Désignation	2009	2010	2011
<b>Capitaux propres</b>	<b>1 127 391</b>	<b>1 365 025</b>	<b>1 476 870</b>
Capital émis	849 195	849 195	849 195
Primes et réserves	152 234	230 487	436 121
Résultat net	112 105	255 635	188 042
Autres capitaux propres	13 856	29 709	3 511
<b>DLMT</b>	<b>522 956</b>	<b>520 797</b>	<b>850 917</b>
Emprunt et dettes financières	507 154	507 217	750 613
Impôt différé et provisionné	1 967	1 675	/
Provisions et produits constaté d'avance	13 835	11 905	100 304
<b>DCT</b>	<b>1 046 139</b>	<b>1 107 348</b>	<b>1 732 110</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	756 822	690 269	1 082 080
Impôts	68 822	117 047	166 185
Autres dettes	196 822	299 659	353 181
Trésorerie passive	23 673	373	130 664
<b>Total passif</b>	<b>2 696 486</b>	<b>2 993 170</b>	<b>4 059 897</b>

**Source** : Etabli par nous-mêmes à partir des bilans comptables.

Durant les exercices 2009, 2010 et 2011, Le total bilan de la société s'est apprécié de plus de 1 milliard de dinars et on remarque une évolution de l'actif immobilisé. Cette évolution s'explique essentiellement par les investissements physiques réalisés en 2011 ainsi que par l'accroissement des actifs circulants et notamment celle des stocks et les créances clients qui ont augmenté proportionnellement à l'accroissement de l'activité durant l'année 2011.

L'augmentation du total Passif s'explique par l'accroissement des ressources à moyen terme par la société, afin de financer les investissements qu'elle a engagé en l'année 2011, en contractant du nouveau crédit bancaire à moyen terme. Le compte fournisseurs a également connu une augmentation proportionnelle à l'accroissement de l'activité tel qu'expliqué plus loin dans l'analyse du besoin en fonds de roulement.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

### 2.2.1 Elaboration des bilans financiers condensés

Les bilans financiers nous permettent d'établir les bilans financiers en grandes masses qui se présentent comme suit :

**Tableau n°20** : Bilan financier condensé de l'année 2009. (En milliers de DA)

<b>Actif</b>	<b>Emplois</b>	<b>%</b>	<b>Passif</b>	<b>Ressources</b>	<b>%</b>
<b>V. immobilisées</b>	1 583 742	58,73	<b>FP</b>	1 127 391	41,80
<b>V. d`exploitation</b>	284 826	10,56	<b>DLMT</b>	522 956	19,39
<b>V. Réalisables</b>	418 686	15,52	<b>DCT</b>	1 046 139	38,79
<b>V. Disponibles</b>	409 231	15,17			
<b>Total</b>	<b>2 696 486</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>2 696 486</b>	<b>100</b>

**Source** : Etabli par nous-mêmes à partir du bilan financier de l'année 2009.

**Tableau n°21** : Bilan financier condensé de l'année 2010. (En milliers de DA)

<b>Actif</b>	<b>Emplois</b>	<b>%</b>	<b>Passif</b>	<b>Ressources</b>	<b>%</b>
<b>V. immobilisées</b>	1 651 974	55.19	<b>FP</b>	1 365 025	45.60
<b>V. d`exploitation</b>	494 660	16,52	<b>DLMT</b>	520 797	17.39
<b>V. Réalisables</b>	499 559	16.68	<b>DCT</b>	1 107 348	37
<b>V. Disponibles</b>	346 976	11.59			
<b>Total</b>	<b>2 993 170</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>2 993 170</b>	<b>100</b>

**Source** : Etabli par nous-mêmes à partir du bilan financier de l'année 2010.

**Tableau n°22** : Bilan financier condensé de l'année 2011. (En milliers de DA)

<b>Actif</b>	<b>Emplois</b>	<b>%</b>	<b>Passif</b>	<b>Ressources</b>	<b>%</b>
<b>V. immobilisées</b>	2 049 308	50.47	<b>FP</b>	1 476 870	36.37
<b>V. d`exploitation</b>	847 514	20.87	<b>DLMT</b>	850 917	20.95
<b>V. Réalisables</b>	902 948	22.24	<b>DCT</b>	1 732 110	42.66
<b>V. Disponibles</b>	260 127	6.40			
<b>Total</b>	<b>4 059 897</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>4 059 897</b>	<b>100</b>

**Source** : Etabli par nous-mêmes à partir du bilan financier de l'année 2011.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

Il ressort de l'analyse de la structure de bilan en grandes masses pour les trois années d'exercices 2009, 2010 et 2011 ce qui suit :

➤ Pour la structure des emplois, on constate que :

### **▪ Les valeurs immobilisées (VI) :**

Elles représentent pour les années 2009, 2010 et 2011 respectivement 58,73% ; 55.19% ; 50.47% du total des emplois. Ces VI sont constituées en grande partie des immobilisations corporelles, ce qui justifie la vocation industrielle de l'entreprise.

Nous constatons également que la valeur des immobilisations est en baisse entre 2009 et 2010 cela est dû à la baisse des immobilisations incorporelles. On remarque une augmentation durant l'année 2011 qui est due à l'augmentation des immobilisations corporelles.

### **▪ Les valeurs d'exploitation (VE) :**

Représentent 10,56% en 2009 et augmentent en 2010 à 16,52% 2010, 20.87% en 2011, cette augmentation est due à l'augmentation des stocks.

### **▪ Les valeurs réalisables (VR) :**

Ces valeurs sont en augmentation durant les trois années 2009, 2010 et 2011 passant de 15,52% à 16.68% pour augmenter jusqu'à 22.24%.

### **▪ Les valeurs disponibles (VD) :**

Durant les trois exercices les VD ont connu une forte baisse de 15,17% en 2009 jusqu'à 6.40% en 2011 ce qui signifie que l'entreprise a réalisé une bonne gestion de liquidité avec un taux inférieur à 5%.

➤ Pour la structure des ressources, on constate que :

### **▪ Les fonds propres (FP) :**

Les capitaux propres représentent une part assez importante du passif du bilan 41,80 % en 2009, 45.60 % en 2010 et 36.37 % en 2011, durant cette période et malgré la baisse des capitaux propres, la société présente un certain degré d'autonomie financière.

### **▪ Les dettes à long et à moyen terme (DLMT) :**

Durant les exercices 2009-2010 on remarque une baisse des DLMT à partir de 19,39 % jusqu'à 17.39 %. Après nous constatons une augmentation assez importante durant l'année 2011 avec un taux de 20.95 % ce qui est due à l'augmentation des emprunts ainsi les provisions et produits constatés d'avance.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

### ▪ Les dettes à court terme (DCT) :

Nous constatons une baisse des DCT pendant la période 2009-2010 à partir de 38,79 % jusqu'à 37 %. Ces ressources présentent un taux important durant la dernière année de 42.66 %, cette augmentation est due à l'accroissement de la dette fournisseur et l'augmentation des impôts.

### 2.2.2 Analyse de l'équilibre financier

**Tableau n°23 :** Calcul du fonds de roulement net. (En milliers de DA)

Désignation	2009	2010	2011
<b>CP</b>	1 127 391	1 365 025	1 476 870
<b>DLMT</b>	522 956	520 797	850 917
<b>VI</b>	(1 583 742)	(1 651 974)	(2 049 308)
<b>FRN</b>	<b>66 605</b>	<b>233 848</b>	<b>278 479</b>

**Source :** établi par nous-mêmes à partir des bilans financiers des années 2009, 2010 et 2011.

D'après le tableau ci-dessus et les résultats obtenus, on remarque que le FR est positif durant la période 2009-2010-2011. Cela signifie que les capitaux permanents financent largement les valeurs immobilisées.

**Tableau n°24 :** Calcul du besoin en fonds de roulement. (En milliers de DA)

Désignation	2009	2010	2011
<b>VE</b>	284 826	496 660	847 514
<b>VR</b>	418 686	499 559	902 948
<b>DCT</b>	(1 046 139)	(1 107 348)	(1 732 110)
<b>BFR</b>	<b>-342 627</b>	<b>-111 129</b>	<b>18 352</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des bilans financiers des années 2009, 2010 et 2011.

On constate que le BFR est négatif durant les deux premières années (2009-2010), ce qui signifie que les ressources d'exploitation couvrent la totalité des besoins d'exploitation. Cependant, en 2011 on constate un BFR positif ce qui reflète que la société a besoin à d'autres ressources d'exploitation.

**Tableau n°25 :** Calcul de la trésorerie net. (En milliers de DA)

Désignation	2009	2010	2011
<b>FRN (1)</b>	<b>66 605</b>	<b>233 848</b>	<b>278 479</b>
<b>BFR (2)</b>	<b>-342 627</b>	<b>-111 129</b>	<b>18 352</b>
<b>TN (1-2)</b>	<b>409 232</b>	<b>344 977</b>	<b>260 127</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

Pendant les trois années 2009, 2010 et 2011, la société a enregistré une TN positive ce qui signifie que l'entreprise dispose de liquidité immédiate et cela lui assure une capacité à régler les exigibilités à court terme. Ceci lui permet aussi d'exploiter toute les opportunités offertes sur le marché.

D'après les résultats obtenus et durant la période de 2009 à 2011, nous constatons que la société NCA-Rouïba est financièrement équilibrée.

### 3. Analyse du solde intermédiaire de gestion (SIG)

**Tableau n°26 :** Evolution des soldes intermédiaires de gestion. (En milliers de dinars).

Désignation	2009	2010	Δ (2009 et 2010) %	2011	Δ (2010 et 2011) %
<b>Chiffre d'affaires</b>	2 883 993	3 998 475	24,9	4 633 431	13,7
<b>Production de l'exercice</b>	2 820 599	4 025 180	29,9	4 783 843	15,8
<b>Consommation de l'exercice</b>	-2 043 849	-2 920 919	30	-3 570 355	18,1
<b>Valeur ajoutée d'exploitation</b>	776 750	1 104 261	29,6	1 213 488	8,9
<b>EBE</b>	372 928	626 828	40,5	674 484	7,08
<b>Résultat d'exploitation</b>	232 541	405 020	42,5	361 991	11,8
<b>Résultat financier</b>	-94 802	-58 321	-62,5	-96 007	39,2
<b>Résultat net d'exercice</b>	112 105	255 635	56,1	188 042	-35,9

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir d'un SIG.

- **Chiffre d'affaires :** le CA a connu une croissance en 2010 par rapport à 2009 avec un taux de 24,9 %, aussi en 2011 avec un taux de 13,7%.

- **Valeur ajoutée :** La VA représentant la richesse créée par l'entreprise, a connu une croissance considérable avec un taux de 29,6 %, en 2010 et 8,9% en 2011, qui est due essentiellement à la croissance du chiffre d'affaires.

- **Excédent brut d'exploitation :** L'entreprise a réalisé un EBE positif durant les trois années étudiées, qui a augmenté avec un taux de 40,5% en 2010, et avec un taux de 7,08 % en 2011, Cette hausse est justifiée par un niveau relativement élevé du CA.

- **Résultat d'exploitation :** Le résultat d'exploitation des trois exercices sont positifs mais a connu une légère baisse à la dernière année à cause de la hausse des dotations aux amortissements et aux provisions ceci se justifié par l'investissement physique réalisé par l'entreprise.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

▪ **Résultat financier** : Le résultat financier est la différence entre les produits financiers et les charges financières. Dans ce cas, le résultat financier a baissé en 2011 avec un taux de 39.2% car l'entreprise a subi une augmentation des charges financières en 2011.

