

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA

RECHERCHE SCIENTIFIQUE

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE -ALGER -

Mémoire de fin d'études

Présenté en vue de l'obtention du diplôme de
magister en sciences commerciales et financières.

Option : Finance.

Thème :

Modélisation du choix des méthodes d'évaluation d'entreprise
Étude empirique sur les sociétés tunisiennes introduites en bourse

Elaboré par :

Mlle. El khansa MEZIANI

Encadré par :

Dr. Nacer AZOUANI

(Maitre de conférences A à ESC Alger)

Année universitaire : 2015/2016

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA

RECHERCHE SCIENTIFIQUE

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE -ALGER -

Mémoire de fin d'études

Présenté en vue de l'obtention du diplôme de
magister en sciences commerciales et financières.

Option : Finance.

Thème :

Modélisation du choix des méthodes d'évaluation d'entreprise
Étude empirique sur les sociétés tunisiennes introduites en bourse

Elaboré par :
Mlle. El khansa MEZIANI

Encadré par :
Dr. Nacer AZOUANI
(Maitre de conférences A à ESC Alger)

Année universitaire : 2015/2016

Remerciement

Je remercie toute personne qui à participer de loin ou de près à la réalisation de ce travail.

Mes remerciements vont tous spécialement à Mr AZOUANI Pour son suivi et ses orientations. Qu'ils trouvent ici le témoignage de ma gratitude inconditionnelle

A ceux qui m'ont laissée aimer ce que je fais, qui m'ont donnée l'opportunité et l'ambition d'étudier cette spécialité, à tous mes profs de finance, à qui je dirais merci pour toute information qu'ils ont bien pu me transmettre

A tout le personnel de l'Ecole Supérieure de Commerce. Pour leur professionnalisme et engagement sans faille pendant toute la durée de la formation. Un remerciement particulier est adressé à Mr Mohammed AINAS

Dédicace

À mon père

SOMMAIRE

LISTE DES FIGURES.....	I
LISTE DES TABLEAUX	II
LISTE DES ANNEXES	III
LISTE DES ABREVIATIONS.....	IV
INTRODUCTION GENERALE.....	A
CHAPITRE 1 : Cadre conceptuel de valorisation des entreprises lors d'introduction en bourse.....	5
Section 1 : Mécanisme d'introduction en bourse	2
1. Généralités sur l'introduction en bourse	2
2. Modalités et Procédures d'introduction en bourse	6
3. Processus d'introduction en bourse:.....	7
Section 2 : Généralité sur la valorisation d'entreprise.....	10
1. La notion de valeur d'entreprise	10
2. Contexte et destinataires d'évaluation d'entreprise	11
3. Paramètres d'évaluation	13
Section 3 : Le processus d'évaluation.....	17
3.1. Le diagnostic de l'entreprise :	17
3.2. Le business plan	24
3.3. L'évaluation	27
CHAPITRE 2 : Les methodes d'evaluation des entreprises.....	29
Section 1 : Les Méthodes Patrimoniales.....	31
1. Principe de la méthode	31
2. Actif net comptable (ANC).....	31
3. Actif net comptable corrigé (ANCC) :	32
4. Méthode de goodwill	33

Section 2 : Les méthodes analogiques	39
1. Principe de la méthode	39
2. Catégorie de multiples de valorisation.....	39
3. Appréciation de la méthode analogique	44
Section 3: Les Méthodes Dynamiques	46
1. Principes et méthodologie	46
2. Méthodes des Cash Flow actualisés DCF.....	46
3. Méthodes des flux de dividendes	49
4. Méthode de la création de valeur	52
CHAPITRE 3 :Modelisation du choix des methodes d'évaluation	57
Section1 : Présentation de la base de données et analyse de l'introduction en bourse de Tunis	59
1. Construction de la base de données	59
2. Analyse de l'introduction en bourse de Tunis	60
Section 2 : La modélisation du choix des méthodes d'évaluation des IPOs	66
1. Présentation des variables d'étude.....	66
2. Méthodologie d'étude :	69
3. Analyse descriptives :	73
Section 3: Tests des modèles et interprétation des résultats	76
1. Test de validité des modèles :	76
2. Vérification de significativité des variables explicatives et interprétation des résultats	79
3. Vérification de la qualité prédictive des modèles :	85
4. Analyse de la robustesse des modèles :	87
CONCLUSION GENERALE	91
BIBLIOGRAPHIE	94
ANNEXES	99

LISTE DES FIGURES

FIGURE 1: Distribution des IPOS de l'échantillon par année d'émission	60
FIGURE 2: Distribution des IPOS de l'échantillon par secteur d'activité	61
FIGURE 3: Distribution des IPOS de l'échantillon par type de marche	63
FIGURE 4: Distribution des IPOS de l'échantillon selon la procédure d'introduction.....	64
FIGURE 5: Courbe de Roc du modèle 1	87
FIGURE 6: Courbe de Roc du modèle 2.....	88
FIGURE 7: Courbe de Roc du modèle 3.....	88
FIGURE 8: Courbe de Roc du modèle 4.....	89

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1: RESUME DES VARIABLES DU MODELE	72
TABLEAU 2: MATRICE DE CORRELATION	73
TABLEAU 3: STATISTIQUE DESCRIPTIVES	74
TABLEAU 4: TEST DU RAPPORT DE VRAISEMBLANCE	77
TABLEAU 5: PSEUDO R2 COEFFICIENT D'AJUSTEMENT DE MC FADDEN	77
TABLEAU 6: TEST D'AJUSTEMENT DE HOSMER-LEMESHOW	78
TABLEAU 7: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE DU MODELE 1	79
TABLEAU 8: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE DU MODELE 2	80
TABLEAU 9: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE DU MODELE 3	80
TABLEAU 10: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE DU MODELE 4	81
TABLEAU 11: RESULTATS DES EFFETS MARGINAUX DU MODELE 1	81
TABLEAU 12: RESULTATS DES EFFETS MARGINAUX DU MODELE 2	82
TABLEAU 13: RESULTATS DES EFFETS MARGINAUX DU MODELE 3	82
TABLEAU 14: RESULTATS DES EFFETS MARGINAUX DU MODELE 4	83
TABLEAU 15: TEST DE LA QUALITE PREDICTIVE DU MODELE 1	85
TABLEAU 16: TEST DE LA QUALITE PREDICTIVE DU MODELE 2	85
TABLEAU 17: TEST DE LA QUALITE PREDICTIVE DU MODELE 3	86
TABLEAU 18: TEST DE LA QUALITE PREDICTIVE DU MODELE 4	86

LISTE DES ANNEXES

ANNEXE 1: ANALYSE DESCRIPTIVE DE L'ECHANTILLON	100
ANNEXE 2: ANALYSE DE CORRELATION DES VARIABLES	100
ANNEXE 3: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE DU MODELE 1	100
ANNEXE 4: TEST DE WALD (MODELE 1)	101
ANNEXE 5: TEST DE LA QUALITE PREDICTIVE (MODELE 1)	101
ANNEXE 6: TEST DE HOSMER-LEMESHOW (MODELE 1)	101
ANNEXE 7: TEST DES EFFETS MARGINAUX (MODELE 1)	102
ANNEXE 8: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE DU MODELE 2	102
ANNEXE 9: TEST DE LA QUALITE PREDICTIVE (MODELE 2)	103
ANNEXE 10: TEST DE HOSMER-LEMESHOW (MODELE 2)	103
ANNEXE 11: TEST DE WALD (MODELE 2)	103
ANNEXE 12: TEST DES EFFETS MARGINAUX (MODELE 2)	104
ANNEXE 13: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE (MODELE 3)	104
ANNEXE 14: TEST LA QUALITE PREDICTIVE (MODELE 3)	105
ANNEXE 15: TEST DE HOSMER-LEMESHOW (MODELE 3)	105
ANNEXE 16: TEST DE WALD (MODELE 3)	105
ANNEXE 17: TEST DES EFFETS MARGINAUX (MODELE 3)	106
ANNEXE 18: RESULTAT DE LA REGRESSION LOGISTIQUE (MODELE 4)	106
ANNEXE 19: TEST DE HOSMER-LEMESHOW (MODELE 4)	106
ANNEXE 20: TEST DE WALD (MODELE 4)	107
ANNEXE 21: TEST DES EFFETS MARGINAUX (MODELE 4)	107
ANNEXE 22: TEST DE LA QUALITE PREDICTIVE (MODELE 4)	107

LISTE DES ABREVIATIONS

AIP : Assets In Place

ANC : Actif Net Comptable

ANCR : Actif Net Comptable Réévalué

β : Coefficient de sensibilité au risque

BFR : Besoin en Fonds de Roulement

CA : Chiffre d'Affaires

CAF : Capacité d'autofinancement

CAPM : Capital Asset Pricing Model

CB : Capacité Bénéficiaire

CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital

CPNE : Capitaux Permanents Nécessaires à l'exploitation

DCF : Discounted Cash Flow

DLMT : Dettes à Long et Moyen Termes

EBE : Excédent Brut d'exploitation

EBIT : Earning Before Interest and Taxes

EBITDA : Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EVA : Economic Value Added

FR : Le fonds de roulement

IBS : Impôt sur le Bénéfice des sociétés

IPOs : initial public offerings

MEDAF : Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers

NSCF : Nouveau Système Comptable et Financier

PER : Pricing Earning Ratio

PCN : Plan Comptable National

SCF : Système Comptable Financier

SIG : Soldes Intermédiaires de Gestion

SPA : Société Par Actions

SWOT : Straight, Weakness, Opportunity, Threat

VNC : Valeur Nette Comptable

VT : Valeur Terminale

WACC: Weighted Average Cost of Capital

INTRODUCTION GENERALE

Ces dernières années, les places financières à travers le monde connaissent un essor des transactions d'envergure sur les actifs participatifs dans les entreprises. En effet, les fusions, les concentrations d'entreprises ainsi que les absorptions à travers des offres publiques d'achat, de vente et d'échange constituent des évènements de plus en plus fréquents.

Ces opérations qui obéissent traditionnellement à des stratégies industrielles et commerciales, ont été favorisées par la multinationalisation des firmes. Les sociétés à la recherche de délocalisation de leur activité peuvent y accéder en reprenant des sociétés déjà installées dans le pays visé.

Elles se sont multipliées avec la prise de parts importantes dans le capital des sociétés par les organismes de gestion d'actifs. Cette multiplication s'est vue accrue avec les phénomènes d'innovation financière et de globalisation des marchés. Un nombre plus important d'intervenants peuvent désormais accéder à des parts importantes des entreprises grâce à des mécanismes financiers complexes, notamment les opérations à effet de levier, ainsi que l'ouverture des places financières nationales aux intervenants étrangers. Lorsque les sociétés objet de ces transactions sont cotées, le prix auquel est conclue l'opération est souvent différent du prix du marché. Lorsque ces entreprises ne sont pas cotées, les intervenants ne disposent pas de référence pour fixer un prix à leur échange. Dès lors, se pose la question de la détermination d'un prix reflétant la valeur réelle de l'entreprise.

La valorisation des entreprises est une opération extrêmement importante et constitue la variable clé de toute politique financière. L'étude de la valeur d'une entreprise passe par l'identification des éléments susceptibles de l'influencer, et en particulier des sources de création de valeur. Elle est aussi intéressante dans la mesure où elle permet de prendre des décisions stratégiques (maintenir une activité, abandonner, ... etc)

L'évaluation des entreprises est un problème concret qui se pose dans la vie des affaires, et qui intéresse un ensemble de partenaires économiques tels que l'expert-comptable, le commissaire aux apports, l'analyste financier, les intermédiaires en bourse, l'acquéreur et en tout premier lieu le chef d'entreprise.

Il est bien connu que l'introduction en bourse « IPO¹ en anglais » implique des problèmes concernant la découverte des prix. Le marché n'est pas certain de la qualité de la société IPO, tandis que la société émettrice ne connaît pas la demande du marché pour ses actions. Les émetteurs délèguent donc la décision de prix de l'offre à une banque d'affaires qui souscrit l'introduction en bourse (Baron, 1982). Depuis les intermédiaires ont de fortes incitations à construire une réputation comme un expert en évaluation et certifier que le prix de l'offre reflète la valeur fondamentale (Ibbotson et Ritter, 1995).

¹ IPO : Initial Public Offering

La détermination d'une fourchette de valeurs dans laquelle le prix d'une entreprise IPO sera ajusté, nécessite au préalable une démarche d'évaluation cohérente.

A cet effet, les évaluateurs utilisent normalement plusieurs méthodes d'évaluation et combinent les estimations de la valeur des différentes méthodes pour estimer la juste valeur des actions IPO.

L'objectif de notre étude est de démontrer les déterminants du choix des méthodes d'évaluation des entreprises. Afin de démystifier ce domaine relativement nouveau, mais primordial dans la détermination de la valeur d'entreprise lors d'une :

- Transmission d'entreprises
- L'achat ou la vente de l'entreprise
- La fusion/ Acquisition
- L'introduction en bourse, Privatisation
- Croissance externe, Partenariat avec échange d'actions...

Le but étant d'arriver à une fourchette d'évaluation servant de base de négociation du prix, l'évaluateur doit choisir les méthodes appropriées de valorisation tout en s'adaptant au contexte et la réalité de l'entreprise.

Certaines études récentes dont ceux de *Demirakos et al. (2004)* et *Peter Roosenboom (2007)* ont enquêté sur le choix de la méthode d'évaluation par les analystes financiers.

Demirakos et al. (2004) montrent que les analystes britanniques adapter leurs méthodes d'évaluation des circonstances de l'industrie. Cependant, ils ne pas enquêter sur la façon dont les facteurs propres à l'entreprise ont un impact sur le choix de la méthode d'évaluation. En outre, ils anticipent mais ne testent pas que les professionnels peuvent utiliser différents modèles d'évaluation pour ceux qui distribuent des dividendes et ceux qui ne distribuent pas.

Peter Roosenboom (2007) dans son enquête sur les IPOs françaises a expliqué les critères du choix des méthodes de valorisation utilisés par les intermédiaires en bourse ainsi il a montré comment les IB² fixe le prix de l'offre préliminaire sur la base de son estimation de la juste valeur.

Ce document s'intéresse à la pratique de l'évaluation dans un contexte IPO. Il peut donc être prévu que l'utilité d'un modèle d'évaluation donnée varie en fonction de facteurs propres à l'entreprise. Il peut également être le cas que, selon les circonstances globales des marchés boursiers, etc. Nous examinons donc si les facteurs spécifiques à l'entreprise affectent le choix de la méthode d'évaluation.

² Les Intermédiaires en Bourse

Ce travail aura donc pour objectif de répondre à la question axiale suivante : *Quels sont les déterminants du choix des méthodes de valorisation des entreprises lors de leur introduction en bourse ?*

De cette problématique découle un certain nombre de questions essentielles qui sont :

- ✓ *Qu'est ce que la valeur d'entreprise ?*
- ✓ *Quelle démarche adopter pour évaluer l'entreprise ?*
- ✓ *Comment les évaluateurs et les intermédiaires en bourse sélectionnent les méthodes de valorisation des sociétés lors de leur introduction en bourse ?*

Et pour bien mener notre travail, nous avons établis les hypothèses suivantes:

Hypothèse 1 : La valeur est le déterminant essentiel du prix et le réceptacle des négociations.

Hypothèse 2 : L'évaluation de l'entreprise est une étape très importante qui consiste à calculer sa valeur financière en tenant compte d'un diagnostic préalable, des données comptables passées et du potentiel de développement de la société.

Hypothèse 3 : L'utilisation d'un modèle d'évaluation donnée, par les évaluateurs ou les intermédiaires en bourse varie en fonction des facteurs propres à l'entreprise.

Pour mieux cerner les aspects de notre recherche, nous avons opté pour une méthode descriptive et analytique.

La méthode descriptive consiste à l'étude de l'aspect théorique des concepts du thème à partir de la collecte et du traitement des informations fournies par les ouvrages spécialisés et les articles ainsi les cites internet...

La méthode analytique concerne l'aspect pratique de la recherche. On l'a adopté pour analyser le problème du choix des méthodes d'évaluation dans le contexte tunisien.

Afin de répondre aux questionnements de la problématique et tester les différentes hypothèses émises, nous avons jugé utile de structurer notre travail en trois chapitres.

Le premier chapitre traitera le processus global d'une opération d'évaluation dans un contexte d'introduction en bourse .Il tentera de clarifier le mécanisme d'introduction en bourse ainsi les notions de valeurs et de prix, et d'exposer les différents contextes dans lesquels il est envisagé d'effectuer une opération d'évaluation, puis la démarche suivie par les experts dans la préparation de cette opération.

Le second chapitre, quant à lui, sera consacré à l'exposé des différentes techniques et méthodes d'évaluation des entreprises à savoir : les méthodes patrimoniales, les méthodes analogiques et les méthodes dynamiques.

Enfin, le troisième chapitre sera consacré à l'étude empirique. Nous nous intéresserons aux aspects pratiques à travers l'étude des caractéristiques du marché boursier tunisien, en suite nous analysons l'utilisation des méthodes de valorisation par les évaluateurs ou les intermédiaires en bourse, nous distinguons entre quatre méthodes d'évaluation: méthodes des multiples, le modèle d'actualisation des dividendes, la méthode de la création de valeur et la méthode de goodwill. Dans un échantillon de *30 sociétés* tunisiennes introduites sur *la bourse du Tunis* entre *Janvier 2005 – Aout 2015*.

Chapitre 1 :

Cadre conceptuel de valorisation des entreprises lors d'introduction en bourse

Introduction

Nombreuses sont aujourd'hui les circonstances qui conduisent les opérateurs à valoriser une entreprise (introduction en bourse, fusion ou acquisition d'une entreprise, ...). Les occasions ne manquent pas aux spécialistes de déployer leur savoir faire dans cette discipline, dont en premier lieu, il nous appartient de bien préciser le champ d'action.

L'évaluation d'entreprise est une activité complexe qui fait appel à des nombreuses disciplines : la finance bien évidemment, mais aussi la comptabilité, la stratégie d'entreprise, le droit et la fiscalité, cette transversalité de la matière fait tout son intérêt mais également sa difficulté.

Ce chapitre traite de façon théorique le délicat problème de la valorisation d'entreprise dans le cadre d'une introduction en bourse. L'introduction en bourse est un processus qui requiert une longue préparation de la part de l'entreprise. Il s'agit d'une décision qui ne doit nullement être prise à la légère, car cette opération va influencer de plusieurs manières l'entreprise. L'opération d'introduction en bourse se fait soit par la vente d'actions au public (ouverture ou augmentation de capital), soit par l'émission d'obligations au public. Dans ce mémoire, nous nous consacrerons exclusivement à l'introduction en bourse par l'émission d'actions.

Nous allons aborder successivement les mécanismes d'introduction en bourse, notion valeur d'entreprise, ensuite nous passerons aux différents circonstances qui induisent la valorisation d'une entreprise, les acteurs intervenants dans l'opération et enfin nous exposons le déroulé de cette opération.

Section 1 : Mécanisme d'introduction en bourse

1. Généralités sur l'introduction en bourse

L'introduction en bourse apparaît telle une étape ultime dans la vie d'une entreprise³ en quête de stabilité, de solidité, et d'options pour un avenir prospère. Dans ce sens, dirigeants et actionnaires sont solidairement engagés pour gravir l'ascension que symbolise le marché boursier.

La bourse est en fait un milieu d'affaires où la notoriété, acquise ou à acquérir, constitue une valeur à entretenir en permanence et avec constance. Cette attention particulière ne doit pas échapper aux dirigeants de l'entreprise dont l'esprit doit s'en imprégner.

1.1. Définition de la Bourse

Avant d'expliquer le sens et le mécanisme de l'introduction en bourse, il convient tout d'abord de comprendre ce qu'est une bourse de valeur ? Et que représente-t-elle actuellement en milieu économique et financier ?

Selon VERNIMMEN⁴ : « La bourse est un lieu de rencontre entre l'offre et la demande (généralement d'un produit financier). Elle est caractérisée par un système organisé de cotation. Elle permet une finance désintermédiée, c'est-à-dire, les agents à excédent de financement investissent directement dans l'entreprise, sans l'intermédiaire du système bancaire »

La Bourse désigne le marché où sont émises et où sont échangés les titres. Elle constitue un rouage essentiel de toute économie de marché car elle fournit aux entreprises l'accès au capital issu de l'épargne.

De cette définition il ressort qu'au sens économique et financier la bourse est une institution, privée ou publique, qui permet de réaliser des échanges de biens ou d'actifs standardisés et d'en fixer le prix.

Ainsi, on peut conclure que le passage à l'étape de la cotation permet de sortir d'une économie d'endettement, qui est caractérisée par le recours au crédit bancaire sollicité par les entreprises en besoin de financement, pour entrer en économie de marché où l'agent économique, en besoin de capitaux, se verrait en contact direct, à travers la bourse, avec l'investisseur à excédent de financement.

³ S.Allison ;C.Hall ;D. McShea ;K.VanYe,**The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors** , Merrill Corporation ,Copyright Perkins Coie LLP,2008 ,P1

⁴ www.lesechos.fr

Ce système est matérialisé par l'achat et la vente de titres financiers sur la place boursière. Dans ce sens, l'ouverture de capital pour l'entreprise se voit comme une étape ultime. En effet, adhérer à la cote permet à une entreprise de se libérer des endettements à intérêts variables, faramineux parfois vu la volatilité des taux, et ouvrir le champ aux différentes sources de financement et profiter également de la liquidité du marché, si celui-ci avance un taux de liquidité satisfaisant. Dans ce cadre une remarque s'impose à l'adresse du marché boursier Algérien. En effet ce dernier, souffrant d'une capitalisation assez faible et subissant la crainte des agents économiques qui évitent l'engagement en bourse, ceci contraint l'activité boursière et entrave la bonne marche de la Bourse d'Alger.

Retenons aussi que la Bourse est un réel motivateur de l'économie d'un pays. L'épargne des investisseurs motivés, se voit investie en bourse et ainsi générer des profits qui profitent globalement au système financier et par conséquent au système économique dans son ensemble, puisque la bulle économique et la bulle financière sont évidemment interdépendantes.

1.2. Avantages et inconvénients d'une introduction en bourse

D'une manière générale, une entreprise qui s'introduit en bourse vise un objectif bien déterminé. Elle a d'ailleurs bien souvent une idée précise des avantages qu'elle peut en retirer. Toutefois, elle ne doit entamer cette opération qu'après avoir vérifié que l'introduction en bourse représente une réponse adéquate à ses besoins et à sa stratégie. En effet, de nombreuses conséquences positives et négatives découlent de cette opération.

1.2.1. Avantages d'une introduction en bourse :

Une fois l'entreprise cotée, elle disposera d'une multitude d'avantages qui sont :

- *De nouveaux moyens de financement*⁵: grâce à l'introduction, l'entreprise disposera, en plus des produits bancaires, d'autres produits grâce auxquels elle pourra se financer.
- *L'amélioration de la notoriété de l'entreprise*⁶: l'introduction d'une entreprise en bourse a un impact direct sur sa notoriété. En effet, cette dernière ayant réussi à répondre aux conditions d'accès rigoureuses du marché réglementé (Bourse), l'opération d'introduction lui permet de consolider sa crédibilité économique et financière auprès de sa clientèle et de ses partenaires
- *La possibilité de réaliser une plus-value latente* : il s'agit d'un profit potentiel qui n'a pas encore été réalisé. Il se calcule par la différence entre la valeur des actions en portefeuille et leur prix lors de l'achat.

⁵ S.Allison ;C.Hall ;D. McShea ;K. VanYe, **op-cit**, p3

⁶ M.Freres&G.Rivière,**L'introduction en bourse : mode d'emploi** , ED d'Organisation, 2000, p16

- *L'amélioration de la liquidité de l'entreprise* : les actions de la société peuvent être vendues à tout instant sur le marché secondaire.
- *L'encouragement du personnel de la société* : un certain pourcentage des actions émises par la société est réservé aux salariés et ce, à un prix plus attractif que le prix proposé au public.
- *Contribution au financement de la croissance* : quand une entreprise se dirige vers la bourse pour financer un investissement, la réalisation de ce dernier permet la participation à la croissance de l'économie.
- *La bonne gouvernance* : les règles strictes qui régissent le marché financier et la concurrence existante, poussent les entreprises à une meilleure gouvernance, à une meilleure gestion interne et à une transparence accrue de ses comptes.
- *La valorisation continue de l'entreprise* : le cours de l'action évolue sur le marché en reflétant les performances réelles de l'entreprise.

1.2.2. Contraintes d'une introduction en bourse

L'introduction en bourse présente un certain nombre d'obligations et de contraintes que l'entreprise doit prendre en considération :

- *L'entreprise est soumise à la situation du marché* : même si la société connaît une réussite dans ses activités, le prix et la liquidité de ses actions restent affectés par les informations, les rumeurs, et l'humeur du marché.
- *L'obligation de se plier aux différentes règles du marché* : l'entreprise introduite en bourse est soumise à une obligation de transparence périodique de ses comptes. En effet, la société est contrainte de publier quotidiennement ses états financiers⁷.
- *La perte de contrôle et de pouvoir* : cela se fait d'une manière consécutive ; à chaque fois que l'entreprise effectue une émission d'actions, il en résulte une dilution du pouvoir. En effet, les anciens actionnaires se verront dans l'obligation de consulter les nouveaux actionnaires pour des prises de décision lors des assemblées générales ordinaires ou extraordinaires.
- *Les coûts de l'introduction en bourse* : il s'agit notamment des frais de l'intermédiaire, des conseillers, de la société de la bourse et de l'autorité de marché, pour le visa entre autre. Cet inconvénient a plus d'impact sur les petites entreprises car les coûts de cette introduction peuvent dépasser les bénéfices qui en découlent.
- *L'obligation de distribution de dividendes* : lorsqu'une société est cotée en bourse, elle doit verser des dividendes à ses actionnaires. Dans le cas contraire, celle-ci verra la perte de certains actionnaires.

⁷ S.Allison ;C.Hall ;D. McShea ;K. VanYe, op-cit, p4

- *Le suivi administratif de la cotation* : cela prend énormément de temps à l'équipe dirigeante. Notons que dans les pays développés, le suivi doit se faire en permanence car les cours changeant constamment.

1.3. Conditions de l'introduction en bourse

Avant toute émission d'actions sur le marché boursier, l'entité est dans l'obligation de respecter certaines conditions préalablement établies par la COSOB, Outre la transparence et la compétence exigée sur la place boursière, nous allons ainsi dénombrer les conditions d'admission à la cote, s'agissant du marché principal et du marché des PME ⁸;

1.3.1. Marché principal : On appelle marché principal, le marché réservé en exclusivité aux grandes entreprises, dont les conditions d'émission sont les suivantes :

- Une forme juridique de société par actions ;
- Un capital libéré minimum de 500 millions DA ;
- Les trois deniers états financiers certifiés et publiés, sauf dérogation de la commission ;
- Le dernier exercice bénéficiaire, sauf dérogation de la commission ;
- Diffuser aux publique des actions représentant au moins 20% du capital, réparties auprès d'un nombre minimum de 150 actionnaires ;
- Disposer d'une structure d'audit interne.