▪ **Le résultat net de l'exercice** : durant cette période, Les résultats enregistrés sont positifs, ce qui est considéré comme un bon indicateur de la rentabilité générale de l'entreprise.

### 4. Analyse de l'activité de NCA-ROUIBA par les indicateurs de croissance et de rentabilité

#### 4.1 Calcul de la capacité d'autofinancement

**Tableau n°27** : Capacité d'autofinancement (En milliers de dinars)

Désignation	2009	2010	2011
<b>Résultat net</b>	112 105	255 635	188 042
<b>+Dotations aux amortissements et provisions</b>	156 883	215 082	305 111
<b>-Reprise sur provision</b>	20 956	-	36 397
<b>CAF</b>	<b>248 032</b>	<b>470 717</b>	<b>465 756</b>

**Source** : Etablis par nous-mêmes à partir des données comptables de l'entreprise NCA-ROUIBA.

La capacité d'autofinancement (CAF) de l'entreprise NCA-ROUIBA est positive durant la période de 2009-2011, ce qui reflète que l'entreprise dégage un surplus monétaire qui permet d'assurer son financement.

#### 4.2 Analyse par les ratios

##### - Les ratios de structure

**Tableau n°28** : Les ratios de structure

Ratios	Calcul	2009	2010	2011	Interprétation
<b>Ratio de financement des immobilisations par les fonds propres</b>	Capitaux propres /les VI	<b>0,71</b>	<b>0,82</b>	<b>0,72</b>	Ce ratio est inférieur à 1, cela signifie que les fonds propres de l'entreprise n'arrive pas à financer la totalité de ses immobilisations.
<b>Ratio de capacité d'endettement</b>	Capitaux propres / $\Sigma$ dettes	<b>0,72</b>	<b>0,84</b>	<b>0,57</b>	Durant la période de 2009-2011, les résultats obtenus sont supérieures à 50%, puis on constate que la société NCA-Rouïba arrive à couvrir ses dettes avec ses propres ressources

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

					pendant cette période.
<b>Ratio d'autonomie financière</b>	Capitaux propres / $\Sigma$ Passif	<b>0,41</b>	<b>0,45</b>	<b>0,36</b>	Les résultats obtenus pour les trois exercices sont supérieurs à 30%, cela signifie que l'entreprise NCA-ROUIBA réalise une autonomie financière.
<b>Ratio de liquidité générale</b>	Actif circulant / DCT	<b>1,06</b>	<b>1,21</b>	<b>1,07</b>	Les ratios obtenus en 2009, 2010 et en 2011 sont supérieurs à 1, cela signifie que l'actif circulant est suffisant pour faire face au remboursement des dettes à court terme.
<b>Ratio de solvabilité</b>	$\Sigma$ Actifs / Dettes	<b>1,71</b>	<b>1,83</b>	<b>1,57</b>	Les résultats obtenus pendant les trois années 2009, 2010 et 2011 sont supérieures à 1, cela veut dire que l'actif de l'entreprise NCA-Rouïba couvre largement ses dettes, puisque elle a une capacité de remboursement de ses dettes à travers l'utilisation de l'ensemble de l'actif, ce qui nous laisse déduire que l'entreprise est solvable.

**Source :** Etabli par nous-mêmes.

### - Les ratios de rentabilité

**Tableau n°29:** Les ratios de rentabilité

<b>Ratio</b>	<b>Calcul</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Rentabilité économique</b>	EBE / (VI+BFR)	<b>0,30</b>	<b>0,40</b>	<b>0,32</b>
<b>Rentabilité financière</b>	Résultat net/FP	<b>0,09</b>	<b>0,18</b>	<b>0,12</b>

**Source :** Etabli par nous-mêmes.

La rentabilité économique exprime la rentabilité moyenne de l'ensemble des capitaux investis dans l'entreprise. En effet, elle indique l'efficacité des gestionnaires dans l'utilisation de leur ressource. Quant à la rentabilité financière mesure l'aptitude de l'entreprise à rentabiliser les fonds apportés par les associés.

Nous constatons durant ces trois années (2009-2010-2011), une rentabilité économique et financière positives, et puis pendant l'année 2010-2011, on remarque que la rentabilité financière et économique marque une diminution due à la baisse du résultat. Donc on peut dire que l'entreprise est rentable financièrement et économiquement.

# Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

## Section 03 : La valorisation de l'entreprise NCA-Rouïba

### 1. La valorisation de l'entreprise NCA-Rouïba

Dans cette section nous tenterons de présenter la mise en application des méthodes d'évaluation de l'entreprise NCA-Rouïba dans un contexte de l'introduction en bourse. Nous allons déterminer la valeur de l'entreprise à partir des approches mentionnées dans le chapitre précédent.

La collecte des informations s'effectue à travers la consultation du Notice d'information citées sur COSOB.

La valorisation de l'entreprise NCA-Rouïba ce fait à travers l'application des différentes méthodes d'évaluation, cette évaluation se présente comme suit :

#### 1.1 L'approche patrimoniale

Pour l'approche patrimoniale, nous allons présenter trois méthodes pour pouvoir donner une moyenne de la valeur de l'entreprise ainsi que la valeur de son action et pour qu'on puisse faire la comparaison, à savoir :

- Valorisation par l'actif net comptable ;
- Valorisation par l'actif net comptable corrigé ;
- La rente du Good Will.

##### 1.1.1 L'actif net comptable

Cette méthode est directement calculée à partir du bilan certifié de fin d'année après affectation du bénéfice.

**Tableau n°30 : Bilan simplifié de NCA Rouïba de l'année 2012**

Actif	Valeur net	Passif	Valeur net
Actif non courant	2 440 688 175	Capitaux propres	1 585 472 496
-Immobilisations incorporelles	20 952 898	Passif non courant	828 821 207
-Immobilisation corporelles	2 384 759 181		
-Immobilisations financière :	34 976 096		
Prêts	5 010 000		
<b>Impôts différés actif</b>	<b>29 966 096</b>		
Actif courant	2 154 111 370		
Stocks et encours	907 407 607	Passif courant	2 180 505 842
Créances	1 063 842 011		
Disponibilité	182 861 752		
<b>Total actif</b>	<b>4 594 799 546</b>	<b>Total passif</b>	<b>4 594 799 546</b>

**Source :** établi par nous-mêmes à partir du rapport de commissariat aux comptes au 31 décembre 2012 voir annexe n° 01

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

Calcul de l'ANC :

- Par le haut du bilan :  $ANC = \text{capitaux propres} - \text{actif fictif} + \text{dettes fictives}$

$$ANC = 1\ 585\ 472\ 496$$

- Par le bas du bilan :  $ANC = \sum \text{Actif} - \sum \text{Dettes} - \text{actif fictif}$

$$ANC = 4\ 594\ 799\ 546 - (828\ 821\ 207 + 2\ 180\ 505\ 842)$$

$$ANC = 1\ 585\ 472\ 496$$

D'autre part et sur la base de ce bilan, on déduit que :  $ANC = \sum \text{Actif} - \sum \text{dettes}$  ;

$$ANC = 4\ 594\ 799\ 546 - (828\ 821\ 207 + 2\ 180\ 505\ 842)$$

$$ANC = 1\ 585\ 472\ 496$$

ANC	1 585 472 496
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>186.70DA</b>

Selon la méthode de l'ANC la valeur de l'action est de 186.70DA, elle ne reflète pas la valeur réelle de cette action car cette méthode est basée uniquement sur le patrimoine de l'entreprise.

### 1.1.2 la méthode de l'ANCC

L'utilisation de l'approche patrimoniale se fait fondamentalement sous l'hypothèse de continuité d'exploitation. De ce fait aucun effet d'impôt ne devrait être considéré sur la plus-value dégagée sur les actifs d'exploitation. La deuxième méthode présentée dans ce cas est la méthode de l'actif net comptable corrigé qui tient compte de la valeur marchande des actifs et des passifs.

Dans le cas de la « NCA Rouïba », les éléments qui voient leurs valeurs du marché supérieures à leurs valeurs comptables sont les terrains et les bâtiments. Donc il faut réévaluer ces éléments pour obtenir l'ANCC.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

**Tableau n°31** : réévaluation de l'actif de NCA Rouïba (bâtiments et terrains)

Actif	Valeur net	Réévaluation	Plus/moins-value
<b>Actif non courant</b>	2 440 688 175	/	/
<b>Immobilisations incorporelles</b>	2 384 759 181	/	/
<b>Immobilisations corporelles :</b>	2 384 759 181	2 741 155 000	392 909 000
○ <b>Bâtiments</b>	314 076 000	524 806 000	210 730 000
○ <b>Terrains</b>	398 571 000	580 750 000	182 179 000
<b>Immobilisations financières</b>	34 976 096	/	/

**Source** : Notice d'information de NCA Rouïba

Nous avons pu dégager un écart de réévaluation positif égal à 392 909 MDA,

### Calcul de L'ANCC

L'impôt différé consiste à estimer la différence temporaire qui existe entre le résultat comptable et le résultat fiscal de l'entreprise. L'impôt différé actif est un produit, une économie d'impôt qui devrait apparaître en 2013, mais comptabilisée en 2012. Donc c'est une créance de l'entreprise sur elle-même. Elle représente une non-valeur à déduire de l'ANC ou ne pas inclure aux CP.

**ANCC = ANC + les plus-values – Impôt différé actif**

ANCC = 1 555 506 400 + 392 909 000 - 29 966 096

**ANCC = 1 918 449 304**

ANCC	1 918 449 304
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>225.91DA</b>

La valeur de l'entreprise selon la méthode de l'ANCC est égale à 1 918 449 304. Donc La valeur de l'action de NCA-Rouïba selon la méthode de l'ANCC s'élève à 225.91DA.

Ces deux méthodes, la méthode de l'ANC et la méthode de l'ANCC, ne prennent pas en compte la rentabilité actuelle et future de l'entreprise et ne valorise pas ses éléments incorporels, à savoir la qualité de management, le savoir-faire, l'image de marque... etc.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

### 1.1.3 La Méthode du good will

Pour estimer la valeur de l'entreprise deux méthodes ont été utilisées : la méthode abrégée et la méthode des praticiens.

#### a) La méthode abrégée

Cette méthode reprend la valeur de l'action calculée par la méthode de l'actif net comptable corrigé et on lui ajoute la valeur du good Will. ( $V_e = ANCC + GW$ )

Le good will est égal à la valeur actualisée des superprofits futurs dégagés par la société. Ces superprofits sont mesurés par la différence entre le résultat récurrent et l'actif net placé au coût des fonds propres. Il est calculé selon la formule suivante :

$$GW = \sum \frac{SP}{(1+i)^n}$$

**i** : Coût des fonds propres estimé à 18,1%.

Avant de calculer le good Will, il faut tout d'abord calculer le coût des capitaux propres comme suit :

Selon le principe du MEDAF :  $Ke = Rf + (Rm - Rf) \times \beta$

**Ke** : coût des capitaux propres ;

**Tableau n°32** : Calcul du coût des fonds propres Ke de NCA Rouïba

Désignation	2012	2013
Rf	3%	3%
Rm	13%	13%
Prime de risque (Rm - Rf)	10,0%	10,0%
Beta	1.41%	1.61%
Ke	17.1%	19.1%
Moyenne Ke	18.1%	

**Source** : notice d'information d'NCA Rouïba

#### Le calcul de la rente du GW ou le surprofit :

Le surprofit = bénéfice net prévisionnel – ANCC × Ke

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

**Tableau n°33** : calcul des superprofits (en milliers de DA) de NCA Rouïba

Désignation	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat net prévisionnel	193 948	271 208	337 691	456 531	543 164	583 729
ANCC	1 918 449					
Ke	18.1%					
Superprofit	-153 291	-76 031	-9548	109 291	195 924	236 489

**Source** : établi par nous-mêmes.

**Tableau n°34** : calcul des superprofits actualisés (en milliers de DA) de NCA Rouïba

<b>Superprofit</b>	-153 291	-76 031	-9548	109 291	195 924	236 489
<b>Superprofit actualisé</b>	/	-64 378	-6845	66 349	100 713	102 934
$\Sigma$	198 773					

**Source** : établi par nous-mêmes

$$GW = 198\,773 \text{ MDA}$$

$$Ve = 198\,773 + 1\,918\,449$$

$$Ve = 2\,117\,222$$

Ve	2 117 222 000
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>249.32DA</b>

### b) La méthode des praticiens

La valeur de l'entreprise est égale à la moyenne arithmétique de l'ANCC et la valeur de rendement.

$$Ve = \frac{ANCC + Vr}{2}$$

$$Vr = \frac{RCAI}{Ke}$$

RCAI= 238 152 093 (Compte de résultat du rapport du commissariat aux comptes de 2012)

$$Vr = 238\,152\,093 / 18\%$$

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

$$V_r = 1\,315\,757\,420$$

$$V_e = (2\,117\,222 + 1\,315\,757)/2$$

$$V_e = 1\,716\,489.5$$

<b>Ve</b>	1 716 489.5
<b>Nombre d'action</b>	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>202.13DA</b>

La valeur moyenne de l'action selon la méthode du GW est la moyenne arithmétique entre la valeur de l'action selon la méthode directe et la valeur de l'action selon la méthode indirecte :

$$\text{Valeur de l'action} = \frac{249.32 + 202.13}{2} = \mathbf{225.72\ DA}$$

En conclusion, Les valeurs obtenues avec l'approche patrimoniale avec ses trois méthodes (ANC, ANCC et le GW) nous permet d'avoir déjà une idée sur la fourchette de valeur de l'action NCA-Rouïba.

Nous allons résumer les valeurs obtenues par chacune des méthodes dans le tableau suivant :

**Tableau n°35:** la valeur de l'action de NCA Rouïba selon l'approche patrimoniale

Méthode de l'approche patrimoniale	Valeur de l'action
ANC	<b>186.70DA</b>
ANCC	<b>225.91DA</b>
GW	<b>225.72 DA</b>

### 1.2 L'approche dynamique

#### 1.2.1 La valorisation selon la méthode d'actualisation des dividendes DDM

- La méthode d'Irving Fisher

$$V_e = \sum_{t=1}^n \frac{Div}{(1+i)^t}$$

**I = Ke** : cout des capitaux propres = 18.1%

**d** : Taux de distribution des dividendes = 33%

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

$$Div_n = \text{Taux de distribution} \times \text{Résultat net}_{n-1}$$

Selon la méthode d'Irving Fisher

Afin de mettre en œuvre cette méthode, il faut prévoir les dividendes que versera l'entreprise dans l'horizon de l'étude (05 ans) et de les actualiser au taux des capitaux propres, puis on leur ajoute la valeur résiduelle actualisée au même taux pour ensuite obtenir la valeur de l'entreprise,

**Tableau n°36** : calcul des dividendes (en milliers de DA) de NCA Rouïba

Désignation	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat net	193 948	271 208	337 691	456 531	543 164	583 729
Taux de distribution de dividendes 33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Dividendes distribués	/	64 002.84	89 498.64	111 438.03	150 655.23	179 244.12
Coût des capitaux propres		18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
Valeurs résiduelle						6 829 291
<b>Dividendes actualisés</b>		<b>54 193.8</b>	<b>64 167.7</b>	<b>67 652.5</b>	<b>77 443.4</b>	<b>3 050 547.3</b>

**Source** : Etabli par nous-mêmes à partir des comptes de résultats prévisionnels.

$$\text{Valeur de l'entreprise} = 54\,193.8 + 64\,167.7 + 67\,652.5 + 77\,443.4 + 3\,050\,547.3$$

$$V_e = 3\,314\,004.71 \text{MDA}$$

Ve	3 314 004 710
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>390.25DA</b>

Ainsi la valeur de l'entreprise est égale à 3 314 004.71 MDA, donc la valeur de l'action s'élève à 390.25 DA.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

### ▪ La méthode de Bates

Cette méthode permet de valoriser une société en tenant compte de la croissance des bénéfices futurs et de la part de bénéfice distribuable.

Pour valoriser la société, les paramètres suivants ont été utilisés :

**d** : Taux de distribution des dividendes : 33%

**g** : Taux de croissance des bénéfices sur la période 2012-2017 : 24.7%

Un PER de sortie de 13, considéré comme adéquat compte tenu de l'horizon envisagé et de la nature de l'entreprise. (Données de la société NCA- ROUIBA)

PER (n) = PER de sortie : 13

r = Ke = 18.1%

n = 5ans

Le calcul de la valeur de l'entreprise par la méthode de bâtes est représenté dans le tableau suivant :

**Tableau n°37** : La valorisation de la NCA-Rouïba par le model de Bates (En milliers de DA)

PER de sortie	13
Coût des fonds propres <b>Ke =r</b>	18.1%
Croissance des bénéfices sur 5 ans (2012-2017) <b>g</b>	24.7%
A	0.8
B	4.5
Taux de distribution de dividendes <b>d</b>	33%
PER 2012	<b>19.07</b>
Valeur des fonds propres	<b>3 564 396</b>

**Source** : Notice d'information de NCA-Rouïba.

A et B sont des coefficients d'actualisation qui vont dépendre de taux croissances des bénéfices par action sur l'horizon des prévisions et du taux d'actualisation.

$$A = [(1 + ke) / (1 + g)]^n \qquad B = [(1 + g) / (g - ke)] \times (1 - A)$$

Avec :

**Ke** : Coût des fonds propres estimé à 18,1%.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

g : Le taux de croissance des bénéfices estimée à 24.7% sur la période (2012-2017).

$$A = [(1 + 18.1\%)/(1 + 24.7\%)]^5 = 0,76 \sim 0,8$$

$$B = [(1 + 24.7\%)/(24.7\% - 18.1\%)] \times (1 - 0.76) = 4.5$$

On a PER (2012) = 19

La valeur des fonds propres est obtenue en multipliant le PER 2012 par le résultat net de cette année (193 948 MDA).

**Valeur des fonds propres = PER × Résultat net**

Valeur des fonds propres = 19 × 193 948

**V = 3 564 396**

Valeur des fonds propres	3 564 396 000
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>419.73DA</b>

Donc la valeur de l'action selon le modèle de Bates est égale à 419.73 DA

Afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur de l'action de l'entreprise Un test de sensibilité a été réalisé. Ce test est basé sur la variation du PER de sortie et du coût des fonds propres tel qu'il est montré dans le tableau ci-dessous :

**Tableau n°38** : Test de sensibilité de la valorisation par la méthode de bâtes (En milliers de DA).

Test de sensibilité		Coût des fonds propres				
		17.1%	17.6%	18.1%	18.6%	19.1%
<b>PER de sortie</b>	<b>11</b>	3 199 629	3 135 156	3 072 281	3 010 958	2 951 141
	<b>12</b>	3 456 372	3 386 488	3 318 339	3 251 873	3 187 043
	<b>13</b>	3 713 114	3 637 820	<b>3 564 396</b>	3 492 789	3 422 945
	<b>14</b>	3 969 856	3 889 152	3 810 454	3 733 704	3 658 847
	<b>15</b>	4 226 599	4 140 484	4 056 511	3 974 620	3 894 749

Source : Notice d'information de NCA-Rouïba.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

Le test de sensibilité montre que la valeur de l'entreprise obtenue par la méthode de bâtes pourrait varier entre 3.0 milliards de dinars et 4.2 milliards de dinars selon les PER de sortie et du coût des fonds propres. Donc la valeur d'une action peut varier entre 347.50DA et 497.70DA.

### 1.2.2 La valorisation selon la méthode d'actualisation des flux de trésoreries DCF

La démarche des DCF consiste à actualiser au coût moyen pondéré du capital (CMPC), les flux de trésorerie futurs (CF) sur une période donnée.

**Tableau n° 39** : calcul des cash-flows : (en milliers de DA) de NCA Rouïba

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Résultat d'Exploitation (EBIT)</b>	361 211	454 218	565 256	705 995	800 416	837 336
<b>Impôt théorique sur EBIT (22%)</b>	79 466	99 928	124 356	155 319	176 091	184 214
<b>Dotations aux amortissements &amp; provisions</b>	364 975	446 575	463 338	477 945	494 800	507 777
<b>Variation du BFR</b>	589 153	72 018	72 525	69 343	69 841	50 871
<b>Cash-flows d'exploitation</b>	57 567	728 848	831 713	959 278	1 049 283	1 110 028
<b>Investissements</b>	585 144	1 105 531	400 000	225 000	85 000	60 000
<b>Cash-flows nets</b>	- 527 577	- 376 683	431 713	734 278	964 284	1 050 028
<b>Valeur résiduelle</b>						6 829 291
<b>Somme des cash-flows</b>	-527 577	-376 683	431 713	734 278	964 284	7 879 319

**Source** : établi par nous-mêmes à partir de la notice d'information d'NCA Rouïba

Impôt = résultat d'exploitation × 22%

Cf = Résultat – Impôt + dotations ± BFR

CF net = CF - Investissement

Taux d'actualisation = CMPC

$$\text{CMPC} = K_e \times \frac{CP}{CP + D} + K_d(1 - \tau) \times \frac{D}{CP + D}$$

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

$K_e = 18.1\%$  ;  $CP = 2\,437\,869$  ;  $D = 1\,994\,689$  ;  $K_d = 5.7\%$  ;  $(1-IBS) \times K_d = (1-\tau) \times k_d = 4.5\%$

Donc  $CMPC = 11.8\%$

**Tableau n°40** : calcul des CF actualisés (en milliers de DA) de NCA Rouïba

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>cash-flows nets</b>	527 577	-376 683	431 713	734 278	964 284	7 879 319
<b>Cash-flows nets actualisés</b>	- 527 577	- 336 925	345 391	525 454	617 216	4 511 071
$\Sigma$	<b>5 134 630</b>					

Source : établi par nous-mêmes à partir de la notice d'information

Calculer la valeur des fonds propres :

$$E = V_e - \text{dettes financières} + \text{actif immobilisé financier}$$

Valeur Globale de l'entreprise : 5 134 630

Dettes financières initiales : 1 180 693

Actif immobilisé : 22 591

$$E = 5\,134\,630 - 1\,180\,693 + 22\,591$$

$$E = 3\,976\,528 \text{ MDA}$$

E	3 976 528 000
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>468.27 A</b>

La valeur de l'action est égale à 468,27 DA.