1.3.2. Marché PME : Il convient de signaler que l'introduction en bourse des PME a été récemment tolérée. Jugées utiles et stimulantes pour l'économie, l'Etat a décidé d'assouplir même les conditions d'accession telles que :

- Une forme juridique de société par action ;
- Les deux derniers états financiers certifiés et publiés ;
- Les conditions de capital minimum et de résultat bénéficiaire ne sont pas exigés pour ce compartiment ;
- Disposer d'une structure d'audit interne ;
- Un capital minimum diffusé de 10% réparti auprès de 50 actionnaires ou trois investisseurs institutionnels au moins ;
- Designner un promoteur en bourse pour 5 ans et signer une convention renouvelable de 2 ans

⁸ www.sgbv.dz

2. Modalités et Procédures d'introduction en bourse

A- Modalités d'introduction

Une introduction n'est pas une simple opération financière, l'entreprise doit choisir la modalité qui convient le mieux à son émission et au contexte économique. Ouvrir l'introduction à tous, ou la limiter aux seuls investisseurs institutionnels (placement garanti). Augmenter le capital ou simplement céder des titres déjà existants. Tout ceci concourt à la complexité de l'opération et à son éventuelle réussite.

La question suppose pour l'entreprise qui souhaite s'introduire en bourse de déterminer, préalablement les modalités (*ouverture de capital* « cession » et ou *augmentation de capital*) et les procédures d'introduction en bourse.

– Ouverture de capital : L'ouverture de capital pour une société, consiste en une pratique visant, une cession de titres existants. Elle intervient lorsque l'entreprise désire un changement de ses actionnaires, soit en totalité, soit en partie.

Dans la plus part des cas, l'ouverture de capital intervient dans le but de la privatisation, le capital social de l'entité s'ouvre ainsi au public étranger à l'entreprise.

– Augmentation de capital : Lors d'une introduction en bourse, les titres mis en vente peuvent être des actions nouvelles, émises par la société désireuse de lever des capitaux. Il s'agit d'une émission primaire.

L'augmentation de capital constitue la deuxième modalité d'introduction. Elle est choisie par l'entreprise principalement lorsque celle-ci, se trouve en pleine expansion.

B- Procédures d'introduction

Dans tous les cas, lors d'une introduction en Bourse, la méthode de détermination du prix et d'allocation des titres varie selon la procédure utilisée⁹. Il existe plusieurs procédures permettant de s'introduire en Bourse. L'entreprise choisit l'une d'elles pour accéder à une première cotation :

- **L'offre à prix ouvert (OPO)**: l'émetteur propose une fourchette de prix aux investisseurs. Les prix proposés par ces derniers doivent appartenir à cette fourchette, bornes incluses. Le prix peut être ajusté en fonction de la demande et le prix définitif n'est fixé qu'après la réception de tous les ordres. Il est important de signaler que cette procédure est la plus utilisée pour les placements auprès des particuliers.

⁹ E.BOUTRON ; J.GAJEWSKI ; C. GRESSE ; F.LABÉGORRE, *Les procédures d'introduction en bourse en Europe : évolution des pratiques et perspectives*, Revue d'économie financière, n°82, 2006, p5.

- **L'offre à prix fixe (OPF):** le prix de l'offre est ferme et définitif. C'est uniquement à ce cours que peuvent avoir lieu les ordres d'achat. La difficulté de cette méthode réside dans la fixation de ce prix.
- **L'offre à prix minimum (OPM):** cette procédure est assimilée à une vente aux enchères classique. Elle stipule le nombre de titres mis en circulation sur le marché ainsi que le prix minimum exigé pour la cession de ces titres. Le souscripteur ne sera alors servi que si son ordre est à un cours supérieur ou égal au cours proposé par la bourse après centralisation des demandes et analyse des tendances du marché. Généralement, le cours d'introduction se situe au-dessus du prix minimal initial de l'offre.
- **La cotation directe (CD):** cette procédure suit le même principe que l'offre à prix minimum. La différence entre ces deux cotations réside dans le fait que la CD fixe en plus la variation maximale par rapport à ce prix minimum, et que la société qui émet ses actions avec cette procédure, les cède à des intermédiaires financiers qui doivent les placer sur le marché.

Il est important de mentionner qu'à l'international, les procédures utilisées sont les quatre citées ci-dessus. Mais pour le cas de l'Algérie, on trouve en plus des offres publiques de vente à prix minimal et à prix fixe, la procédure de cotation ordinaire. Cette dernière permet à une entreprise déjà cotée sur le marché et qui effectue une autre ouverture de capital, de procéder directement à l'inscription du titre à la cote officielle pour y être négociée dans les conditions pratiquées sur le marché.

3. Processus d'introduction en bourse¹⁰:

Compte tenu de la complexité de l'opération d'introduction en bourse, celle-ci doit être réfléchie et préparée avec soin. La durée du processus varie selon le marché et selon ses contraintes.

Les approches du processus d'introduction en bourse peuvent être différentes selon les marchés. Néanmoins, le principe général reste le même.

On peut distinguer trois principales phases :

- La phase préliminaire.
- La phase de l'introduction en bourse.
- La phase de pré-introduction.

¹⁰ www.sgbv.dz

3.1. Phase préliminaire :

Phase essentielle dans le processus d'introduction en bourse, elle consiste en la préparation des bases de l'opération.

Elle se subdivise en plusieurs étapes :

- *Décision de l'opération*: seule l'assemblée générale extraordinaire de l'entreprise peut décider du moment adéquat pour une introduction. Le conseil d'administration ou le directoire peuvent obtenir le pouvoir permettant de rendre cette opération effective.
- *Préparation de la société* : la préparation s'effectue principalement sur le plan juridique. En effet, pour répondre aux exigences d'admission à la cote, une entreprise peut être amenée à procéder à des changements de statuts, de forme juridique et de structure de capital.
- *Évaluation de l'entreprise* : cette étape est indispensable car elle permet la détermination du prix de vente de l'action. L'évaluation de l'entreprise est réalisée par un membre de l'ordre des experts comptables autre que son commissaire au compte, ou tout autre professionnel dont l'évaluation est reconnue par la commission.
- *Le choix de l'intermédiaire introducteur* : le choix de l'intermédiaire introducteur est crucial car son aide et ses conseils restent essentiels à la réussite de l'introduction. Afin de réussir au mieux l'opération de diffusion des titres, l'intermédiaire collaborera avec d'autres banques et institutions financières. Ils composeront ainsi le syndicat de placement.
- *Préparation du projet de notice d'information* : cette notice est rédigée par l'entreprise et permet aux investisseurs de connaître les caractéristiques de la société, les détails concernant ses activités, ses stratégies ainsi que toutes les informations sur les titres émis.
- *Préparation et 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 qui reprend l'ensemble des caractéristiques de l'entreprise ;
 - ✓ Des informations générales sur l'émetteur ;
 - ✓ Des informations sur la capitalisation ;
 - ✓ Des informations économiques et financières ;
 - ✓ Des documents juridiques ;
 - ✓ Un rapport d'évaluation pour l'émission des actions.

- *Le visa de l'autorité de marché* : l'autorité procède à l'étude du dossier et de là, elle peut soit accorder ou refuser le visa.
- *Marketing boursier* : il s'agit d'une politique de communication pour informer les potentiels investisseurs, dans le but de réussir le placement des titres.
- *Vente des titres* : au niveau de cette étape, la répartition des titres commence. Cette vente se déroule à travers le réseau bancaire, durant une certaine période appelée *période de souscription*.
- *Divulgateion des résultats et dénouement* : 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.

Après la divulgation de ces résultats s'entame le dénouement de l'opération.

3.2. Phase d'introduction :

Il s'agit de l'entrée officielle en bourse. C'est à partir de cette phase que débute la cotation des titres. Cette première cotation démontre la valeur de l'entreprise aux yeux des investisseurs.

3.3. Phase de poste introduction :

Elle intervient après la première cotation. Le cours de l'action suit alors l'évolution du marché. Dans ce cadre, l'émetteur doit assurer un suivi pour les investisseurs et les informer de tout changement dans l'entreprise susceptible d'influencer le cours de l'action.

Section 2 : Généralité sur la valorisation d'entreprise

1. La notion de valeur d'entreprise

L'opération d'évaluation a pour objectif la détermination d'une « valeur » de l'entreprise. En pratique, pourquoi les opérations d'évaluation arrivent à des résultats différents ? Pourquoi alors y a-t-il un prix unique auquel sont conclues les transactions ? Dans le but d'explicitier l'objectif d'une mission d'évaluation, nous tenterons au cours de la présente section de répondre à l'ensemble des interrogations.

1.1. Définition de valeur :

Le mot « valeur » possède des sens très variables selon le contexte dans lequel elle est évoquée¹¹. Il en est de même lorsqu'on parle de « valeur d'une entreprise ».

Nous nous efforcerons dans ce qui suit d'apporter les éléments pouvant lever l'ombre sur cette notion complexe.

Comme pour tout autre bien, la valeur de l'entreprise dépend pour chaque personne directement de la satisfaction qu'elle peut lui procurer. En effet, il apparaît que cette notion comporte deux dimensions:

- La dimension subjective : qui regroupe les éléments émotionnels qui valorisent l'entreprise.
- La dimension rationnelle : qui est issue d'un raisonnement tenant compte d'une utilité pratique.

Ainsi, selon le contexte dans lequel on se trouve et la personne qui apprécie, plusieurs définitions peuvent être attribuées au concept de valeur :

- **Valeur comptable** : elle correspond au coût d'acquisition d'un actif. C'est ce que l'on appelle la méthode du coût historique, Cette valeur est critiquable du fait qu'elle ne tient pas compte de l'effet de l'inflation dont découle une valeur marchande souvent supérieure à la valeur comptable¹². On parle actuellement dans le nouveau système de valeur actuelle ou de la juste valeur marchande.
- **La juste valeur marchande (JVM)** : La juste valeur est définie par les normes IAS / IFRS comme étant le montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre des parties bien informées et consentantes dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence normales (IAS 32).
- **Valeur liquidative** : désigne le produit de vente des biens et créances dans un contexte de liquidation progressive de l'entreprise
- **Valeur à la casse** : c'est le prix de vente d'un bien d'équipement qu'il est hors usage¹³.

¹¹ V. Juguet; P. Giraudon ; S. Onnée, **Evaluation d'entreprises**, Darios&Pearson Education, France, 2009, p35.

¹² V. Juguet; P. Giraudon ; S. Onnée, **Idem**, p38

¹³ P. VIZZAVONA, **Evaluation des Entreprises : Cours & Etudes de cas corrigés**, Ed BERTI, Alger, p4.

- **Valeur d'utilité** : valeur actualisée des flux de trésorerie futurs estimés attendus de l'utilisation continue d'un actif et de sa sortie à la fin de sa durée d'utilité.
- **La valeur d'usage** : désigne une valeur subjective et individualiste puisqu'elle mesure la satisfaction personnelle qu'un bien ou un service procure à son usager.
- **Valeur à neuf** : c'est la dépense nécessaire pour remplacer un bien considéré par un bien équivalent neuf.
- **La valeur vénale** : prix de vente attribué à un bien qui se vend dans des conditions normales.

1.2. Valeur et prix :

On fait souvent la confusion entre le prix et la valeur, bien que les deux notions soient complètement différentes, mais dépendants l'un de l'autre. Nous allons essayer de détailler ces deux notions afin de mieux les cerner.

«Par valeur, nous entendons cette qualité conventionnelle de l'objet (entreprise) qui lui est attribué à la suite de calculs ou d'une expertise....la valeur n'est pas un fait, mais une opinion »¹⁴

Nous avons vu dans le point précédent que la valeur est une notion qui revêt une dimension subjective. Il peut y avoir autant de valeurs que d'évaluateurs. En revanche, le prix est un fait tangible, une réalité objective. Sur un marché imparfait, économiquement parlant, ne coïncidera pas forcément à la valeur (souvent raisonnable) ressortant de l'évaluation, ce que soutient Jean-Baptiste Tournier : «on peut évaluer une entreprise, mais beaucoup moins prévoir son prix de vente ».

Le prix est un consensus résultant de la confrontation des parties de la transaction¹⁵. Il est donc unique et le même pour toutes les parties de la transaction. Il dépend en effet, de l'ensemble des considérations avancées par l'acheteur et le vendeur lors des négociations.

2. Contexte et destinataires d'évaluation d'entreprise

2.1. Contexte d'évaluation d'entreprise

Il y a plusieurs cas où il est nécessaire de procéder à une évaluation d'entreprise. Chaque cas ou contexte impose des points de vue sur les méthodes à utiliser qui sont parfois différents. On peut citer les contextes suivants :

¹⁴ J.Brillman&C.Maire ; **Manuel d'évaluation des entreprises**, les ED d'organisation, 1998.P19

¹⁵ A.THAVRON. **Evaluation d'entreprise**, Ed ECONOMICA, 2^{ème} édition, Paris, 2007. P 11

2.1.1 Evaluation pour un besoin interne :

L'évaluation régulière et continue de l'entreprise est indispensable. En effet, elle permet, d'une part, à ses dirigeants de vérifier la réalisation des objectifs de leur gestion et de se prémunir contre les éventuels risques futurs, et d'autre part, de répondre à la question que se posent les actionnaires sur la valeur de leur investissement (actions).

2.1.2 L'ouverture du capital :

Lors de l'augmentation du capital de l'entreprise ou de son introduction en bourse, l'évaluation de celle-ci est primordiale afin de déterminer la valeur de ses nouvelles actions ou parts.

2.1.3 Les opérations de croissance externes:

✓ *La fusion :*

L'opération de fusion nécessite au départ l'évaluation des deux sociétés ou la société nouvellement créée afin de pouvoir déterminer les parités d'échange.

✓ *Le partenariat :*

Le partenariat est l'union des efforts de deux ou plusieurs entreprises afin de défendre leurs intérêts communs. Lors de la négociation des accords de partenariat ; la prise en compte du prix, nécessite une opération d'évaluation.

2.1.4 Les transmissions :

✓ *La succession :*

C'est une transmission qui survient après le décès d'un propriétaire. Elle nécessite une évaluation de l'entreprise pour calculer les droits de succession.

✓ *Les cessions-acquisitions¹⁶ :*

Les opérations de cession des entreprises sur le marché constituent l'un des modes les plus fréquents de transmission. La cession peut être partielle ou totale.

2.1.5 L'évaluation fiscale :

L'administration fiscale est amenée parfois à effectuer des opérations d'évaluation des entreprises afin de déterminer l'assiette sur laquelle seront calculées certaines redevances.

¹⁶ V.Juguet; P.Giraudon ; S.Onnée,Op-cit, p 49

2.2. Destinataires d'évaluation d'entreprise

L'évaluation est une tentative de mesurer avec des méthodes spéciales une valeur constituée d'éléments subjectifs et objectifs, elle peut s'adresser cependant, selon les circonstances à différents acteurs et partenaires de l'entreprise :

- Le dirigeant de l'entreprise : pour l'aider à prendre certaines décisions notamment le rachat d'une entreprise ou juste dans le but d'apprécier la qualité de gestion de son entreprise afin d'améliorer sa performance.
- L'Etat : qui désire privatiser une entreprise publique ou calculer l'assiette d'impôt.
- Le banquier¹⁷ : l'évaluation permet au banquier de mieux apprécier le risque encouru sur les financements qu'il accorde à l'entreprise et de déterminer la marge de rémunération y afférente.
- Les héritiers : dans le cas d'une donation ou d'une succession.
- Le personnel : en cas d'une reprise de l'entreprise par les salariés.
- Les investisseurs : qui veulent faire partie de l'entreprise, notamment les sociétés de capital-investissement.
- Les actionnaires : afin de mieux apprécier le rendement et les risques de leur investissement (leurs apports).
- Le notaire¹⁸ : pour la rédaction des actes de donation et de partage.

Chaque destinataire de l'évaluation aura des choix différents quant aux techniques d'évaluation de l'entreprise, quant aux résultats escomptés, et quant à l'interprétation de ces résultats.

3. Paramètres d'évaluation

Dans le déroulement d'une opération d'évaluation d'entreprise, plusieurs paramètres relatifs aux méthodes d'évaluation apparaissent (les méthodes d'évaluation seront développées dans le deuxième chapitre). Parmi ces paramètres, on citera :

- L'horizon temporel retenu pour les calculs prévisionnels ;
- Le taux d'actualisation ;
- Taux de croissances ;

3.1. L'horizon temporel :

Certains calculs d'évaluation sont basés sur des données prévisionnelles établies sur un nombre d'années, généralement quatre (04) à cinq (05) années. Au-delà, les prévisions n'auront pas grand sens. Cependant, l'acquéreur n'achète pas l'entreprise pour seulement quatre (04) ou cinq (05) années. Son objectif est de bénéficier des résultats de cette entreprise durant de nombreuses années. C'est à cet effet qu'on extrapole les flux obtenus pour une

¹⁷ M.Coulardeau;P.Leprado, **Reprise d'entreprise**, Darios&Pearson Education, France, 2009, p64.

¹⁸ V.Juguet; P.Giraudon ; S.Onnée,Op-cit, p 61.

période plus longue. L'étendue de ces périodes longues sera fonction de la nature des biens et de l'entreprise considérés et de leur durée de vie probable.

3.2.Taux d'actualisation :

Le taux d'actualisation consiste à convertir une somme future en une donnée actuelle.

Le taux d'actualisation représente le cout d'opportunité supporté par un agent pour avoir placé ses fonds dans un investissement¹⁹. Il faut donc s'interroger sur la qualité de ces agents parce que le taux devra être cohérent avec le type de flux à actualiser, flux revenant aux (actionnaires (k_e), créanciers financiers (k_d), ou les deux(CMPC)) car il représente la rentabilité espéré par ceux qui vont percevoir ce flux.

3.2.1. Le Cout du capital

Les premiers travaux remontent en effet aux années 60 avec les célèbres articles de Modigliani&Miller. Il représente le taux de rendement qu'exigent les apporteurs de fonds pour accepter à investir dans une entreprise et renoncer à investir dans d'autres.

On l'obtient par l'équation suivante²⁰ :

$$K = k_d (1-t) \frac{D}{D+E} + k_e \frac{E}{D+E}$$

k_e : Cout du fonds propres

k_d : taux d'intérêt auquel la société peut s'endetter

E : valeur des fonds propres

D : valeur de la dette financière

t : Le taux d'impôt des sociétés

3.2.2. Cout des fonds propres

Il s'agit d'un cout d'opportunité exigée par les actionnaires, ce cout n'est pas observable sur le marché comme le taux d'intérêt.

Plusieurs modèles ont été développés dans la théorie financière permettent d'estimer le taux de rentabilité que les actionnaires attendent sur leur investissement. Dont le plus utilisé est incontestablement le MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers).

¹⁹ Arnaud THAUVRON ,Op-cit, 2007, P :60

²⁰ A.Glliz,cours de politique financière d'entreprise, ESC 2010

❖ Le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers

Le cout des fonds propres qui correspond au taux de rentabilité exigé par les actionnaires, compte tenu du risque qu'ils supportent, est calculé selon le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) (en anglais, *capital asset pricing model – CAPM*) comme suit ²¹:

$$k_e = R_o + \beta (R_m - R_o)$$

Où

k_e : cout des capitaux propres (rendement exigé par les actionnaires)

R_o : taux de rendement sans risque

R_m : taux de rendement moyen du marché

β : mesure la sensibilité du rendement du titre par rapport aux fluctuations du rendement du marché

$(R_m - R_o)$: prime de risque de marché financier

➤ Taux de rentabilité sans risque

Un actif est considéré comme étant sans risque dès lors que les revenus qu'il doit procurer sont certains dans leur date de réalisation. Ce niveau de certitude n'existe que pour les emprunts d'Etat des grands pays industrialisés ou la probabilité de faillite de l'Etat est nulle.

➤ La prime de risque du marché

La prime de risque de marché représente la rentabilité supplémentaire qui est attendu par les agents pour investir sur le marché, par rapport à un placement dans des titres d'Etat.

➤ Le coefficient β

Le Bêta mesure la sensibilité de la rentabilité des fonds propres de l'entreprise aux variations de la rentabilité de l'ensemble du marché financier. Il se calcule comme suit :

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

3.3.3. Cout de la dette

Le taux d'intérêt est exprimé en pourcentage du capital perçu pour son utilisation pour une période déterminée.

Pour un prêteur, la rentabilité d'un prêt est égale au taux d'intérêt k_d appliqué à celui-ci et pour une entreprise emprunteuse et si celle-ci est bénéficiaire, les charges financières sont fiscalement déductibles et le cout réel de la dette financière est alors ²² : $k_d (1-t)$

²¹ A.Glliz, **Op-cit**, 2010

²² P.LA CHAPPELLE, **L'évaluation des entreprises**, ECONOMICA, Paris, 2002, p41

3.3. Le taux de croissance de l'activité :

Le volume d'activité d'une firme qu'on notera plus tard g varie avec le temps. L'évaluation pour sa part tient compte de ce volume et de ses évolutions dans les calculs prévisionnels. Ce volume est fonction de :

- L'environnement économique général ;
- Du métier de l'entreprise ;
- De l'entreprise elle-même²³.

Lorsqu'il s'agit d'une croissance, une évolution à deux chiffres c'est-à-dire à 10% et plus n'est pas possible de manière continue. En effet, comme tout autre produit, l'entreprise se caractérise par un cycle de vie allant du démarrage jusqu'au déclin.

²³ CA. DUPLAT, **Évaluez votre entreprise**, Ed VUIBERT, 2007, p50.

Section 3 : Le processus d'évaluation

Évaluer une entreprise ou arriver à lui attribuer une valeur nécessite un processus scindé en trois phases à savoir :

- ✓ La phase de *diagnostic* pour l'entité objet d'évaluation : il sert à détecter les forces et les faiblesses, les opportunités et les menaces de l'entreprise ;
- ✓ La phase de *business plan* : son élaboration se basera sur les résultats de diagnostic global, Il traduira en chiffre la situation future de l'entreprise sur un environnement de 04 à 05 ans ;
- ✓ La phase d'*évaluation* proprement dite : cette phase se termine par l'élaboration d'une fourchette de valeur pour l'entité objet d'évaluation. Mais avant de le faire l'évaluateur doit choisir les méthodes d'évaluation à retenir de celles à écarter en justifiant ses choix.

Nous essayerons à travers cette partie de cerner le déroulement ainsi que les objectifs de chacune de ces étapes justifiant de ce fait la démarche de l'évaluateur.

3.1. Le diagnostic de l'entreprise :

Le diagnostic de l'entreprise est une étape nécessaire préalable à l'évaluation où l'évaluateur devra se forger une opinion claire de ce qu'est l'entreprise afin de déceler ses points faibles (faiblesse et menaces) et les points forts (forces et opportunités) de l'entreprise pour corriger les premiers et exploiter au mieux les seconds. A cet effet l'évaluateur procédera à les diagnostics suivant :

1. Le diagnostic fonctionnel :

Ce diagnostic a pour but d'analyser chaque fonction dans l'entreprise et de faire ressortir ses forces et ses faiblesses : quels sont ses actifs productifs ? Que vend-elle réellement ? Quel est le réel savoir faire de l'entreprise ? Afin de maîtriser le processus de production et de bien connaître l'activité de l'entreprise.

1.1.Le diagnostic technique :

L'analyse technique a pour objectif d'évaluer l'outil de production. Cette évaluation permettra de définir les actions à mettre en œuvre pour améliorer sa compétitivité compte tenu du potentiel industriel relevé après examen de :

- L'analyse du volume de production, cout de revient et niveau de qualité ;
- L'état du marché du matériel (qualités et prix du matériel, évolution des procédés) ;
- Adaptation ou obsolescence des matériels ;

- L'étude des politiques et stratégies industrielles en matière de recherche et développement (technologie de substitution, sous-traitance et innovation) ;
- L'adaptabilité de la technologie et du processus industriel aux produits fabriqués.

1.2.Le diagnostic des approvisionnements :

Il concerne l'étude de la politique d'approvisionnement en examinant les méthodes de gestion des stocks, de planification et budgétisation des approvisionnements. La performance de la fonction approvisionnement est jugée par les indicateurs suivants :

- Le coût des consommations ;
- Le niveau des stocks ;
- Les délais de rotation ;
- Les coûts et frais de la fonction.

1.3.Le diagnostic commercial :

Il a comme mission d'identifier les attentes des consommateurs, analyser l'offre des concurrents, élaborer et mettre en œuvre un plan marketing dont l'objectif est d'améliorer la position concurrentielle et développer les ventes d'entreprises²⁴. Pour cela ce diagnostic comprend deux volets, à savoir, interne et externe.

La mission interne suit la démarche suivante :

- L'analyse des résultats réalisés grâce à un certain nombre d'indicateurs : le chiffre d'affaires, la répartition des ventes, les parts de marché et la position concurrentielle, les marges par produit et par marché, les coûts et les frais de la fonction commerciale etc.
- Vérifier que les leviers d'action et de marketing sont utilisés de manière cohérente entre les choix stratégiques de l'entreprise en termes de segmentation de marché, de la clientèle visée et du volume de chiffres d'affaires réalisés.
- L'audit des méthodes de gestion commerciale (systèmes d'information, les bases statistiques, les techniques de contrôle de gestion...)

Sur le plan externe le diagnostic portera sur l'environnement de l'entreprise et donc :

L'état du marché (croissance, maturité, déclin), (protégé ou concurrentiel) (les besoins des consommateurs)... ainsi que la concurrence existante (identification des concurrents potentiels, leurs parts de marché, localisations, forces et faiblesses... et enfin la notoriété dont jouit l'entreprise.

²⁴ LASARY, **Diagnostic et redressement d'entreprise**, Collection les indispensables, EL DAR EL OTHMANIA Edition Distribution, 2007, p50.

1.4. Le diagnostic juridique et fiscal :

Il consiste en la prise de connaissance par l'évaluateur de l'ensemble des aspects liés :

- A sa forme juridique de l'entreprise (SARL, SPA, EURL,...etc.), la responsabilité des propriétaires et leurs pouvoirs de décision ;
- Aux différents contrats qui lient l'entreprise à ses salariés, à ses actionnaires, aux tiers (clients, fournisseurs,..) pour mesurer les rapports de force existants entre celle-ci et ses partenaires ;
- La situation fiscale de l'entreprise (avantages fiscaux, impôts latents,...).

1.5. Le diagnostic d'organisation et des ressources humaines:

Le terme organisation caractérise l'architecture à partir de laquelle l'entreprise décide, agit et désormais, gouverne. La hiérarchie quant à elle, représente le système formel de délégation de l'autorité au sein de cette organisation.²⁵

Le diagnostic social permet d'examiner la performance sociale et d'évaluer le potentiel humain de l'entreprise et ses perspectives d'évolution.

Par conséquent, son diagnostic est primordial dans une opération d'évaluation. Il consiste tout d'abord :

- Connaître la répartition des effectifs par catégorie sociale (cadre, maîtrise, exécutant/permanent ou temporaire) ;
- Analyser leur répartition (ancienneté, par niveau de formation...);
- Analyser le climat social (la pyramide des âges, le taux d'absentéisme, la fréquence des grèves, les conflits sociaux) ;
- L'étude des politiques menées concernant le personnel : Recrutement, amélioration des conditions de travail, rémunération, formation, promotion et politique des relations avec le personnel ;
- L'étude de l'évolution et la structure des effectifs et de leur niveau de qualification ;
- L'étude des méthodes de gestion du personnel.

2. Le diagnostic financier :

Le diagnostic financier bénéficie d'un statut privilégié au sein du diagnostic global de l'entreprise. Ce diagnostic consiste à porter un jugement sur la santé financière de l'entreprise. Il permet de se prononcer sur l'exploitation et les résultats, sur les équilibres financiers ainsi que sur la solvabilité et la rentabilité de l'entreprise.