### 1.3 L'approche analogique

#### 1.3.1 La valorisation selon la méthode des multiples

Cette méthode consiste à évaluer la société sur la base de multiples de valorisation de sociétés comparables cotées en Bourse. Cette méthode est donnée juste à titre indicatif pour situer la valorisation de Rouïba (3,9milliards DA) par rapport à un échantillon de sociétés opérant dans le même métier.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

**Tableau n° 41** : présentation des multiples boursiers d'entreprise comparables à NCA Rouïba

Echantillon	Pays	2010						2011				2012			
		PER	PER relatif	EV/CA	EV/EBITDA	ROE	P/B	PER	PER relatif	EV/CA	EV/EBITDA	PER	PER relatif	EV/CA	EV/EBITDA
SFBT	Tunisia	15,80	0,88	2,06	7,4	22,0%	2,92	15,34	0,96	1,89	7,2	-	-	-	-
SBM	Morocco	17,07	1,03	2,33	8,2	25,9%	-	18,35	1,11	2,93	8,31	-	-	-	-
NB C	USA	16,22	1,34	1,11	8,8	43,6%	5,75	-	-	-	-	-	-	-	-
Tipco	Thailand	8,52	0,66	1,22	12,25	18,7%	1,78	17,9	-	0,39	12,93	10,94	0,66	0,37	-
Danone	France	17,87	2,05	1,96	10,91	13,9%	2,55	16,56	-	1,82	10,46	15,49	1,23	1,69	9,87
Parmlat	Italy	16,75	1,84	0,37	4,51	6,2%	0,8	13,69	0,87	0,28	3,31	12,44	1,43	0,25	2,93
Coca Cola Entreprises	USA	18,98	1,57	3,86	13,83	27,4%	2,98	13,01	1,43	1,36	8,2	11,58	0,88	1,29	7,81
Pepsico	USA	14,85	1,23	1,9	9,65	30,9%	5,18	16,85	1,39	1,98	10,46	15,46	1,04	1,89	9,8
		<b>16,49</b>	<b>1,28</b>	<b>1,93</b>	<b>9,23</b>	<b>24,0%</b>	<b>2,92</b>	<b>16,56</b>	<b>1,11</b>	<b>1,82</b>	<b>8,31</b>	<b>12,44</b>	<b>1,04</b>	<b>1,29</b>	<b>9,80</b>

Notice d'Information NCA-Rouïba spa

**Source** : notice d'information d'NCA-Rouïba

Moyenne PER = 13.182

$E = PER \times \text{résultat net}$

$E = 13.182 \times 193\,948\,000 = 2\,556\,622\,536$

<b>E</b>	<b>2 556 622 536</b>
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>301.06DA</b>

Moyenne (Ve/CA)=1.098

CA 2012=5 669 817 158 <sup>160</sup>

$Ve = 1.098 \times 5\,669\,817\,158$

$Ve = 6\,225\,459\,239$

<b>Ve</b>	<b>6 225 459 239</b>
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>733.10DA</b>

Moyenne (Ve/EBITDA)= 7.6025

EBITDA 2012=726 186 <sup>161</sup>

$Ve = 7.6025 \times 726\,186\,000$

$Ve = 5\,520\,829\,065$

<sup>160</sup> Rapport de commissariat aux comptes 2012

<sup>161</sup> Notice d'information de NCA-ROUIBA

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

Ve	5 520 829 065
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>650.12DA</b>

**Tableau n°42** : Synthèse de l'approche analogique de NCA Rouïba

Méthode	Valeur de l'action
PER	301.06
Ve/CA	733.10
Ve/EBITDA	650.12
Moyenne	<b>561.42</b>

Source : établi par nous-mêmes

### 1.4 Autres Méthodes

#### 1.4.1 La valorisation selon la méthode de la valeur ajoutée économique EVA et la valeur économique de marché

##### ▪ La méthode de la valeur ajoutée économique EVA

L'EVA se calcule comme l'écart de rentabilité dégagé par l'actif économique ROCE par rapport au coût de financement de cet actif(CMPC).sa méthode de calcul est représentée comme suit :

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{CMPC}) \times \text{actif économique}$$

**Tableau n° 43** : calcul de l'actif économique (en milliers de DA) de NCA Rouïba<sup>162</sup>

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Actif	2 392 452	3 120 312	3 133 697	2 964 787	2 646 385	2 295 371
Immobilisé						
BFR	582 543	654 561	727 086	796 428	866 270	917 141
Actif économique	2 974 995	3 774 873	3 860 783	3 761 215	3 512 655	3 212 512

Source : Etabli par nous-mêmes à partir des bilans comptables prévisionnels.

Avec :            Actif économique = Actif immobilisé +BFR

---

<sup>162</sup> L. farhi, « évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse cas NCA Rouïba », mémoire de master en science économique, UMMT, 2017, P77

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

**Tableau n°44** : calcul de l'EVA (en milliers de DA) de NCA Rouïba

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Actif économique</b>	2 974 995	3 774 873	3 860 783	3 761 215	3 512 655	3 212 512
<b>ROCE</b>	8,99%	9,44%	11,49%	14,73%	17,89%	20,47%
<b>WACC</b>	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
<b>EVA</b>	-83 597	-89 087	-11 968	110 203	213 920	278 524

**Source** : établi par nous-mêmes à partir de la notice d'information de NCA-Rouïba

Avec :  $ROCE = \text{Résultat d'exploitation après impôt} / \text{Actif économique}$

Durant la période 2012-2014, l'EVA est négative ce qui signifie que la rentabilité des capitaux investis est inférieure à la rémunération exigée par les bailleurs de fonds donc il y a une destruction de la valeur pour l'actionnaire.

Nous constatons pendant les trois derniers exercices une EVA positive ce qui veut dire que les capitaux investis dégagent un rendement supérieur à la rémunération des bailleurs de fonds donc il y a une création de richesse pour l'actionnaire.

$V_e = \text{actif économique (2012)} + \text{EVA} + \text{valeur terminale}$

Valeur terminale = 1 668 528<sup>163</sup>

$V_e = 2\,974\,995 - 83\,597 + 1\,668\,528$

$V_e = 4\,559\,926$

$E = V_e - \text{dettes nettes} + \text{Actif immobilisé hors exploitation}$

Dettes nettes = 1 180 693 / Actif immobilisé hors exploitation = 22 591 (notice d'information)

$E(2012) = 4\,559\,926 - 1\,180\,693 + 22\,591$

$E = 3\,401\,824$

---

<sup>163</sup> Notice d'information de NCA-ROUIBA

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

E	3 401 824 000
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>400.59DA</b>

La valeur de l'action est égale à **400.59DA**

### ▪ La méthode de la market value added (MVA)

Cette méthode consiste à actualiser les flux de l'EVA au taux du CMPC (11.8%) sur la période (2013-2017). La MVA se calcule comme suit :

$$MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+CPMC)^i}$$

**Tableau n°45** : Calcul de l'MVA (en milliers de DA) de NCA Rouïba

EVA	-83 597	-89 087	-11 968	110 203	213 920	278 524
EVA actualisé	-83 597	-79 684	-9 574	78 862	136 925	159 460
Valeur résiduelle	/	/	/	/	/	1 668 528
Actualisée						

**Source** : établi par nous-mêmes

$$MVA = -83\,597 - 79\,684 - 9\,574 + 78\,862 + 136\,925 + (159\,460 + 1\,668\,528)$$

$$MVA = 1\,870\,920$$

$$E = \text{Actif économique} + MVA - \text{dettes nettes} + \text{Actif immobilisé hors exploitation}$$

$$E(2012) = 2\,974\,995 + 1\,870\,920 - 1\,180\,693 + 22\,591$$

$$E = 3\,687\,813\,000$$

E	3 687 813 000
Nombre d'action	849 195 200
<b>Valeur de l'action</b>	<b>434.27DA</b>

La valeur de l'entreprise s'élève à 3 687 813 MDA. Donc la valeur de l'action est égale à **434.27DA**.

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action NCA-Rouïba présenté dans le tableau suivant :

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

**Tableau n° 46** : synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de NCA Rouïba

<b>Approche</b>	<b>Modèle</b>	<b>Prix</b>	<b>Moyenne</b>
<b>Patrimoniale</b>	ANC	186.70DA	212.77DA
	ANCC	225.91DA	
	GW :	225,72DA	
	Méthode directe	249.32DA	
	Méthode indirecte	202.13DA	
<b>Dynamique</b>	DDM:	404.99DA	436.63DA
	Irving Fisher	390.25DA	
	Bates	419.73DA	
	DCF:	468.27 DA	
<b>Analogique</b>	PER	301.06DA	561.42DA
	Ve/CA	733.10DA	
	Ve/EBITDA	650.12DA	
<b>Autres méthodes</b>	EVA	400.59DA	417.54DA
	MVA	434.50DA	
<b>Moyenne</b>			407.09DA

**Source:** établi par nous-mêmes

Le tableau ci-dessus nous a montré que la moyenne la plus élevée est obtenue de l'approche analogique et contrairement le plus bas à partir de l'approche patrimoniale.

Le tableau ci-dessus montre clairement la divergence qui existe entre les différentes valeurs obtenues par l'application des différentes méthodes. L'application des différentes méthodes nous a permis d'obtenir des valeurs distinctes qui divergent les unes des autres.

### 2. Etude et analyse des résultats obtenues

#### L'approche patrimoniale

Pour l'approche patrimoniale, nous avons obtenue trois valeurs différentes. Les valeurs les plus bas ont été obtenues à partir de cette approche par rapport aux autres approches appliqués.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

**La méthode de l'ANC** : la valeur globale qui ressort de la méthode représente la valeur du fonds propre. A partir de la méthode ANC, la valeur la plus basse a été obtenue avec un prix d'action de 186.70DA parmi toutes autres méthodes et cela peut se justifier par le fait que les calculs sont basés sur la situation financière d'une entreprise à un moment précis. La méthode de l'ANC a fait ressortir une valeur qui ne reflète guère la valeur de l'entreprise car cette méthode ne prend pas en compte des réévaluations faites aux bilans.

**La méthode de l'ANCC** : Quant à la méthode ANCC, elle prend en compte la valeur marchande des actifs et passifs et nous avons retenu une valeur qui est supérieure à celle de l'ANC avec un prix d'action de 225.91DA car après les réévaluations des éléments du bilan, l'entreprise a dégagé des plus-values sur certains éléments notamment sur le terrain et les bâtiments.

**La méthode du goodwill** : la valeur de cette méthode a été obtenue en ajoutant le montant du Good will à l'ANCC déjà calculé c'est-à-dire :

$$\text{Valeur} = \text{ANCC} + \text{Goodwill}.$$

Nous avons calculé le goodwill à partir des superprofits actualisés donc cette méthode prend en compte un certain degré de perspective d'avenir de l'entreprise, c'est pourquoi il est considéré comme une méthode hybride. Quand nous avons calculé la valeur de NCA-Rouïba par cette méthode, le montant du goodwill réalisé était très faible avec un prix d'action de 225,72DA et le montant de l'ANCC reste dominant dans la valeur obtenue. Sachant que le prix d'action par le Good Will est la moyenne arithmétique entre la valeur de l'action selon la méthode directe et la valeur de l'action selon la méthode indirecte.

Malgré les méthodes patrimoniales (ANC et ANCC) sont fondées sur des informations fiables mais les valeurs obtenues par ces deux méthodes ne sont pas prises en considération dans le calcul de la valeur finale de l'action, car ces valeurs sont considérées comme des valeurs sous-estimées du fait qu'elles se basent uniquement sur le patrimoine de l'entreprise, c'est-à-dire sur ce qu'elle possède et leur valeurs s'éloigne des valeurs obtenues par les autres méthodes.

Les valeurs obtenues de l'approche patrimoniale sont bas car ils ne prennent pas en compte la rentabilité actuelle et future de l'entreprise. Cette approche donne une vision statique de l'entreprise et il ne reflète pas l'image réelle de son potentiel.

### **L'approche dynamique**

En ce qui concerne l'approche dynamique, nous avons calculée la valeur à partir de la méthode de DCF et celui de la méthode DDM.

**La méthode de DCF** : La méthode de DCF nous a permis d'obtenir la valeur la plus élevée en la comparant par rapport à la méthode d'actualisation des dividendes DDM soit 468.27 DA par action. Cependant il est important de noter que la méthode de DCF est une méthode basée sur des données prospectives et nécessite donc une grande quantité des estimations et prédictions.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

**La méthode DDM :** Nous allons étudier la méthode des flux financiers à travers ses deux essentielles méthodes : la méthode d'Irving Fisher et la méthode de Bates.