²⁵ R.DURAND, *Guide du management stratégique*, Ed Dunod, Paris, 2003, p91

2.1. L'équilibre financier :

Afin d'apprécier les grands équilibres financiers et leur évolution. L'évaluateur effectue l'analyse des trois grands indicateurs suivants :

2.1.1. Le Fonds de Roulement (FR) :

Le fonds de roulement peut être calculé par deux méthodes distinctes :

- Par le haut du bilan : Ceci représente l'excédent des capitaux permanents restant à la disposition de l'entreprise après avoir financé tous les actifs immobilisés (Immobilisations Nettes).

$$\text{FR} = \text{Capitaux permanents} - \text{actif immobilisé à plus d'un an}$$

- Par le bas du bilan : Ceci, met l'accent sur la finalité du fonds de roulement qui est le financement du cycle d'exploitation.

$$\text{FR} = \text{actif circulant} - \text{passif circulant}$$

Le fonds de roulement devrait être positif et suffisamment élevé pour assurer l'indépendance et la solvabilité de l'entreprise.

2.1.2. Le besoin en fonds de roulement (BFR) :

Traduit un besoin dégagé par l'activité courante de l'entreprise qui n'est pas financé par des ressources d'exploitation. Il se calcule comme suit :

$$\text{BFR} = \text{stocks} + \text{créances} - \text{Dettes à court terme (hors concours bancaires)}$$

Le BFR résulte donc des décalages temporels entre décaissements et encaissements des flux liés à l'activité d'exploitation de l'entreprise. Il a la particularité d'être à la fois permanent et liquide, d'où le rationnaliser est souvent le moyen de rétablir l'équilibre financier.

2.1.3. La trésorerie nette :

Elle représente la liquidité résultante de l'équilibre entre fonds de roulement net et besoins en fonds de roulement que génère l'activité.

$$\text{La Trésorerie} = \text{FR} - \text{BFR}$$

$$\text{La Trésorerie} = \text{disponibilités} - \text{concours bancaires}$$

L'évaluateur apprécie l'évolution de la trésorerie nette dans le temps afin de se renseigner sur la solvabilité de l'entreprise.

2.2. La performance de l'entreprise :

La performance de l'entreprise est étudiée grâce au compte de résultat, aux ratios de résultat et à la capacité d'autofinancement.

2.2.1 La marge commerciale :

La marge commerciale est un indicateur très important pour les entreprises commerciales. Elle donne une information sur le profit brut procuré à l'entreprise par ses seules activités commerciales.

Cet indicateur permet de suivre l'évolution de la politique commerciale dans l'entreprise. L'évaluateur doit indiquer le niveau de la marge commerciale et son taux de variation et le comparer avec la moyenne sectorielle.

2.2.2 La valeur ajoutée :

La valeur ajoutée produite exprime la capacité de l'entreprise à créer des richesses dans ses activités économiques. Cette création de richesse découle de la mise en œuvre par l'entreprise de facteur de production (capital, main-d'œuvre, savoir-faire...)

L'évaluateur doit indiquer son montant, son taux de variation et comparer la variation avec la moyenne sectorielle.

2.2.3 L'excédent brut d'exploitation (EBE) :

L'EBE mesure le résultat économique de l'entreprise engendré par les seules opérations d'exploitation, indépendamment des politiques d'investissement, de financement et d'amortissement. C'est l'indicateur le plus pertinent en matière de performance économique de l'entreprise.

L'évaluateur doit indiquer son montant, son taux de variation depuis l'année dernière en valeur et en %.

2.2.4 Le résultat d'exploitation (RE) :

Le RE mesure aussi la performance économique de l'entreprise. Il exprime le résultat de l'activité courante, habituelle de l'entreprise. Il n'est pas influencé par la politique financière et les opérations exceptionnelles de l'entreprise.

L'évaluateur doit identifier son niveau, et voir la variation d'une année sur l'autre en valeur et en %. Il procède aussi au calcul de la part du résultat de l'exploitation dans le résultat de l'exercice voir sa variation et la comparer à la moyenne sectorielle.

2.2.5 Le résultat courant avant impôt :

Ce résultat mesure la rentabilité normale de l'entreprise sans prise en compte des événements exceptionnels et de l'incidence fiscale. Il intègre, par contre, les opérations financières de l'entreprise et donc sa politique de financement. L'évaluateur doit identifier son niveau d'évolution d'une année à l'autre.

2.2.6 Le résultat brut de l'exercice :

Le résultat brut de l'exercice englobe toutes les opérations concernant l'exercice. Il intègre le résultat exceptionnel ou hors exploitation. L'évaluateur doit indiquer son montant, et voir la variation d'une année sur l'autre en valeur et en %.

2.2.7 Le résultat net de l'exercice :

Le résultat net de l'exercice correspond au dernier solde comptable. Il s'obtient en soustrayant du résultat brut de l'exercice la participation des salariés et l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS). L'évaluateur doit indiquer son montant, son taux de variation depuis l'année dernière en valeur et en %.

2.2.8 La capacité d'autofinancement (CAF):

Appelée aussi marge brute d'exploitation, la CAF constitue une ressource de financement interne générée par l'activité de l'entreprise. Elle résulte des performances économiques de l'entreprise mais aussi des politiques utilisées. L'évaluateur doit indiquer son montant, son taux de variation en valeur et en % et la comparer à la moyenne sectorielle.

2.3. La rentabilité de l'entreprise :

L'évaluateur devra étudier la rentabilité du point de vue des propriétaires de l'entreprise (rentabilité financière) et du point de vue des dirigeants (rentabilité économique)

✓ Rentabilité économique :

La rentabilité économique mesure la capacité de l'entreprise à dégager un résultat (profit économique) en utilisant l'ensemble de ses moyens (actif économique). Le ratio de rentabilité économique se mesure comme suit :

Ration de rentabilité économique = Résultat d'exploitation après IS / Actif économique.

✓ **Rentabilité financière :**

La rentabilité financière vise à apprécier le rendement des capitaux apportés que l'entreprise doit offrir à ses actionnaires. Il convient donc d'évaluer cette rentabilité à travers le ratio suivant :

$$\text{Ratio de rentabilité financière} = \text{Résultat Net} / \text{Capitaux propres.}$$

L'évaluateur procède à l'étude de ces ratios afin de porter un jugement sur la situation de l'entreprise. Aussi, il compare les ratios des entreprises appartenant à la même branche d'activité, ou à la moyenne du secteur, de manière à situer l'entreprise par rapport à des valeurs de référence des autres entreprises concurrentes. Il devra également les considérer sur plusieurs exercices afin d'apprécier leur évolution.

Après avoir achevé les diagnostics fonctionnel et financier, l'évaluateur procédera au diagnostic stratégique.

3. Le diagnostic stratégique :

Le diagnostic stratégique permet de décrire surtout ; le positionnement de l'entreprise dans son environnement ; on secteur d'activité ; l'efficacité et l'efficience de sa stratégie de développement mise en œuvre et sa capacité à soutenir la concurrence et à atteindre ses perspectives futures.

La finalité d'un diagnostic stratégique est d'aboutir à un plan d'action stratégique définissant ainsi les choix fondamentaux de l'entreprise²⁶ à moyen et long terme (objectifs, marchés, moyens et ressources à mettre en œuvre).

Pour de ressortir les opportunités et les menaces éventuelles qui peuvent se présenter à l'entreprise, il est nécessaire de mener une réflexion approfondie sur :

- Découper le marché en plusieurs niveaux homogènes (segmentation stratégique) ;
- Connaitre la position de chaque segment par rapport à la concurrence.
- Comprendre les règles du jeu dans les différents segments, c'est-à-dire les facteurs de succès et stratégie des concurrents ;
- Mesurer les attraits et les menaces de chacun de ces segments ;
- Déterminer avec précision les forces et faiblesses relatives à l'entreprise dans les différents segments ;
- Identifier le niveau de risque que présente l'entreprise par rapport aux autres entreprises du secteur (faible, similaire, élevé) ;

²⁶A .CHOINEL, **Introduction à L'INGENIERIE FINANCIERE : Evaluation, boîte à outils, montages financiers, communication financière et déontologie**, Ed REVUE BANQUE, 2002. P 59

- Porter un jugement sur la stratégie de développement de l'entreprise (pourrait-elle assurer sa pérennité et sa continuité);
- Connaitre la situation des projets en cours et/ou envisagés.

Ces trois diagnostics (fonctionnel, financier et stratégique) devraient permettre de se prononcer sur l'activité future de l'entreprise qui sera synthétisée dans son plan d'affaires ou « business plan ».

3.2. Le business plan

1. Définition :

« Document détaillant le projet, la stratégie et les perspectives financières de l'entreprise. Ce document constitue la pièce maîtresse lors des négociations avec les investisseurs potentiels, puisque c'est essentiellement sur la base de celui-ci que ces derniers prendront ou non la décision d'investir. »²⁷

Le business plan est un outil de prévision fixer sur un horizon de 3 à 5 ans permet de former une idée sur la situation à terme de l'entreprise compte tenu des stratégies adoptées et des moyens mis en œuvre. Il se traduit sous forme de bilans prévisionnels, de comptes de résultats prévisionnels, et tableaux de financement prévisionnels.

2. Objectifs :

Les objectifs du business plan sont de trois ordres principaux et présentent un degré d'interdépendance, à savoir :

- Permettre à l'entrepreneur de réfléchir à l'avenir de sa société en considération d'une concurrence toujours plus âpre et de besoins de la clientèle en évolution constante et d'adopter, puis de formaliser, une stratégie gagnante ;
- Permettre le pilotage de l'entreprise en accord avec la stratégie et d'adopter, à temps, des mesures correctrices ;
- Permettre d'informer les tiers intéressés, soit les futurs partenaires, sur l'avenir projeté de la société, eu égard à des hypothèses vraisemblables d'évolution de l'environnement externe.

²⁷ M.SION, **Réussir son business plan : Méthodes, outils et astuces**, Ed DUNOD, 2^{ème} édition, Paris, 2010, P 7

3. Utilité du Business Plan:

Le Business Plan est indispensable à l'entreprise, il trouve son utilité dans l'étude d'évaluation mais doit être également par la même occasion :

- ✓ *Un moyen de communication* : sensibiliser l'ensemble des structures sur les insuffisances existantes ;
- ✓ *Un outil de gestion et d'aide à la décision* : clarifier les données sur le système d'information et les lacunes qui s'y attachent : contrôle interne, moyens de communication, fluidité de l'information,...
- ✓ *Un instrument d'étude de faisabilité* : permettre d'apprécier l'ensemble des faiblesses et insuffisances afin de programmer les actions et les moyens à déployer pour y remédier ;
- ✓ *Un outil de négociation* : faciliter la communication inter-structures afin de clarifier les responsabilités précises de chacun dans l'édifice général d'organisation et de gestion de l'entreprise.

4. Destinataires d'un business plan : Les destinataires sont principalement:

- L'entreprise elle-même, à des fins d'information, de gestion et de contrôles à posteriori ;
- Les investisseurs potentiels, intéressés à la croissance de l'entreprise et décidés à devenir partenaires économiques ;
- Les organismes financiers, sollicités pour procurer un financement additionnel, nécessaire au développement et à la croissance de l'entreprise

Et de façon générale, il est destiné à toute personne intéressée par la croissance et la pérennité de l'entreprise.

5. Démarche et contenu du business plan :

L'élaboration d'un *business plan* est organisée de façon à bien montrer les enjeux, les contraintes, les objectifs clés, les moyens de réussir et les performances attendues. On peut synthétiser cela dans les points suivants :

5.1.Synthèse du diagnostic :

Un rappel des résultats du diagnostic de l'entreprise et ses principales conclusions s'avère nécessaire mais de manière un peu détaillée en rappelant les forces et les faiblesses, les opportunités et menaces, le marché, la clientèle, le produit, la maîtrise des prix, la présentation de l'équipe dirigeante... pour mettre en relief, par la suite, la stratégie adoptée par l'entreprise.

5.2.Objectifs et programme d'actions :

Il convient d'indiquer tout d'abord les objectifs globaux (partenariat par exemple) ainsi que les objectifs micros qui sont la rentabilité, la compétitivité, la viabilité, la pérennité et la faisabilité du projet.

Ensuite, il s'agit de mettre en exergue la stratégie que l'entreprise compte mener dans le futur et les raisons de cette option stratégique.

Pour ce qui est du plan d'actions, il y a lieu de lister et de classer les actions internes et externes à mettre en place.

- Internes : l'investissement et le renouvellement, la modernisation des équipements, l'amélioration de la qualité...
- Externes telles que la prospection des sources de financement, le partenariat financier, le rachat d'une marque ou d'un brevet.....Enfin, une évaluation des coûts des actions planifiées sur la durée d'investissement est nécessaire.

5.3.L'élaboration et la description des scénarios :

On établit habituellement trois scénarios pour le futur de l'entreprise à savoir²⁸:

- ✓ Scenario statu quo : maintien des conditions actuelles d'exploitation (Investissement juste pour maintenir l'investissement net au même niveau) ;
- ✓ Scenario médian : sans mobilisation importante de moyens ;
- ✓ Scenario optimiste : mise en œuvre du programme d'action envisagé interne et externe.

Ces scénarios doivent être explicités afin d'appréhender leurs enjeux et de permettre à l'évaluateur d'en choisir un pour la dernière étape du processus.

5.4.Un résumé des prévisions financières :

Le business plan doit contenir un résumé des projections financières contenant :

- ✓ Le bilan à l'issue du plan ;
- ✓ L'exploitation et les résultats des différentes années ;
- ✓ Les besoins annuels de financement.

5.5. Annexes :

Les annexes feront l'objet d'un fascicule distinct du business plan, et ce, par mesure de confidentialité, mais c'est également en raison de l'aspect très détaillé de cette information supplémentaire. On citera :

²⁸ M.SION, Op-cit, P21

- Données sur l'analyse du produit-marché ;
- L'évolution des effectifs ;
- Bilans prévisionnels annuels ;
- Tableaux de financement prévisionnels annuels ;
- Comptes de résultats prévisionnels annuels ;
- Contrats significatifs ;
- Les ratios de rentabilités : (ratio de productivité, ratio de structure financière, ratio de rendement).