**La méthode d'Irving Fisher :** Le modèle d'Irving Fisher ou modèle à croissance nul, suppose conformément à son principe général que la valeur de l'action se définit comme étant la somme actualisée des dividendes que l'actionnaire escompte recevoir, plus le profit de revente actualisée.

La valeur de l'action obtenue à travers l'évaluation de NCA-Rouïba par cette méthode est faible est inférieure à celle de la valeur de Bates soit 390.25DA. Afin de mettre en œuvre cette méthode, il faut prévoir les dividendes que versera l'entreprise dans l'horizon de l'étude et de les actualiser au taux des capitaux propres, puis on leur ajoute la valeur résiduelle actualisée au même taux pour ensuite obtenir la valeur de l'entreprise, cette méthode constitue une valorisation réelle de l'action par opposition aux valorisations d'actifs.

**La méthode des Bates :** Selon le modèle de Bates, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des dividendes futurs actualisés sur « n » années plus une valeur terminale actualisée à l'année «n». La méthode des Bates nous a permis d'obtenir la valeur la plus élevée et la plus proche de la moyenne soit 419.73DA par action supérieure à celle d'Irving Fisher. Ce modèle caractérise par la facilité d'utilisation et ses hypothèses sont proches de la réalité. Cependant, L'application de ce modèle exige des provisions fiables, aussi ce model suppose que le dividende et le taux de distribution des bénéfices est constant, ce qui n'est pas vrai dans la réalité.

### Autres méthodes

**La méthode de MVA :** Concernant cette méthode, nous avons calculé la valeur théorique du marché qui se compose essentiellement de l'actif économique et des sommes de l'EVA actualisé. Dans le montant de l'EVA que nous avons obtenu, tout comme dans la méthode de DCF, la valeur terminale a composé une plus grande partie. Cette valeur terminale est également vulnérable aux changements dans le taux de croissance et WACC. Nous avons remarqué aussi que le calcul de la valeur dans cette méthode dépend des prévisions faites des résultats de l'entreprise ce qui la rend vulnérable aux estimations.

Les valeurs obtenues à partir de l'approche prospectives (flux financiers : Irving Fisher et Bates, flux économiques : DCF, EVA, MVA) étaient généralement très élevées et loin de la moyenne, le DCF étant la valeur la plus élevée. L'approche prospective prend en compte la rentabilité actuelle et future de l'entreprise et elle nous a permis d'évaluer l'entreprise non seulement sur la base de ce qu'elle possède actuellement, mais aussi sur sa capacité à générer plus à dans avenir. Il est toutefois vital de relever que les estimations et les hypothèses comprises rendent son optimalité discutable.

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba

### L'approche comparative

Pour cette approche nous avons retenue trois multiples : le multiple de PER, multiple de chiffre d'affaire et le multiple EBITDA, nous avons constaté la valeur de 301.06DA, 733,10 DA et 650.12DA respectivement. Les multiples comparables ont été déterminés sur la base de la cession du capital des conserveries dans le cadre du processus de privatisation des entreprises publiques.

**Le multiple PER :** le multiple PER nous a permis d'obtenir une valeur qui est la plus base et la plus loin de la moyenne soit 301.06DA par action.

**Le multiple du chiffre d'affaires :** à travers ce multiple nous avons obtenu une valeur qui est élevée ce qui peut s'expliquer par le multiple utilisé avec un prix de 733.10Da. Ce dernier ne reflète pas la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices.

**Le multiple EBITDA :** Le multiple d'EBITDA nous a permis d'obtenir une valeur qui est plus proche de la moyenne de ces méthodes de cette approche.

Il est primordial de noter que les multiples utilisés par l'entreprise n'étaient pas très récents puisqu'ils concernaient des transactions datant de plusieurs années avant la date d'évaluation, ce qui peut donc réduire la fiabilité des valeurs obtenues puisque l'économie est en constante évolution.

Lors de l'utilisation des multiples, il est recommandé à l'évaluateur d'utiliser les transactions les plus récentes et comme nous l'avons noté, ces informations ne sont pas toujours disponibles dans le secteur dans lequel l'entreprise opère.

Pour déterminer la valeur de l'action de la société NCA-Rouïba, nous avons calculé la moyenne linéaire des valorisations obtenues par l'utilisation des différentes méthodes précédentes. La valeur ainsi obtenue est de 407,06 DA l'action.

L'étude et l'analyse des résultats obtenus nous ont permis de constater qu'il est primordial de ne pas baser la valeur d'une entreprise sur une seule méthode d'évaluation, mais d'appliquer autant de méthodes que possible afin de déterminer la fourchette de valeurs ou la moyenne. Cependant, la non disponibilité de certaines informations nécessaires peut entraver le recours à certaines méthodes.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

### **Conclusion du chapitre 3**

Dans ce chapitre, nous avons tout d'abord donné une brève description de l'entreprise, et nous avons remarqué que NCA-Rouïba est le leader sur le marché des boissons en Algérie et qui existe depuis longtemps et qui occupe une place significative dans le secteur algérien des boissons.

En cours de la deuxième section, nous avons fait une analyse financière de l'entreprise et nous avons pu constater que l'entreprise NCA-Rouïba est dotée d'une solvabilité et d'une rentabilité appréciable, cela à travers le diagnostic interne effectué et cela nous a permis d'arriver à la conclusion que l'entreprise est en bonne santé financière.

La dernière section était consacrée à la valorisation de l'entreprise à travers l'application des plusieurs méthodes, cela nous a permis de trouver une fourchette de valeur de l'action NCA-Rouïba qui se situe entre 212,77DA et 417,54DA, la combinaison de toutes les méthodes a fait ressortir la valeur moyenne de l'action qui est de 407,09DA.

La valorisation a permis de mettre en lumière les avantages et les insuffisances de chaque méthode, ce qui nous a permis de conclure qu'il n'existe pas de méthode parfaite, et elles toutes abouti à des valeurs divergentes.

# **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

## **Conclusion générale**

Le thème étudié représente l'un des métiers les plus importants de la corporate finance, un métier qui attache une grande importance à la valeur et à l'enrichissement de l'entreprise. Le mémoire étudié est composé de trois chapitres. Le premier est consacré d'une part à la présentation du marché financier, son rôle et les acteurs intervenants sur ce marché et à la présentation des procédures d'introduction en bourse ainsi que les avantages et les inconvénients d'être cotée en bourse. D'autre part, nous avons présenté la bourse des valeurs mobilières d'Alger ainsi que les conditions d'introduction à cette dernière. Le deuxième chapitre porte sur le processus d'évaluation lors de l'introduction en bourse et les méthodes utilisées pour la valorisation de l'entreprise cotée. Dans le troisième et dernier chapitre nous avons réalisé une étude empirique sur la valorisation d'une entreprise à travers de méthodes différentes dans le contexte d'introduction à la bourse d'Alger.

Notre objectif était de répondre avec certitude à la principale question qu'on s'est posée au départ et qui consiste à savoir comment peut-on évaluer des entreprises dans le cadre de leur introduction en bourse, quelle sont les méthodes d'évaluation adoptées par NCA-Rouïba et si toutes les méthodes d'évaluation adoptées par NCA-Rouïba convergent vers le même prix.

Ce travail nous a permis de confirmer ou infirmer les hypothèses proposées dans la problématique :

Selon la première hypothèse : pour déterminer la valeur des entreprises on utilise plusieurs méthodes d'évaluation dont les principales sont les modèles actuariels, les approches de marché et les méthodes patrimoniales. Le choix de la méthode d'évaluation dépend des caractéristiques de l'entreprise à évaluer, des informations disponibles ainsi que des objectifs de l'évaluation. Lors de la détermination de la valeur de l'entreprise, il ne faut pas appliquer toutes les méthodes qui existent, mais il faut choisir celles qui répondent au mieux aux spécificités de l'entreprise.

Selon la deuxième hypothèse : la meilleure méthode d'évaluation est une inexistante parce que chaque méthode utilisée a des avantages et des inconvénients. Après toutes les études et analyses, il n'y a pas une seule meilleure méthode qui peut aboutir à une valeur optimale d'une entreprise. Il n'existe pas de méthodes d'évaluation d'entreprise « optimales », il convient de choisir selon le cas posé, celles qui correspondent le mieux aux caractéristiques de l'entreprise à évaluer, aux informations disponibles ainsi qu'aux objectifs de l'évaluation. Il n'existe pas une méthode standard que toutes les entreprises du même secteur sont censées utiliser d'où la liberté de choix sur la méthode à appliquer.

Selon la troisième hypothèse : la synthèse des différentes méthodes d'évaluation selon NCA-Rouïba détermine une fourchette de prix et non pas le prix lui-même. Ce dernier reste soumis à la loi de l'offre et de la demande quelle que soit la méthode d'évaluation retenue.

## **Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse : NCA-Rouïba**

D'après ce qui précède, on peut confirmer la première et la deuxième hypothèse : pour déterminer la valeur des entreprises on utilise plusieurs méthodes d'évaluation dont les principales sont les modèles actuariels, les approches de marché et les méthodes patrimoniale, et que : la meilleure méthode d'évaluation est une inexistante parce que chaque méthode utilisé a des avantages et des inconvénients et on peut infirmer la troisième hypothèse : toutes les méthodes d'évaluation adoptées par NCA-Rouïba convergent vers le même prix.

Pour mener bien notre recherche, nous avons appliqué autant de méthodes que possible mais le manque d'accès à un certain nombre des données nous a conduit à ne pas exhausté toutes les méthodes donc notre étude n'a pas été épuisé aux maximum, tout en laissant aux chercheurs d'approfondir encore plus dans cette étude des méthodes qui reste vaste et très important dans le domaine de la finance.

Pour conclure, en dépit des difficultés qui se présentent dans la réalisation et l'application de ce thème liée à l'évaluation d'une entreprise algérienne, on l'occurrence NCA-Rouïba spécialisée dans le domaine de l'agroalimentaire, il est à noter qu'il présente un fort intérêt et que notre travail a été une expérience extrêmement enrichissante. Il nous a offert l'opportunité d'appliquer toutes nos connaissances en finance d'entreprise vue que le champ d'application de l'évaluation d'entreprise est au carrefour de plusieurs spécialités à l'instar de la comptabilité financière, l'analyse financière, du marketing, du management stratégique et de la théorie financière.....

Pour les futures recherches, nous recommandons une étude comparative des méthodes d'évaluation des entreprises algériennes et les comparer avec les méthodes d'évaluation des entreprises du Maghreb dans le contexte d'introduction en bourse.