3.3. L'évaluation

Dans cette phase l'évaluateur procède à une combinaison des méthodes d'évaluation retenues en argumentant ses choix et en expliquant les motifs de rejet des autres méthodes écartées. La combinaison des méthodes retenues fait ressortir une fourchette ou un intervalle de valeurs dans le quel sera négocié puis fixé le prix de cession de l'entreprise.

Conclusion

A travers ce chapitre, nous avons expliqué l'opération d'introduction en bourse qui constitue une étape majeure dans la vie d'une entreprise .elle se doit bien préparée et opportunément décidée, puisque celle-ci ouvre un accès à des considérables capitaux disponibles sur le marché et acquiert une grande notoriété, transparence, etc.

Ensuite, nous avons tenté d'éclaircir les ambiguïtés au tour de la notion de valeur d'entreprise en la distinguant de celle du prix. Il convient de confronter cette évaluation à la réalité du marché pour ainsi passer « de la valeur au prix ». Puis nous nous sommes intéressés au contexte dans lequel se déroulera l'opération d'évaluation qui ne peut s'opérer indépendamment du cadre général qui la régit. Ce cadre général amènera l'évaluateur à adopter une démarche cohérente et qui affectera ainsi les résultats de l'opération d'évaluation.

Enfin, l'évaluateur devra procéder aux différents diagnostics de l'entreprise, selon lesquels, il analysera ses différentes fonctions, sa situation financière et sa stratégie de développement.

Ce processus de préparation de l'évaluation, considéré comme indispensable, permet à l'évaluateur l'application des différentes méthodes d'évaluation qui feront l'objet du chapitre suivant.

Chapitre 2 :
Les méthodes d'évaluation
des entreprises

Introduction

L'évaluation des entreprises présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier, de ce fait la valeur de l'entreprise peut être dégagée selon différentes méthodes basées aussi bien sur le passé faisant essentiellement références aux données comptables ainsi que sur des approches axées sur l'avenir de l'entreprise.

Il ressort toutefois que l'opération de valorisation d'entreprises se heurte à certaines difficultés résidant moins dans l'application de la méthode mais dans le choix de celle-ci dans la mesure où chaque méthode est adaptée à un certain profil d'entreprises (secteur, taille....)

Afin de présenter les fondements théoriques de cette discipline, ce chapitre se propose d'analyser l'évaluation des entreprises à travers trois approches

- ✓ Les méthodes patrimoniales
- ✓ Les méthodes analogiques
- ✓ Les méthodes dynamiques

Tout en explicitant les techniques utilisées. Ces présentations seront, pour plus de détails, accompagnées des critiques apportées à chaque approche.

Section 1 : Les Méthodes Patrimoniales

1. Principe de la méthode

La méthode patrimoniale est simple dans son principe, la valeur de l'entreprise correspond à la valeur de son patrimoine est donc de la somme de ses éléments d'actifs inscrit au bilan.

Il s'agit d'une méthode se fonde sur une vision statique de l'entreprise et non provisionnelle, à un instant donné.

Parmi les méthodes patrimoniales les plus connus et les plus anciennes :

- L'actif net comptable (ANC)
- La méthode de l'actif net corrigé (ANCC)
- La méthode de goodwill

2. Actif net comptable (ANC)

Il correspond à la valeur de l'entreprise sur la base de sa situation nette comptable. Cette évaluation, purement statique, est adaptée à l'étude des entreprises à maturité.

La valeur de l'entreprise sera alors égale :

- a) Soit à ses actifs réels auxquels on soustrait ses dettes et ses provisions. Il s'agit d'un mode de calcul basé sur le bas du bilan ;

$$\text{ANC} = \text{actifs réels (hors actifs fictifs)} - \text{dettes} - \text{provisions}$$

Les actifs réels sont les :

- ✓ Immobilisations
- ✓ Stocks
- ✓ Créances clients
- ✓ Trésorerie

- b) Soit à ses capitaux propres auxquels on soustrait les actifs fictifs. Il s'agit dans ce cas d'un calcul basé sur le haut du bilan.

$$\text{ANC} = \text{capitaux propres} - \text{actifs fictifs}$$

Les actifs fictifs, appelés également *actifs non valeurs*, ne disposent pas de valeur vénale et donc, ne peuvent pas être vendus. Il s'agit notamment de :

- ✓ « Frais d'établissement » (charges activées en vue de leur étalement).
- ✓ « Charges à répartir sur plusieurs exercices » (charges transférées au bilan).
- ✓ Primes de remboursement des obligations (en cas d'emprunt obligataire).
- ✓ L'écart de conversion actif (pertes latentes de change).

Cette valeur souffre de la lacune de critère de définition proprement comptable qui est soumis à un certain degré de subjectivité et diffèrent des critères du «marché». Alors, la valeur comptable presque jamais correspond à la valeur «marché»²⁹. Cette méthode reste incomplète et n'est quasiment plus utilisée. En effet, les plus ou moins-values latentes ne sont pas prises en compte. C'est pour cette raison que d'autres méthodes, plus approfondies, telles que les méthodes patrimoniales de base sont utilisées, à savoir : l'actif net comptable corrigé.

3. Actif net comptable corrigé (ANCC) :

3.1. Définition :

L'actif net comptable corrigé est déterminé de la même manière que l'actif net comptable (ANC), à la différence près que dans le premier cas, les actifs et les passifs sont corrigés en fonction de la valeur réelle du patrimoine. En effet, les données financières négligent certains éléments et ne donnent donc pas toujours une vision réaliste de l'entreprise. C'est pour cela qu'il faut effectuer un redressement de certains postes du bilan, en tenant compte des plus ou moins-values non exprimées dans les comptes.

Avec cette méthode on détermine la valeur réelle (ou vénale) de chaque actif et de chaque passif existant ou latent de l'entreprise ; on calcule pour chacun d'eux, la différence entre la valeur réelle et la valeur nette comptable, ou retraitement ; on évalue l'incidence fiscale de chaque retraitement et la fiscalité latente incluse dans les Fonds Propres ; on corrige l'Actif Net Comptable de l'entreprise.

La formule étant :

$$\text{ANCC} = \text{somme corrigée des actifs} - \text{somme corrigée des dettes}$$

Ou :

$$\text{ANCC} = \text{ANC} + \text{Retraitements (positifs et négatifs)} - \text{Incidences Fiscales (positives et négatives)} - \text{Fiscalité latente incluse dans l'ANC}$$

La mise en place des deux techniques citées ci-dessus est lourde et parfois délicate pour des actifs ou des passifs difficiles à estimer (fonds de commerce, savoir-faire, marques, etc.).

Pour obtenir une valeur corrigée des capitaux propres on retranche la somme des passifs exigibles réévalués à la somme des actifs réévalués.

$$V_{cp} = \text{Actifs réévalués} - \text{Passif exigibles}$$

²⁹ P.Fernander, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, 2007, P4.

3.2. *Appréciation de la méthode d'ANR*

a. Intérêt

- Approche basée sur un concept vise à pallier les insuffisances qui apparaissent lorsque des critères purement comptables sont appliqués dans l'évaluation³⁰ ;
- L'évaluation par l'ANR présente l'avantage de la simplicité et cherche à refléter la réalité des actifs détenus ou investis dans l'entreprise ;
- Cette méthode est couramment utilisée pour évaluer les sociétés foncières ;
- Elle fournit une valeur minimale ou « plancher » fondée sur la notion d'actif tangible, elle est nécessaire dans une première étape et considérée comme un point de passage obligé dans la démarche de l'évaluateur.

b. Limites

- Méthode statique et tournée vers le passé qui fait abstraction de la rentabilité de l'entreprise et ne tient pas compte de la stratégie de la société ni des synergies obtenues sur le futur.
- Sa mise en place est lourde et parfois délicate pour des actifs ou des passifs difficiles à estimer (fonds de commerce, savoir-faire, marques...)
- Elle repose sur des données comptables obsolètes et ne permet pas d'appréhender les changements qui interviennent parmi les éléments constituant la valeur de l'entreprise.

4. Méthode de goodwill

Selon cette méthode la valeur de la société n'est pas reliée seulement à ses moyens de patrimoine, mais elle dépend essentiellement de l'aptitude du management à mettre en œuvre, les moyens matériels et humains pour générer de la rentabilité, donc la méthode de goodwill combine le patrimoine et la rentabilité :

La valeur de la société est égale à la valeur patrimoniale (VP) augmenté de la valeur du goodwill (GW).

$$V = VP + GW$$

³⁰ Pablo Fernander, **Op-cit**, P4

4.1. Définition du goodwill

4.1.1. Présentation de la notion

Le goodwill est « l'excédent de la valeur globale de l'entreprise sur la somme des valeurs des différents éléments corporels et incorporels qui la compose »³¹.

Le *goodwill* trouve son origine dans une rentabilité de l'entreprise supérieure à ce que l'on serait en droit d'attendre de ses actifs, cet écart de rentabilité est appréhendé au travers de la rente de goodwill (surprofit) qui représente le gain annuel que procurent ces éléments immatériels non comptabilisés au bilan. Ces éléments peuvent être liés à ³² : « la valeur du personnel de l'entreprise (niveau de qualification, compétence technique des employés,...) ; la valeur de la clientèle de l'entreprise (nombre de clients, qualité des clients, ..) ; la valeur des relations avec les banquiers, etc. »

Chacun de ces éléments est difficile à évaluer en lui-même par contre, chacun donne une valeur supplémentaire à l'entreprise. Si on peut évaluer directement cette survalueur on constate par contre le bénéfice qu'elle génère, calculé comme la différence entre le résultat réel et le résultat normal du capital engagé.

Ce surprofit appelé aussi « rente de goodwill » va permettre de calculer le goodwill par capitalisation ou actualisation.

La rente du goodwill (R) est égale à³³ : $R = CB - (r \times A)$

Où :

CB : capacité bénéficiaire de l'entreprise

A : actif engagé

r : le taux de rémunération de l'actif engagé

En ce qui concerne les actifs engagés, plusieurs méthodes de calcul des actifs investis existent dont :

- ✓ L'actif net comptable corrigé d'exploitation.
- ✓ Valeur substantielle brute (VSB).
- ✓ Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

³¹ E.TCHEMENI, *L'évaluation des entreprises*, 2ème Edition, Economica, Paris, 1998, p18

³² JM.PALOU, *Les méthodes d'évaluation d'entreprise*, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2003, p80

³³ L.GEORGES, *Evaluation d'entreprise*, Dunod, Paris, 2011, p119

- ***L'actif net comptable corrigé d'exploitation :***

Il s'agit de l'actif net comptable corrigé (ANCC), auquel on retire les fonds de commerce ou tout autre élément incorporel non correctement évalué, mais également les actifs hors exploitation.

- ***Valeur substantielle brute (VSB) :***

La VSB comprend la totalité de l'actif servant à l'exploitation. Elle est en quelque sorte, l'ensemble de la substance nécessaire à l'entreprise pour fonctionner. Elle représente l'outil de travail de l'entreprise sans prendre en considération son aspect juridique ou son mode de financement.

VSB=ANCC+ éléments en location ou en crédit-bail-réparations et coûts de remise en état

- ***Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) :***

Ils représentent l'ensemble des biens nécessaires à l'exploitation, valorisés par le besoin en fond de roulement normatif :

CPNE= Immobilisations d'exploitation+ BFR normatif + Immobilisations en Leasing +
Immobilisations louées

4.1.2. Calcul du goodwill :

Le goodwill correspond à la somme actualisé des superbénéfices dégagé par l'entreprise.

L'actualisation peut porter sur des rentes prévisionnelles d'un nombre d'années limité ou sur une suite infinie de rentes constantes. La formule qui permet de l'établir est la suivante³⁴ :

$$GW = \frac{R}{(1+i)^1} + \frac{R}{(1+i)^2} + \frac{R}{(1+i)^3} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n} \quad \text{ou} \quad GW = \frac{R}{i}$$

Ou :

R : la rente du goodwill, définie précédemment $R = CB - (r \times A)$

i : taux d'actualisation

³⁴ L.GEORGES, **Op-cit**, 2011, p120

4.2. Les principales méthodes de calcul du goodwill :

Nombreuses adaptations ont été effectuées sur cette méthode pour en simplifier les calculs : on parle de la méthode des praticiens, de celle des anglo-saxons ou celle de l'UEC ...

4.2.1. La méthode des anglo-saxons :

La méthode des anglo-saxons estime directement le goodwill. Dans ce cas le goodwill est égal à la capitalisation de la différence entre la capacité bénéficiaire (CB) et la rémunération au taux sans risque (r) de la valeur substantielle brute (VSB) ou de l'actif net comptable corrigé (ANCC), sur une durée infinie.

La capitalisation s'effectue au cout du capital (i). Nous obtenons³⁵ :

$$GW = \frac{CB - r.VSB}{i} \quad \text{ou} \quad GW = \frac{CB - r.ANCC}{i}$$

Avec une valeur d'entreprise correspondante à :

$$V = ANCC + \frac{CB - r.VSB}{i} \quad \text{ou} \quad V = ANCC + \frac{CB - r.ANCC}{i}$$

4.2.2. La méthode des praticiens :

Dans cette méthode on détermine en premier lieu la valeur de l'entreprise (V) qui est selon cette approche égale à la moyenne arithmétique de l'actif net comptable corrigé (ANCC) et la valeur de rentabilité.

$$V = \frac{ANCC + VR}{2}$$

Cette méthode est appelée également indirect car elle permet d'estimer le goodwill sans avoir à se préoccuper d'évaluer le superbénéfice annuel. On obtient :

$$GW = V - ANCC = \frac{VR - ANCC}{2}$$

Donc elle considère que le goodwill, capitale immatériel par essence, est égal à la moitié de l'écart entre la valeur d'avenir de flux sur l'infini et la valeur de patrimoine.