# BIBLIOGRAPHIE

## Ouvrages

- 1) ATSCH, Laurent, « La théorie de la valeur d'entreprise », université PARIS-DAUPHINE, CEREG (umr cnrs), Paris
- 2) Blancard-Capelle. G, N. Couderc, S. Vandelanoite, « Les marchés financiers en fiche », Edition Ellipse, Paris, 2004
- 3) Capiou-Huari, M.C, Antoine, J., « Dictionnaire des marchés financiers », 3<sup>ème</sup> édition de Boeck, Paris, 2015
- 4) CASTERA. Christophe, ERIC. Severn, « Finance corrigé », édition : CORROY, 2018
- 5) Chapalain. G, « Pratique moderne de l'évaluation », EMS édition, Paris, 2004
- 6) Choinel. A, « Introduction à l'ingénierie financières », la revue banque, Paris, 1991
- 7) Choinel. A, G. Rouyer, « Le marché financier, structures et acteurs », Revue Banque, 8<sup>ème</sup> édition, 2004
- 8) Cohen. E, « Analyse financière », Economica, 4<sup>ème</sup> édition, France, 1997, P252.
- 9) COHEN. E, « Analyse financière », 6<sup>ème</sup> éd, édition Economica, Paris, 2006.
- 10) Coopers & Lybrand, « Guide de l'introduction en bourse », Paris, 1998
- 11) DE LA BRUSELERIE. H, « Analyse financière : information financière, évaluation, diagnostic », édition Dunod, Paris, 2014
- 12) DE LA CHAPELLE. PH, « L'évaluation des entreprises », 2<sup>ème</sup> éd, édition Economica, Paris, 2004
- 13) DESCHANEL. JP, « La bourse en clair », 3<sup>ème</sup> éd, édition Ellipses, 2005
- 14) Deschanel. J-P, « La bourse clair », 2<sup>ème</sup> Ed Ellipses, 2007
- 15) Dustan D, Economie et le marché des capitaux, Revus Banque, 1985
- 16) Fleuriot. M, Y. Simon, « Bourse et marchés financiers », 2<sup>ème</sup> édition, ECONOMICA, Paris, 2003
- 17) GENSSE. P, « ingénierie financière », 3<sup>ème</sup> édition Economica, Paris, 2004.
- 18) Hautcoeur. J-C, « Marchés financiers et développement économique : une approche historique regards croisés sur l'économie », 2008/1, N°3
- 19) HIRIGOYEN. Gerard, DJIBTILLA . moussa ousseini, « Evaluation des entreprises », Ellipses, 2017
- 20) Honigman. C-N, H.M. Tubiana, « Diagnostic évaluation et transmission des entreprises », édition LITEC, 1992
- 21) Jacquillat. B, B. Solnik et C. Pérignat « Marchés financiers », 6<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2014
- 22) Jacquillat. B, J. Hamon, « La bourse », Edition Presses Universitaires de Paris, 7<sup>ème</sup> éd, 2013
- 23) Jacquillat. BERTRAND, « L'introduction en bourse », édition presses universitaires de France, France, 1996.
- 24) JAQUILLAT. B, « Introduction en bourse », Paris, 1994.
- 25) Lantz. J-S, « Valorisation stratégique et financière », MA XIMA, Paris, 2004
- 26) LEGROS. Georges, « L'évaluation des entreprises », édition: DUNOD, 2015
- 27) Lehmann. J-P., « Economie des marchés financiers », Groupe DE BOECK, Paris, 2011
- 28) LESAOUT. E, « Introduction aux marchés financiers », édition Economica, Paris, 2016.
- 29) Marignault, C. Kalb, M. Vernet, « Une entreprise PME/PMI, l'évaluation, le plan de reprise », édition A.N.C.E, 1994
- 30) Menier-Rocher. B, « Le diagnostic financier », Ed d'Organisation, 2003

- 31) Merville, A.D, «droits des marchés financiers», Gualino édition, Paris, 2006
- 32) Morvan, J, « Marchés et instruments financiers », Editions Economica, Paris, 2008
- 33) Neuville. S, « Droits de la banque et du marché », édition Puf droit, Paris, 2005
- 34) NEUVILLE.S,«droit de la banque et des marchés financiers», éd PUF, Paris, 2005
- 35) Palard. J-E, F. Imbert, «Guide d'évaluation d'entreprise », Eyrolles, 2013
- 36) PALOU. JM, « Les méthodes d'évaluation d'entreprise », groupe revue Fiduciaire, Paris, 2003.
- 37) Pariente. S, «Analyse financière et évaluation d'entreprise», Pearson Education France, France, 2006
- 38) PEYRARD. J, « La bourse », 3eme, éd, édition Vuibert, Paris, 1995.
- 39) Peyrard. P, « La bourse », Vuibert, 8eme édition, Paris, 1999
- 40) Priolon. J, « Les marchés financiers », Agro Paris Tech, Décembre 2012
- 41) Quiry. P, L.F.Yann, « Finance d'entreprise », Editions DALLOZ, 11ème édition, Paris, 2013
- 42) S. De Cousergue, «Autofinancement, cash-flow, excédent de trésorerie d'exploitation », CLET édition Banque, 1984
- 43) Spieser. P, « La bourse », Edition Vuibert, Paris 2004
- 44) TCHEMENI. E, « Evaluation des entreprises », édition Economica, Paris, 1993.

## **Ouvrages universitaires**

### **Mémoires**

- 45) Aissani. L, « L'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse: Cas société coté en bourse (Alliance Assurance) », mémoire master en sciences économiques, école supérieure de commerce, 2013
- 46) Akniouene. L, K. Ben bouabdellah, « la procédure d'introduction en bourse : cas du groupe BIOPHARM », Mémoire de master en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016
- 47) Amarani. T, S.Amziane, « l'introduction des sociétés en bourse : cas NCA Rouïba », mémoire master en sciences économiques, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017 Amarni. T, S.Amziane, « l'introduction des sociétés en bourse cas : NCA-Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université Mouloud Mammeri de TiziOuzou, 2017
- 48) Badjou. Y, Y. Boumezirene, « Introduction des petites et moyennes entreprises en bourse : cas des PME algériennes », mémoire master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016
- 49) Bejar. Y, « la valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprise technologique nouvellement introduites en bourse (1997-2004) », thèse de doctorat en sciences de gestion, université Paris Dauphine, 2006
- 50) Belharet. A, « Evaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse Etude

comparative : Algérie, Tunisie et Maroc », Mémoire de master en sciences financières et comptabilité, école supérieure de commerce, 2020

- 51) Benchabane. M, « Etude comparative des marchés financiers maghrébins : cas ; Maroc, Algérie, Tunisie », mémoire de magister en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2012
- 52) Bessadi. T, T. Laib, « Le rôle du marché financier dans le financement des PME : Etude comparative : Algérie, Maroc et Tunisie » mémoire de master en science économique, Université de mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015
- 53) BOUGUELLID. F, « Evaluation des entreprises cas de COGB La Belle », mémoire de master en science de gestion, université ABDARRAHMANE MIRA Bejaia, 2017
- 54) C. Grib, « Quelles méthodes d`évaluation de l`entreprise publique Algérienne. Cas de l`ENIEM ?», mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016
- 55) Ferhi. L, « évaluation d`une entreprise dans le cadre d`une introduction en bourse cas de NCA Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université de mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017
- 56) Hamadache. O, « évaluation d`une entreprise dans le cadre d`une introduction en bourse cas NCA Rouïba », Mémoire de master en sciences financiers et comptables, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017
- 57) Iguergaziz. W, « Problématique d`évaluation des entreprises algériennes dans le cadre de la privatisation », Mémoire de magister en Sciences Economiques Option: Monnaie-FinanceBanque, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 201
- 58) S. Boussi, «Microstructure et performance des marchés financiers», mémoire maîtrise en actuariat et finance, Institut des Hautes études commerciales de Sousse (Tunisie), 2007
- 59) Tapiwanashe W. B, KONATE. Maimouna, «Analyse des opportunités et des contraintes d`une entreprise coté en bourse algérienne : cas de l`entreprise BIOPHARM», mémoire de master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2019
- 60) Tapiwanashe W. B, KONATE. Maimouna, «Analyse des opportunités et des contraintes d`une entreprise coté en bourse algérienne : cas de l`entreprise BIOPHARM», mémoire de master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2019

### **Mémoires en ligne**

- 61) SAIDI. A, «Méthodes d`évaluation d`entreprise : le cas des entreprises algériennes cotées en bourse», [en ligne] mémoire de master en mathématiques financières, université de Boumerdes 2017. Format PDF.

## **Guide et rapports**

- 62) Guide d'introduction en bourse, Bourse de Tunisie (BVMT), «guide de l'investisseur en Bourse», Octobre, 2012
- 63) Guide d'introduction en bourse, COSOB, 2022
- 64) Rapport annuel 2013, COSOB, Alger, 2014
- 65) Rapport annuel, COSOB, 2021
- 66) Rapport annuel, COSOB, Alger, 2013
- 67) Rapport d'activité de l'année 2007 de la bourse d'Alger
- 68) Rapport d'activité de l'année 2007 de la bourse d'Alger
- 69) Rapport de commissariat aux comptes 2012

## **Articles et décrets**

- 70) Article n°02 du règlement COSOB n°03-02 du 18 mars 2003 relatif à la teneur de compte-conservateur de titre.

## **Revue de presse**

- 71) Dustan D, Economie et le marché des capitaux, Revus Banque, 1985
- 72) REFAIT. M, « L'évaluation de l'entreprise », presse universitaire de France, 1994

## **Sites internet**

[www.caurismanagment.com/africinvest.htm](http://www.caurismanagment.com/africinvest.htm)

[www.cosob.org](http://www.cosob.org)

[www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

[www.valorisation-entreprise.com](http://www.valorisation-entreprise.com)

[www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net)

# LISTE DES ANNEXES

**Annexe n° 01** : bilan de 2012 de NCA Rouïba

**Annexe N° 02** : Plan d'investissement prévisionnel

**Annexe N°03** : **compte de résultat de NCA-Rouïba**

**Annexe N°04** : bilan des trois derniers exercices (En milliers de dinars)

**Annexe 05** : Les charges de l'opération d'introduction

**Annexe 06** : Comptes de résultat prévisionnels des années 2013, 2014, 2015, 2016 et 2017

Annexe n° 01 : bilan de 2012 de NCA Rouïba

Actif	Note	Jun 2012 Brut	2012 Amort &Prov	2012 Net	2011 Net
<b>ACTIF NON COURANT</b>					
Immobilisations incorporelles	4.1	37 600 591	16 647 693	20 952 898	23 500 890
Immobilisations corporelles	4.2	3 697 453 982	1 312 694 801	2 384 759 181	1 997 788 403
Terrains		398 571 250	0	398 571 250	398 571 250
Bâtiments		392 341 663	79 918 895	312 422 769	279 168 171
Autres immobilisations corporelles		2 828 835 933	1 232 775 907	1 596 060 027	1 265 193 699
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations encours		77 705 136	0	77 705 136	54 855 283
Immobilisations financières	4.3	34 976 096	0	34 976 096	28 018 769
Autres participations et créances rattachées		0	0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		5 010 000	0	5 010 000	4 260 000
Impôts différés actif		29 966 096	0	29 966 096	23 758 769
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>3 770 030 669</b>		<b>2 440 688 175</b>	<b>2 049 308 061</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours	4.4	1 024 424 588	117 016 981	907 407 607	847 513 861
Créances et emplois assimilés		1 201 858 909	138 016 898	1 063 842 011	902 947 926
Clients	4.5	818 935 857	138 016 898	680 918 960	560 133 650
Autres débiteurs	4.6	162 783 364	0	162 783 364	206 505 495
Impôts et assimilés	4.7	187 775 815	0	187 775 815	109 007 358
Autres créances et emplois assimilés	4.8	32 363 872	0	32 363 872	27 301 424
Disponibilités et assimilés		182 861 752	0	182 861 752	260 126 767
Placements et autres actifs financiers courants		0	0	0	0
Trésorerie	4.9	182 861 752	0	182 861 752	260 126 767
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>2 409 145 249</b>		<b>2 154 111 370</b>	<b>2 010 588 554</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>6 179 175 918</b>		<b>4 594 799 546</b>	<b>4 059 896 615</b>