³⁵ P.Fernander, **Op-cit.**P13

4.2.3. La méthode de L'union des Experts Comptables

Selon cette méthode le surprofit est calculé par rapport à la rémunération de la valeur globale de l'entreprise V qui est égale à une mesure de la valeur patrimoniale (ANCC ou VSB) plus le GW. La survaleur correspond à la valeur actualisée de ce surprofit sur une durée définie, soit :

$$GW = (CB - r(VSB + GW)) \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

4.2.4. Les méthodes de la rente de goodwill actualisée :

- Méthode de la rémunération de l'actif net comptable corrigé (ANCC)

$$V = ANCC + (CB - r \times ANCC) \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

- Méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)

$$V = ANCC + (CB - r \times CPNE) \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

- Méthode de la valeur substantielle brute (VSB)

$$V = ANCC + (CB - r \times VSB) \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

4.3. Appréciation de la méthode

4.3.1 Points forts de la méthode :

- La méthode du goodwill permet d'appréhender la valeur des incorporels qui à été négligée par les autres méthodes.
- Plus complète que la méthode de l'ANR car elle prend en compte la rentabilité de l'entreprise par rapport aux capitaux investis.

4.3.2. Points faibles de la méthode :

- Méthode statique basée sur le passé
- Difficulté à évaluer les entreprise en hyper croissance.
- Elle se base sur un raisonnement d'investisseur qui est externe à l'entreprise pour déterminer la valeur d'actifs incorporels interne à l'entreprise.
- Sensibilité de la méthode à une variation du bénéfice utilisé pour le calcul du superprofit.
- Leur construction est approximative ce qui rend la méthode moins fiable.

Section 2 : Les méthodes Analogiques

1. Principe de la méthode

La méthode analogique, appelée également méthode comparative ou méthode des multiples consiste à valoriser une entreprise par comparaison avec d'autres sociétés, cette approche d'évaluation est aujourd'hui très courante et utilisée de manière systématique par les analystes financiers.

Il est essentiel de prendre en considération ces principaux paramètres pour mener à bien ce type d'évaluation (Benninga et Sarig 1997):

- Le choix d'une société présentant un profil similaire : il s'agit notamment de la similitude en termes de taille, de marché, de risque (Alford 1992). C'est un exercice délicat compte tenu de la diversité des entreprises existantes, quand bien même, elles appartiennent au même secteur d'activité.
- Le choix de l'élément de comparaison : il s'agit du choix de l'élément de comparaison qui permettra de standardiser le prix de l'action (Palepu et al 2004). C'est ce prix standardisé qui deviendra un multiple de résultats, de valeur comptable ou de chiffre d'affaire.

L'approche comparative consiste toujours à rapprocher les éléments financiers (multiples de valorisation, ratios...) d'une entreprise avec ceux utilisés en bourse, afin d'arriver à un niveau de valorisation correspondant au prix auquel les investisseurs sont prêts à payer une valeur à un certain moment, c'est-à-dire en réalité un prix du marché.

2. Catégorie de multiples de valorisation

Un multiple est, un coefficient multiplicateur de performance, le plus souvent un agrégat comptable et financier tel que : résultat net, chiffre d'affaires, EBIT, EBITDA ..., Ces multiples sont ensuite multipliés par l'agrégat comptable réel de l'entreprise à évaluer, selon laquelle une estimation de la valeur est obtenue (Cheng et McNamara, 2000).

En fonction des multiples utilisés l'approche analogique permet la détermination directe de la valeur des fonds propres (V_{fp}) ou indirecte à travers celle de la valeur de l'actif économique de l'entreprise (V_e).

- Les multiples de valeur de fonds propres « k » valorisent l'entreprise à partir d'agrégats comptables calculés après frais financiers, selon le type de formule suivant :

$$V_{fp} = k \times \text{agrégats comptables après frais financiers}$$

- Les multiples de valeur d'entreprise « k' » valorisent l'entreprise à partir d'agrégats comptables calculés avant frais financiers, selon le type de formule suivant :

$$V_e = k' \times \text{agrégat comptables avant frais financiers}$$

On obtient ici la valeur des fonds propres en déduisant l'endettement net, selon la formule suivante :

$$V_{fp} = V_e - DN$$

2.1. Multiples De Valeur De Fonds Propres

2.1.1 Le Price Earning Ratio (P/E) ou PER

A. Définition

Le Price Earning Ratio est un multiple de capitalisation, c'est le multiple le plus connu, et probablement celui qui est le plus utilisé (Liu et al.2002). Il permet de valoriser une entreprise en multipliant son bénéfice par un PER.

Le PER peut être interprété comme indiquant le nombre d'année de bénéfice que l'on est disposé à payer pour acquérir un titre.

Sa formule de calcul est la suivante :

$$PER = \text{capitalisation boursière} / \text{bénéfice de l'entreprise}$$

$$PER = \text{cours de l'action} / \text{bénéfice par action}$$

B. Interprétation

Dire qu'une société a un PER de 30 signifie que les investisseurs paient l'action 30 fois le bénéfice par action ou que la valeur de la société est égale à 30 fois ses bénéfices. Ce PER de 30 semble signifier que les investisseurs sont prêts à attendre 30 ans de bénéfices pour rentabiliser leur achat de l'action.

L'explication rationnelle est que les investisseurs acceptent de payer 30 fois les bénéfices actuels, mais ils anticipent une forte croissance de ces bénéfices dans les prochaines années.

C. Appréciation de la méthode :

Avantages

- Le PER permet d'évaluer une société de façon relativement simple rapide et objective;
- Il évite l'utilisation du taux d'actualisation dont l'estimation est toujours délicate ;
- Il prend en considération le marché (cours de l'action) et la politique de l'entreprise (bénéfice par action).

Limites

- Difficulté de trouver des entreprises réellement comparables ;
- Large place laissés au subjectif ;
- Forte influence à la santé du marché boursier ;
- Aucune analyse du risque, aucune prise en compte de la croissance prévisionnelle n'est intégrée de manière explicite ;
- Méthode s'avère inapplicable pour les entreprises qui présentent des résultats déficitaires.

D. Notion de PER relatif

Il peut arriver que l'échantillon de valeurs comparables soit trop pauvre pour dégager une moyenne pertinente, l'évaluateur cherche alors à constituer un échantillon en allant vers d'autres marchés. Les caractéristiques de ses marchés, principalement le PER moyen et le niveau des taux d'intérêt, étant différentes de celles du marché de référence, il convient de raisonner à partir du PER relatif.

Le calcul d'un PER relatif consiste à rapporter le PER d'une entreprise au PER moyen de son marché de cotation³⁶.

$$\text{PER relatif} = \text{PER}_{\text{société}} / \text{PER}_{\text{marché}}$$

Cette méthode permet de tenir compte des différences de PER qui peuvent exister entre différents marché. La méthode ne présente donc intérêt que lorsque l'échantillon est composé de sociétés cotées dans des pays différents.

Pour valoriser une entreprise à partir d'un PER relatif, il faut multiplier le PER relatif par le PER du marché de cotation de la société à évaluer et par sont bénéfice par action.

³⁶ **Arnaud THAUVRON** – Op-cit, 2007, P :163

2.1.2. Le Price to Cash Flow (P/CF)

Certains spécialistes préfèrent remplacer, dans leurs calculs de valorisation, le bénéfice par net par action par le cash flow par action, le cash flow correspond alors à la marge brute d'autofinancement ou à la capacité d'autofinancement.

Le multiple cours sur cash flow peut poser des problèmes, étant donné que les flux de trésorerie disponibles peuvent varier fortement d'un exercice à l'autre si l'entreprise a réalisé un très fort investissement, ou désinvestissement important.

Ce multiple doit donc être utilisé dans la durée pour être significatif dans le cadre d'une comparaison boursière.

2.1.3. Le multiple de l'actif net (P/AN)

La valeur s'exprimera comme un multiple de l'actif net comptable « Price to Book Ratio », ou mieux encore, lorsque l'information est disponible, par un multiple de l'actif net réévalué ; cette méthode revient donc à partir de référentiels de comparaison, à exprimer la valeur de marché des fonds propres d'une société à partir d'un multiple de ses fonds propres comptables (ou de ses fonds propres réévalués)

Le multiple d'actif net s'obtient en rapportant la capitalisation boursière aux fonds propres comptables.

Ce multiple est, essentiellement, utilisé dans le secteur bancaire, pour lequel le niveau des fonds propres est une donnée représentative des capacités de production, ce qui n'est pas le cas des sociétés industrielles aux politiques de financement et d'amortissement souvent distinctes.

2.2. Multiples De Valeur D'entreprise

2.2.1. Multiple d'EBITDA

a. Définition

Il s'obtient en rapportant la valeur d'entreprise (Capitalisation boursière + Endettement net) à l'excédent brut d'exploitation

$$\text{Multiple}_{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Capitalisation boursière} + \text{Endettement net}}{\text{EBE}}$$

D'où:

$$V_{\text{fp}} = \text{Multiple}_{\text{EBITDA}} \times \text{EBITDA} - \text{Dette}_{\text{société}}$$

b. Appréciation de la méthode de multiple EBITDA

❖ **Avantages**

- Il permet de comparer des sociétés sur la base de leurs performances opérationnelles.
- Il autorise ainsi une comparaison directe entre sociétés, car ce solde est en effet indépendant de la plupart des normes comptables (durées d'amortissement...) de la structure financière (les intérêts des emprunts ne sont pas déduits) et de la fiscalité de l'entreprise (taux d'impôt effectif et apparent ...)
- L'intérêt de ce multiple d'évaluation est de pouvoir s'appliquer là où le PER ne peut s'appliquer, c'est-à-dire pour des entreprises ou secteurs en pertes (Koller et al. 2005).

❖ **Limites**

- l'utilisation du multiple d'EBE aura tendance à survaloriser les entreprises à fortes dotations aux amortissements et/ou à faible marge.
- L'application du multiple à une entreprise déficitaire n'a de sens que si fait l'hypothèse que l'entreprise n'est que temporairement déficitaire. Si cette hypothèse n'est pas soutenable, le multiple d'EBITDA ne peut pas être employé.

2.2.2. Multiple d'EBIT ou « Multiple de résultat d'exploitation »

Le multiple de résultat d'exploitation suit le même raisonnement que le multiple d'EBE. Une excellente appréciation de la capacité de rendement opérationnel bien qu'il subisse une distorsion créée par la politique d'amortissement³⁷. Il prend en compte l'intensité capitalistique de l'entreprise et donne une image plus globale de la performance de l'exploitation d'entreprise.

Ce multiple s'obtient en rapportant la valeur d'entreprise au résultat d'exploitation :

$$\text{Multiple}_{\text{EBIT}} = \text{valeur d'entreprise} / \text{résultat d'exploitation}$$

D'où :

$$V_{fp} = \text{Multiple}_{\text{EBIT}} \times \text{résultat d'exploitation} - \text{Dette}_{\text{société}}$$

Il convient d'être prudent dans l'utilisation de ce multiple lorsque l'échantillon et l'entreprise à évaluer présentent des politiques d'amortissement différentes. Dans ce cas, il peut aboutir à une survalorisation ou sous-valorisation.

³⁷ L.GEORGES, Op-cit, 2011, P : 141

2.3. Autres multiples

Deux multiples sont parfois utilisés :

- Le multiple de chiffre d'affaires permet d'approcher la valeur d'une entreprise à travers ses ventes, indépendamment de sa structure financière ou de sa rentabilité (Koller et al , 2005). Il suppose que les entreprises de l'échantillon présentent, en particulier, des rentabilités d'exploitation et un rythme de croissance comparables à ceux de l'entreprise à évaluer.

$$\text{Multiple}_{CA} = V_e / CA$$

Ce multiple est toujours intéressant à observer dans le cas d'une position commerciale à justifier. Il est délicat de l'appliquer à des entreprises plus importantes car le risque d'une survalorisation existe si les comparables sont rentables tandis que l'entreprise évaluée ne l'est pas.

- Le ratio de valeur d'entreprise rapportée à un indicateur physique pertinent pour l'activité considérée (nombre de chambres d'hôtel, nombre de visiteurs de site, nombre de clients ou d'abonnés, nombre d'ingénieurs....)

$$\text{Multiple}_{ind} = V_e / \text{indicateur}$$

Ces agrégats doivent être des caractéristiques majeures sur leur marché pour être ainsi comparés et que, quel que soit le niveau de rentabilité financière de l'entreprise, ils doivent représenter des actifs significatifs aux yeux d'un acquéreur potentiel.

3. Appréciation de la méthode analogique

✓ **Avantage :**

- La relative facilité d'utilisation et de calcul, simple dans sa conception, donc facilement compréhensible. Elle reflète la perception du marché³⁸.
- Les données prévisionnelles, constituées en base de données, sont fournies par les bureaux d'analyse financière
- La relative objectivité de la valeur obtenue, cette analyse permet de prendre en compte ce que le marché est prêt à payer pour ce type d'entreprise

³⁸ D.Nassaka & Z .Rottenburg, **Analysis of corporate valuation theories and a valuation of ISS A/S** , Thèse Master, Finance et Business International ,Danemark , 2011,P 38

- **Limites :**

- Méthode délicate, principalement lors du choix de l'échantillon qui doit être soigneusement constitué ;
- Les sociétés d'un même secteur sont rarement totalement comparables (répartition des activités, implantation géographique, structure du bilan, potentiel de croissance, etc.) ;
- Cette méthode reflète la valeur perçue dans un secteur donné à un certain moment, mais cette valeur peut ne pas correspondre à la valeur intrinsèque des sociétés ;
- Méthode relative à la disponibilité de l'information. En effet, en cas d'absence de marché comparable et/ou de sociétés cotées comparables, la méthode des multiples boursiers ne peut être appliquée ;
- Son caractère est relativement statique avec un horizon à court terme qui ne permet pas de valoriser des stratégies de différenciation sur longue période dans un secteur donné.