Passif	Note	31.12.2012	31.12.2011
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		0	0
Primes et réserves		564 163 334	436 121 393
Ecart de réévaluation		0	0
Résultat net		168 602 699	188 041 941
Autres capitaux propres		3 511 463	3 511 463
<b>TOTAL DES CAPITAUX PROPRES</b>	<b>5.1</b>	<b>1 585 472 496</b>	<b>1 476 869 797</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	5.2	708 679 792	750 612 577
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	0	0
Autres dettes non courantes		0	0
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	120 141 415	100 304 067
<b>TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS</b>		<b>828 821 207</b>	<b>850 916 643</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 121 817 918	1 082 079 841
Impôts	5.5	171 100 746	166 185 048
Autres dettes	5.6	386 695 528	353 181 061
Trésorerie passif	5.7	500 891 650	130 664 225
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS</b>		<b>2 180 505 842</b>	<b>1 732 110 175</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>4 594 799 546</b>	<b>4 059 896 615</b>

Source : rapport de commissariat aux comptes au 31 décembre 2012

## Annexe N° 02 : Plan d'investissement prévisionnel

<b>Désignation</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Total</b>
-Investissement fonciers, infrastructure et Ameublement	86 000	150 000	0	0	0	236 000
-Investissements Industriels	857 390	200 000	0	0	0	1 057 390
-Investissements en Système d'information	33 130.65	0	20 000	0	0	53 131
-Investissements en hygiène sécurité et Environnement	48 350	0	0	30 000	0	78 350
-Investissements Logistique	51 920	0	150 000	0	0	201 920
-Investissements de Maintien	28 740	50 000	55 000	55 000	60 000	248 740
<b>Total</b>	<b>1 105 531</b>	<b>400 000</b>	<b>225 000</b>	<b>85 000</b>	<b>60 000</b>	<b>1 875 531</b>

## Annexe N°03 : compte de résultat de NCA-Rouïba

Tableau des Comptes de Résultats	NOTE	2009	2010	2011
Chiffre d'affaires	1.1	2 883 993	3 998 475	4 633 431
Variation stocks produits finis et en-cours	1.2	-63 394	24 977	146 599
Subventions d'exploitation	1.3	-	1 728	3 813
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>2 820 599</b>	<b>4 025 180</b>	<b>4 783 843</b>
Achats consommés	1.4	-1 612 874	-2 336 929	-2 924 653
Services extérieurs et autres consommations	1.5	-430 976	-583 990	-645 701
<b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-2 043 849</b>	<b>-2 920 919</b>	<b>-3 570 355</b>
<b>VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION</b>		<b>776 750</b>	<b>1 104 261</b>	<b>1 213 488</b>
Charges de personnel	1.6	-357 208	-413 511	-464 579
Impôts taxes et versements assimilés	1.7	-46 615	-63 923	-74 425
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>372 928</b>	<b>626 828</b>	<b>674 484</b>
Autres produits opérationnels	1.8	11 774	25 976	5 012
Autres charges opérationnelles	1.9	-16 234	-32 701	-48 791
Dotations aux amortissements et aux provisions	1.10	-156 883	-215 082	-305 111
Reprise sur pertes de valeur et provisions		20 956	-	36 397
<b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>232 541</b>	<b>405 020</b>	<b>361 991</b>
Produits financiers	1.11	18 905	18 002	13 214
Charges financières	1.12	-113 707	-76 323	-109 221
<b>RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-94 802</b>	<b>-58 321</b>	<b>-96 007</b>
<b>RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS</b>		<b>137 738</b>	<b>346 700</b>	<b>265 984</b>
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		-32 467	-96 237	-90 393
Impôts différés sur résultats ordinaires		6 834	5 172	12 451
<b>Total des produits des activités ordinaires</b>		<b>2 872 233</b>	<b>4 069 158</b>	<b>4 838 466</b>
<b>Total des charges des activités ordinaires</b>		<b>-2 760 128</b>	<b>-3 813 523</b>	<b>-4 650 424</b>
<b>RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>112 105</b>	<b>255 635</b>	<b>188 042</b>
Eléments extraordinaires (produits)		-	-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-	-
<b>RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>112 105</b>	<b>255 635</b>	<b>188 042</b>

**Annexe N°04** : bilan des trois derniers exercices (En milliers de dinars)

ACTIF	NOTE	2009	2010	2011
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>1 583 742</b>	<b>1 651 974</b>	<b>2 049 308</b>
Immobilisations incorporelles nettes	2.1	4 739	3 206	23 501
Immobilisations incorporelles brutes		8 104	8 104	33 353
Amortissement des immobilisations incorporelles		-3 365	-4 898	-9 852
Immobilisations corporelles nettes	2.2	1 565 494	1 605 265	1 997 788
Terrains nets		398 571	398 571	398 571
<i>Terrains bruts</i>		<i>398 571</i>	<i>398 571</i>	<i>398 571</i>
Bâtiments nets		212 067	296 534	279 168
<i>Bâtiments bruts</i>		<i>248 612</i>	<i>350 349</i>	<i>350 349</i>
<i>Amortissement des bâtiments</i>		<i>-36 545</i>	<i>-53 815</i>	<i>-71 181</i>
Autres immobilisations corporelles nettes		860 765	897 160	1 265 194
<i>Autres immobilisations corporelles brutes</i>		<i>1 684 142</i>	<i>1 870 551</i>	<i>2 421 828</i>
<i>Amortissement des autres immobilisations corporelles</i>		<i>-823 377</i>	<i>-973 391</i>	<i>-1 156 634</i>
Immobilisations encours nettes		94 091	13 000	54 855
<i>Immobilisations encours brutes</i>		<i>94 091</i>	<i>13 000</i>	<i>54 855</i>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>2.3</b>	<b>13 508</b>	<b>43 503</b>	<b>28 019</b>
Autres participations et créances rattachées		0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		5 406	30 520	4 260
Impôts différés actif		8 103	12 982	23 759
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>1 112 743</b>	<b>1 341 196</b>	<b>2 010 589</b>
<b>Stocks et encours nets</b>	<b>2.4</b>	<b>284 826</b>	<b>494 660</b>	<b>847 514</b>
<i>Stocks et encours nets</i>		<i>322 111</i>	<i>570 193</i>	<i>893 821</i>
<i>Provisions de dépréciation des Stocks et encours</i>		<i>-37 285</i>	<i>-75 533</i>	<i>-46 307</i>
<b>Créances et emplois assimilés</b>		<b>418 686</b>	<b>499 559</b>	<b>902 948</b>
Clients nets	2.5	379 181	445 615	560 134
<i>Clients bruts</i>		<i>499 262</i>	<i>573 713</i>	<i>693 825</i>
<i>Provisions de clients</i>		<i>-120 081</i>	<i>-128 098</i>	<i>-133 692</i>
Autres débiteurs	2.6	20 076	25 016	206 505
Impôts et assimilés	2.7	13 257	20 904	109 007
Autres créances et emplois assimilés	2.8	6 172	8 024	27 301
<b>Disponibilités et assimilés</b>		<b>409 231</b>	<b>346 976</b>	<b>260 127</b>
Trésorerie	2.9	409 231	346 976	260 127

Provisions de dépréciation des disponibilités et assimilés

0 0 0

<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>2 696 486</b>	<b>2 993 170</b>	<b>4 059 897</b>
----------------------------	------------------	------------------	------------------

PASSIF	NOTE	2009	2010	2011
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		<b>1 127 391</b>	<b>1 365 025</b>	<b>1 476 870</b>
Capital émis		849 195	849 195	849 195
Capital non appelé		-	-	-
Primes et réserves		152 234	230 487	436 121
Ecart de réévaluation		-	-	-
Résultat net		112 105	255 635	188 042
Autres capitaux propres		13 856	29 709	3 511
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		<b>522 956</b>	<b>520 797</b>	<b>850 917</b>
Emprunts et dettes financières	3.1	507 154	507 217	750 613
Impôts (différés et provisionnés)		1 967	1 675	-
Autres dettes non courantes		-	-	-
Provisions et produits constatés d'avance	3.2	13 835	11 905	100 304
<b>PASSIFS COURANTS</b>		<b>1 046 139</b>	<b>1 107 348</b>	<b>1 732 110</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	3.3	756 822	690 269	1 082 080
Impôts	3.4	68 822	117 047	166 185
Autres dettes	3.5	196 822	299 659	353 181
<i>Échéances à moins d'un an sur emprunts bancaires à moyen terme</i>		<i>107 852</i>	<i>141 709</i>	<i>132 990</i>
<i>Autres passifs</i>		<i>88 970</i>	<i>157 950</i>	<i>220 191</i>
Trésorerie passif	3.6	23 673	373	130 664
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>2 696 486</b>	<b>2 993 170</b>	<b>4 059 897</b>

**Annexe 05 : Les charges de l'opération d'introduction**

Désignation	Montant hors taxes
<b>Redevance réglementaire et assimilées</b>	<b>17 139 686.10</b>
Redevance de la COSOB	636 896.40
Rémunération d'Algérie clearing	84 919.50
Commission de la SGBV	2 406 149.40
Commission IOB (chef de fil et syndicat de placement)	14 011 720.80
<b>Rémunération de commissions et horaires conventionnés</b>	<b>44 700 000.00</b>
Commission et horaires d'accompagnement, de placement, de conseil financier et conseil juridique	4 700 000.00
Publicité et communication	40 000 000.00

**Annexe 06 : Comptes de résultat prévisionnels des années 2013, 2014, 2015, 2016 et 2017**

<b>Compte de résultats</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Chiffre d'affaire net</b>	<b>6 890 490</b>	<b>7 672 299</b>	<b>8 403 397</b>	<b>9 139 848</b>	<b>9 676 353</b>
<b>Marge Sur couts</b>	<b>2 864 680</b>	<b>3 185 436</b>	<b>3 489 934</b>	<b>3 796 499</b>	<b>4 019 724</b>
<b>matières</b>					
En % du CA	41.47%	41.52%	41.53%	41.54%	41.54%
<b>Marge Sur couts variable</b>	<b>2 748 755</b>	<b>3 031 990</b>	<b>3 321 866</b>	<b>3 613 702</b>	<b>3 826 196</b>
En % du CA	39.89%	39.52%	39.53%	39.54	39.54%
<b>Charges du personnel</b>	<b>658 652</b>	<b>726 001</b>	<b>798 023</b>	<b>876 164</b>	<b>957 740</b>
Masse fixe	548 404	603 245	663 569	729 926	802 919
Masse variable	110 248	122 757	134 454	146 238	154 822
<b>Services</b>	<b>1 010 440</b>	<b>1 070 242</b>	<b>1 113 011</b>	<b>1 195 546</b>	<b>1 262 081</b>
Marketing	311 400	345 253	336 136	411 294	435 436
Transport et logistique	337 387	345 253	105 285	365 594	387 054
Assistance, consulting & formation	95 497	100 272	105 285	110 550	116 077
Entretien et réparation	188 615	198 046	207 948	218 346	229 263
Voyages, déplacement, hébergements, Restauration	43 000	45 150	47 408	49 778	52 267
Frais de télécommunication	32 941	34 588	36 317	38 133	40 040
Autres services et frais Divers	1 600	1 680	1 764	1 852	1 945
<b>Autres charges exceptionnelles d'exploitation</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Assurance</b>	<b>30 000</b>	<b>38 361</b>	<b>42 017</b>	<b>45 699</b>	<b>48 382</b>
<b>Commission bancaires</b>	<b>40 000</b>	<b>46 034</b>	<b>50 420</b>	<b>54 839</b>	<b>58 058</b>
<b>Produits divers</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Impôts et taxes</b>	<b>108 870</b>	<b>122 757</b>	<b>134 454</b>	<b>146 238</b>	<b>154 822</b>
<b>EBITDA</b>	<b>900 793</b>	<b>1 028 594</b>	<b>1 183 940</b>	<b>1 295 216</b>	<b>1 345 113</b>
En % du CA	13.07%	13.41%	14.09%	14.17%	13.90%
Dotation aux amortissements Dotations aux provisions	377 670	386 615	393 911	403 402	411 014
	68 905	76 723	84 034	91 399	96 764
<b>EBIT</b>	<b>454 218</b>	<b>565 256</b>	<b>705 995</b>	<b>800 416</b>	<b>837 336</b>
En % du CA	6.59%	7.37%	8.40%	8.78%	8.65%
<b>Charges financières</b>	<b>106 516</b>	<b>132 319</b>	<b>120 698</b>	<b>104 051</b>	<b>88 966</b>
CMT existants	84 516	37 913	22 636	13 516	88 966

Nouveau CMT	0	56 045	56 045	44 836	33 627
-------------	---	--------	--------	--------	--------

Pertes et gains de Changes	0	0	0	0	0
Frais financiers de fonctionnement	22 000	38 361	42 017	45 699	48 382
<b>Résultat des activités Ordinaires</b>	<b>347 703</b>	<b>432 937</b>	<b>585 297</b>	<b>696 346</b>	<b>748 370</b>
En % du CA	5.05%	5.64%	6.96%	7.62%	7.73%
<b>Résultat des opérations non récurrentes</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Revenu non récurrent	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Charges non récurrentes	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>347 703</b>	<b>432 937</b>	<b>585 297</b>	<b>696 364</b>	<b>748 370</b>
En % du CA	5.05%	5.64%	6.96%	7.62%	7.73%
<b>Impôts sur les bénéfices</b>	<b>76 495</b>	<b>95 246</b>	<b>128 765</b>	<b>153 200</b>	<b>164 641</b>
<b>Résultat net</b>	<b>271 208</b>	<b>337 691</b>	<b>456 531</b>	<b>543 164</b>	<b>583 729</b>
En % de CA	3.94%	4.40%	5.43%	5.94%	6.03%

# TABLE DES MATIÈRES

## Chapitre 01 : L'introduction des sociétés en bourse

Section 01 : Généralités sur le marché financier.....	3
1. Définition.....	3
2. Les typologies du marché financier .....	4
2.1 Le marché primaire et le marché secondaire.....	5
2.2 Le marché gris.....	5
2.3 Le marché réglementé et le marché de gré à gré .....	5
2.4 Le marché au comptant et le marché à terme .....	6
2.5 Le marché continu et le marché fixing. ....	6
2.6 Le marché régi par les ordres et le marché régi par les prix.....	7
3. Les acteurs intervenants sur le marché financier .....	8
3.1 Les émetteurs.....	8
3.2 Les investisseurs.....	8
3.3 Les intermédiaires.....	8
3.4 Les instances de réglementation et d'organisation .....	9
3.5 Les analystes financiers.....	9
4. Les différents instruments financiers (les valeurs mobilières) .....	9
4.1 Les actions.....	10
4.1.1 Définition.....	10
4.1.2 Typologies des actions .....	10
4.1.3 Les droits d'un détenteur d'action .....	11
4.2 Les obligations .....	11
4.2.1 Définition.....	11
4.2.2 Les caractéristiques d'une obligation.....	12
4.2.3 Les catégories d'obligation.....	12
4.3 Les produits dérivés .....	13
4.3.1 Définition.....	14
4.3.2 Les différents produits dérivés .....	14
5. Le rôle du marché financier .....	15
6. Les motivations pour l'évaluation (dans quel contexte on évalue ?).....	15
Section 02 : l'introduction en bourse	
1. Définition.....	15
2. Les avantages d'une introduction en bourse .....	16
2.1 Assure la mobilité et la liquidité du capital.....	16
2.2 Assure la mobilité et la liquidité du capital.....	16
2.3 Levée de fonds .....	16
2.4 Accroître la notoriété .....	16
2.5 Bénéficiaire d'incitations fiscales conséquentes .....	17
2.6 Renouveler et élargir l'actionnariat .....	17
2.7 Facteur de mobilisation interne.....	18
3. Les inconvénients d'une introduction en bourse .....	18
3.1 Le manque de confidentialité.....	18
3.2 Perte de contrôle dans la gestion de l'entreprise.....	18
3.3 Sacrifices en termes de coût et de temps.....	19
3.4 Perte de flexibilité dans les affaires .....	19
3.5 Une pression accrue sur les résultats à court terme.....	20

4. Les procédures d'introduction en bourse.....	20
4.1 L'offre à prix ferme (OPF).....	21
4.2 L'offre à prix minimal (OPM) .....	21
4.3 L'offre à prix ouvert (OPO) .....	22
4.4 La cotation directe.....	23
4.5 Le placement garanti.....	23

### Section 03 : Présentation de la bourse d'Alger

1. Historique de la bourse d'Alger.....	24
2. Les différents intervenants de la bourse d'Alger .....	24
2.1 Les institutions du marché boursier algérien.....	24
2.1.1 Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.....	25
2.1.2 La société de gestion de valeurs mobilières (SGBV).....	25
2.1.3 Le dépositaire central « Algérie Clearing » .....	25
2.2 Les professionnels de la bourse d'Alger .....	25
2.2.1 Les intermédiaires en opérations de bourse.....	26
2.2.2 Les teneurs de compte conservateurs (TTC).....	27
2.2.3 Les promoteurs en bourse (marché PME).....	27
2.3 Les gestionnaires d'actifs .....	28
2.3.1 Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).....	29
2.3.2 Le fond de soutien à l'investissement pour l'emploi (FSIE) .....	29
2.3.3 Les sociétés de capital investissement .....	30
3. Fonctionnement de la bourse des valeurs mobilières d'Alger.....	32
3.1 Le système de cotation.....	35
3.2 Le processus de l'introduction en bourse d'Alger .....	36
3.3 Les conditions d'introduction en bourse d'Alger .....	37

### Chapitre 02 : l'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse

#### Section 01 : Généralités sur les fondements de valeur

1. Notion de valeur et de prix .....	38
2. Relation valeur et prix .....	38
3. Les différents types de la valeur.....	39
3.1 La valeur d'acquisition .....	39
3.2 La valeur de marché.....	40
3.3 La valeur liquidative .....	43
3.4 la valeur à la casse.....	43
3.5 La valeur à neuf ou de reconstitution .....	44
3.6 La valeur vénale La valeur d'utilisation .....	44
3.7 La valeur d'assurance .....	45

#### Section 02 : L'évaluation d'entreprise

1. Définition .....	46
2. Pourquoi évaluer ?.....	46
3. Le processus d'évaluation d'une entreprise .....	47
3.1 La collecte d'informations.....	47
3.2 L'élaboration du diagnostic de l'entreprise.....	48
3.3 Choisir une méthode d'évaluation .....	48
3.4 Elaboration du business plan.....	49
3.5 Détermination des hypothèses et des paramètres de l'évaluation .....	51
3.6 Construction d'une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur.....	51

## Section 03 : Les méthodes d'évaluation d'entreprise

1.	L'approche patrimoniale ou statique .....	52
1.1	La méthode de l'actif net comptable .....	52
1.1.1	Calcul de l'ANC .....	52
1.2	La méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC) ou l'actif net réévalué (ANR).....	52
1.2.1	Définition .....	53
1.2.2	Calcul de l'ANCC .....	53
1.3	La méthode du Good Will (GW).....	54
1.3.1	Définition .....	55
1.3.2	Calcul du GW.....	59
1.3.3	Méthode d'estimation du Good Will .....	62
1.3.3.1	La valeur substantielle (Vs) .....	65
1.3.3.2	Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).....	70
1.3.3.3	L'actif net réévalué d'exploitation (ANRE).....	72
1.3.4	Méthode de calcul du GW.....	73
2.	L'approche dynamique .....	74
2.1	La méthode d'actualisation des flux de trésoreries.....	75
2.1.1	Définition.....	76
2.1.2	Détermination du flux de trésorerie disponible.....	77
2.1.2.1	Détermination du taux d'actualisation des flux de trésorerie.....	78
2.1.2.2	La détermination d'une valeur terminale.....	79
2.1.2.3	Détermination de la période d'actualisation.....	80
2.2	Les méthodes d'actualisation des dividendes (Dividend Discount Models : DDM...).....	80
2.2.1	Définition .....	81
2.2.2	La politique de dividende.....	82
2.2.3	Les modèles d'actualisation.....	83
2.2.3.1	Le modèle général d'Irving Fisher.....	84
2.2.3.2	Méthode de Gordon Shapiro.....	84
2.2.3.3	Le modèle de Bates.....	85
3.	L'approche analogique .....	85
3.1	Définition .....	86
3.2	Les différents multiples.....	86
3.2.1	Les multiples permettant d'établir la valeur de l'entreprise.....	86
3.2.1.1	Le multiple du chiffre d'affaires.....	87
3.2.1.2	Le multiple de L'EBIT .....	87
3.2.1.3	Multiple de l'EBITDA.....	87
3.2.1.4	Autres multiples.....	88
3.2.2	Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres.....	89
4.	D'autres méthodes.....	90
4.1	La méthode de la valeur économique ajoutée (EVA) et de la valeur économique de marché(MVA).....	91
4.1.1	Concept de la valeur économique ajoutée(EVA).....	93
4.1.2	Concept de la valeur économique de marché(MVA).....	94

## Chapitre 03 : l'évaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse

### Section 01 : Présentation de l'entreprise « NCA-Rouïba »

1. Présentation de l'entreprise NCA-Rouïba.....	95
1.1 Historique de la société NCA-Rouïba .....	97
1.2 La fiche signalétique de la société NCA-Rouïba .....	98
1.3 Vision, mission, valeurs et objet social de la société NCA-Rouïba.....	99
1.4 Organigramme de la société NCA-Rouïba.....	101
1.5 Place de la société NCA-Rouïba dans le marché.....	102
1.6 Les fournisseurs de la société NCA-Rouïba .....	102
1.7 La performance commerciale de la société NCA-Rouïba .....	102
2. L'introduction en bourse de l'entreprise NCA-Rouïba .....	103
2.1 Décision à l'origine de l'opération d'introduction en bourse.....	103
2.2 Objectif de l'opération .....	105
2.3 Caractéristiques de l'opération.....	105

### Section 02 : Le diagnostic global de l'entreprise NCA-Rouïba

1. Diagnostic stratégique .....	106
2.1 Le Diagnostic interne .....	106
2.2 Le Diagnostic externe.....	107
2. Diagnostic financier .....	108
2.1 Présentation des principes comptables .....	109
2.2 Elaboration des bilans financiers .....	110
2.1.1 Elaboration des bilans financiers condensés.....	112
2.1.2 Analyse de l'équilibre financier.....	114
3. Analyse du solde intermédiaire de gestion (SIG).....	115
4. Analyse de l'activité de NCA-ROUIBA par les indicateurs de croissance et de rentabilité.....	116
4.1 Calcul de la capacité d'autofinancement.....	116
4.2 Analyse par les ratios.....	116

### Section 03 : La valorisation de l'entreprise NCA-Rouïba

1. La valorisation de l'entreprise NCA-Rouïba .....	117
1.1 L'approche patrimoniale.....	118
1.1.1 L'actif net comptable .....	118
1.1.2 la méthode de l'ANCC.....	119
1.1.3 La Méthode du good will .....	120
1.2 L'approche dynamique.....	121
1.2.1 La valorisation selon la méthode d'actualisation des dividendes DD.....	122
1.2.2 La valorisation selon la méthode d'actualisation des flux de trésoreries DCF.....	123
1.3 L'approche analogique.....	125
1.3.1 La valorisation selon la méthode des multiples.....	127
1.4 Autres Méthodes.....	129
1.4.1 La valorisation selon la méthode de la valeur ajoutée économique EVA et la valeur économique de marché.....	131
2. Etude et analyse des résultats obtenus.....	132
Conclusion générale.....	136