Section 3: Les Méthodes Dynamiques

1. Principes et méthodologie

La méthodologie dite « dynamique » repose sur le principe d'actualisation des flux futurs, on distingue 3 types de flux financiers permettant d'appliquer cette méthode :

- Les flux de trésorerie disponibles permettent d'appliquer la méthode des DCF ;
- Les flux de dividendes sont les références des méthodes d'Irving Fisher, de Gordon Shapiro et de Bates ;
- Les flux de création de valeur correspondent à la méthode de l'EVA ;

Le but de cette méthode est d'évaluer la valeur de l'entreprise en fonction de la capacité de l'entreprise à générer des flux futurs. (Vlaović Begović, Bolesnikov, Njegić, 2011) ont montré que les approches prospectives sont les plus utilisés par les analystes financiers.

La démarche méthodologique consiste à (Rodić & Filipović, 2010):

- Identifier les flux prévisionnels : nécessité de réaliser des projections, généralement sur 3 à 5 ans;
- Déterminer un taux d'actualisation en fonction des risques de l'entreprise et type de flux à actualiser : cout des fonds propres ou cout du capital selon la nature de flux à actualiser ;
- Actualisation des flux de trésorerie projetés ;
- la détermination du taux de croissance ;
- Estimation de la « valeur terminale » appelée également valeur résiduelle ;
- Faire la somme des flux actualisés actualisée pour obtenir une valorisation des fonds propres ou une valeur d'entreprise selon la nature des flux actualisés ;

2. Méthodes des Cash Flow actualisés DCF

2.1. Définition

La méthode des Cash Flow actualisés (DCF) permet de combler certaines insuffisances qui ont été relevées. Cette méthode définit la valeur de la firme comme étant la somme des valeurs actuelles des flux futurs, actualiser à un taux approprié (Pablo(2001)). Elle est très largement admise en matière d'évaluation d'actif, et traduit financièrement qu'un actif « vaut ce qu'il rapporte ».

Ce modèle repose sur la méthode classique de la valeur actuelle nette utilisée dans le cadre des décisions d'investissement, la valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des flux de liquidités disponibles qu'il sera capable de générer au cours de sa vie, ces flux sont pris en compte après financement des investissements et du besoin en fond de roulement nécessaires pour poursuivre la croissance de l'activité de l'entreprise (Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavey, 2002).

$$FCF_n = \text{Rex}_n - \text{INV}_n + \text{AM}_n \pm \text{variation du BFRE}$$

Avec :

FCF_n : free cash-flow prévu à l'année n.

Rex_n : résultat net d'exploitation prévu pour l'année n.

INV_n : investissements nécessaires prévus à l'année n.

AM_n : dotations aux amortissements prévus pour l'année n.

Variation BFRE : variation prévue du besoin en fond de roulement.

Par cette méthode la valeur de l'entreprise s'obtient en additionnant la valeur actuelle des flux de liquidités disponibles pour les apporteurs de fonds (CF_t) pendant une période prévisionnelle à une valeur terminale (VT) de l'entreprise à la fin de cette même période, actualisant au coût du capital (k) :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VT_n}{(1+k)^n}$$

❖ Le calcul de La valeur terminale

La valeur terminale (valeur résiduelle ou valeur de revente) c'est la valeur au delà de la période de prévision.

La valeur terminale peut s'appréhender de plusieurs manières :

- Une méthode basée sur la rentabilité attendue, selon cette méthode la valeur terminale est égale au résultat d'exploitation après impôt actualisé au coût moyen pondéré du capital à l'infini.
- Il existe également des formules de calculs qui évitent d'avoir à effectuer des prévisions de cash flows sur une long période. En effet, en prenant comme hypothèse que le taux de croissance des cash flows sera constant, on peut prendre la formule de croissance perpétuelle du cash flow disponible.

$$VT = \frac{CF_{t+1}}{k-g} = \frac{CF_t(1+g)}{k-g}$$

g : taux de croissance perpétuelle du cash flow disponible. Avec $g < k$; k le taux d'actualisation.

Il est important de ne pas surévaluer le taux de croissance perpétuel et de choisir une période de projection ni trop longue, ni trop courte, pour obtenir une VR fiable et réaliste. À noter qu'en règle générale, on prendra un taux de croissance à long terme inférieur à 1% ou 2% par an.

2.2.Appréciation de la méthode DCF

✓ Avantages

- La méthode DCF présente l'avantage d'évaluer les perspectives d'avenir de la société et non pas uniquement son passé ;
- Elle donne une valeur d'entreprise plus précise et plus réaliste³⁹ ;
- Cette méthode est devenue incontournable. Très utilisée par les professionnels lors des évaluations, elle prend en considération : le processus économique propre à l'entreprise, la viabilité de l'entreprise, l'opinion du marché (taux d'actualisation) et les besoins de l'entreprise (investisseurs et BFR)
- La méthode DCF permet donc d'avoir une vue plus complète sur le potentiel de l'entreprise (Damodaran A, 2005).

✓ Limites

- Le recours nécessaire à un business plan, implique un degré d'incertitude assez élevé que l'évaluateur s'efforcera de réduire en analysant consciencieusement ces documents prévisionnels⁴⁰ ;
- Cette méthode présente l'inconvénient de ne pouvoir s'appliquer que dans la mesure où la visibilité sur l'entreprise 4 à 7 ans est suffisante ;
- Elle reste toutefois relativement lourde étant donné que le calcul des free cash-flow se fait sur la base de données prévisionnelle de l'entreprise. Elle nécessite donc des prévisions longues et fiables ;
- La difficulté d'utilisation de ces méthodes réside dans l'estimation du taux d'actualisation qui est délicate à mettre ;
- L'hypothèse qui reste très contestée en finance et qui limite la qualité de la valorisation de l'entreprise est la croissance constante de l'entreprise sur une longue période.

³⁹ SV.Begović, M.Momčilović, S.Jovin , **Advantages and limitations of the discounted cash flow to firm valuation**,2013,P13

⁴⁰ Nguyen, Vu Thuy Linh , **Discounted cash-flow and economic value added methods in corporate valuation**, Thèse doctorat en Business International, University Lahti, Finland ,2013,p21

3. Méthodes des flux de dividendes

On doit à Williams (1938) d'avoir été à l'origine de cette méthode. Plusieurs travaux en l'occurrence de Miller (1986), Modigliani et Miller (1961), Sorensen et Williamson (1985), Brealey et Myers(1984) sont intéressés sur la notion de dividende et son impact sur la valeur de la firme.

En effet, Williams et Sorensen (1985) et Miller (1986) ont montré empiriquement que les entreprises qui distribuent plus de dividendes (comme un pourcentage de leurs bénéfices) n'obtiennent pas une croissance dans leurs prix comme résultat puisque la monnaie est partagée aux actionnaires au lieu d'être réservée aux nouveaux investissements.

3.1. La méthode Irving Fisher

Un investisseur achète une action en attendant des dividendes future ou un prix de revente supérieur à celui qu'il a payé. Cette réalité est décrite par Irving-Fisher qui présente la valeur de tout capital comme la somme actuelle de son rendement futur.

Cette formule se propose de calculer la valeur de titre (V) par l'actualisation des dividendes futurs pendant la période de prévision en rajoutant la valeur de revente de l'action actualisée à un taux constant.

La valeur du titre est alors égale à :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{V_n}{(1+k_e)^n}$$

V : la valeur du titre

D_t : le dividende anticipé pour l'année t

k_e : le taux de rentabilité attendu par les actionnaires

V_n : la valeur de revente de l'action

3.2. La méthode de Gordon Shapiro

La méthode se base sur le modèle d'actualisation des dividendes. Le principe étant que le prix d'une action est lié à la somme des flux futurs de dividendes générés par l'entreprise, actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires.

L'hypothèse de base de cette méthode est que les dividendes perçus par les actionnaires durant une période infinie vont croître de manière perpétuelle à un taux fixe g .

On obtient la valeur suivante :

$$V = \frac{D1}{(1+k_e)} + \frac{D1(1+g)}{(1+k_e)^2} + \frac{D1(1+g)^2}{(1+k_e)^3} + \dots + \frac{D1(1+g)^{n-1}}{(1+k_e)^n}$$

V : la valeur du titre

$D1$: le dividende anticipé pour l'année à venir

g : le taux de croissance

k_e : le taux de rentabilité attendu par les actionnaires

Il s'agit donc d'une progression géométrique dont le 1^{er} terme est

$$a = \frac{1}{1+k_e} \quad \text{et la raison est} \quad q = \frac{1+g}{1+k_e}$$

Sa somme S est donné par la formule : $S = a \frac{q^n - 1}{q - 1}$

et avec $n \rightarrow \infty$ et $q < 1$ ($k_e > g$) ; $S = \frac{a}{1-q}$

Sous ces hypothèses on obtient une formule simplifiée dite de Gordon Shapiro :

$$V = \frac{D1}{k_e - g}$$

La méthode de Gordon Shapiro est très critiquée car les hypothèses utilisées sont trop simplistes et trop éloignées de la réalité économique de l'entreprise. En effet, le taux de croissance des dividendes est rarement constant, surtout avec l'environnement économique actuel et les cycles boursiers existants. De plus, le taux de rentabilité exigé par les actionnaires n'est pas forcément supérieur au taux de croissance des dividendes, alors que cela est une condition essentielle de la méthode.

3.3. La méthode de Bates

Ce modèle prolonge le modèle de Gordon Shapiro, il reprend la même hypothèse d'une croissance constante du dividende, mais elle présente un aspect plus réaliste dans la mesure où il annihile certaines hypothèses réductrices de ce modèle.

Le modèle de Bates permet d'évaluer une société en tenant compte des bénéfices futurs et du pay-out et pas seulement du dividende comme dans le modèle de Gordon Shapiro ; il permet donc de diviser la période totale d'observation en plusieurs périodes ce qui annihile ainsi le problème de constance des données inhérent au modèle de Gordon Shapiro.

La méthode de Bates se caractérise par un aspect plus réaliste puisqu'il est possible de modifier les paramètres de la formule conformément à la réalité du marché.

Sa formulation générale est la suivante :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+k_e)^t} + \frac{V_n}{(1+k_e)^n}$$

Dt : dividende par action en période t, soit $Dt = d B_0 (1+g)^t$

V : valeur de rentabilité à l'instant 0

V_n : valeur de rentabilité en année n, soit $V_n = PER_n B_0 (1+g)^n$, Donc la valeur de rentabilité retenue à l'année n correspond au PER anticipé.

En remplaçant Dt et V_n par ces formules on obtient :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{d B_0 (1+g)^t}{(1+k_e)^t} + \frac{PER_n B_0 (1+g)^n}{(1+k_e)^n}$$

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 bâtes.

Cette équation peut s'écrire :

$$\frac{V_0}{B_0} = d \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+k_e)^t} + PER_n \left(\frac{1+g}{1+k_e} \right)^n$$

$$PER_0 = d \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^t}{(1+k_e)^t} + PER_n \left(\frac{1+g}{1+k_e} \right)^n$$

Cette formule qui permet d'obtenir le PER_0 peut encore plus généralement s'exprimer :

$$PER_n = PER_0 A - 10 d B$$

Les coefficients A et B sont calculés, et accessibles en lecture directe sur les tables de bâtes fonction d'une large panoplie de valeurs pour n, t et g.

Ce modèle destiné à analyser les relations entre le PER futur d'une action et son PER actuel, en fonction du taux de croissance(g), du taux de rentabilité exigé par l'investisseur (k_e) et du taux de distribution des bénéfices (d).

Sa facilité d'utilisation et ses hypothèses proches de la réalité, ont fait de ce modèle une méthode de valorisation fréquemment utilisée par les professionnels. Toutefois, son utilisation aujourd'hui semble sur le déclin au profit de l'approche par les flux de trésorerie actualisés.

3.4. Appréciation de la Méthode des flux de dividendes

a. Avantages

- Ce modèle est très utilisé par les analystes de par la simplicité de sa mise en œuvre ;
- Elle permet d'étudier l'achat d'une affaire comme tout investissement ;
- Ce modèle est séduisant du fait qu'il est possible de déterminer la valeur d'une action à partir de son dividende attendu et d'un taux de croissance constant des dividendes futurs,

b. Inconvénients

- L'évaluation peut être réalisée sur une période relativement longue, les incertitudes augmentent lorsque la période (n) devient plus importante ;
- Forte sensibilité à la politique de distribution des dividendes de l'entreprise ⁴¹;
- Hand et Landsman (2005), Le problème principal est l'asymétrie d'information entre l'information à la disposition des gestionnaires de l'entreprise et les informations à la disposition des actionnaires ;
- Elle souffre toutefois de l'hypothèse de croissance du dividende qui est difficile à accepter puisqu'elle correspond à une vision de l'économie en croissance constante ;
- Il est impossible de l'appliquer sans un business plan détaillé ;
- N'est pas adéquate pour les entreprises réalisant des résultats négatifs (Hand et Landsman,2005) ;

4. Méthode de la création de valeur

Dans cette catégorie des méthodes d'évaluation des actions nous allons présenter deux méthodes dont l'utilisation est très courante aujourd'hui dans les processus d'évaluation.

4.1. La valeur économique ajoutée (EVA)

4.1.1. Principe de la méthode :

La valeur économique ajoutée ou l'EVA, est un ancien concept, depuis le dix-huitième siècle, les économistes comme (Hamilton 1777, Marshall 1890) ont admis que pour qu'une firme augmente sa richesse elle doit dégager un bénéfice supérieur à son cout de capital.

Durant les 25 dernières années, l'EVA a connu un intérêt croissant et aujourd'hui elle est devenue la technique la plus utilisée dans le domaine financier. En effet, il ya plusieurs manières pour la mesurer, la plus populaire avait été proposée et commercialisée par le

⁴¹ D.Nassaka&Z.Rottenburg, **Op-cit** ,P28

cabinet *Stren Stewart & Co*. Ces fondateurs avaient proposé l'idée de mesurer la bonne performance des managers à travers l'EVA.

Cependant, certains travaux comme celui de Ignacio Valez (2001) ou encore Pabel Fernandez (2001) ont trouvé une forte corrélation entre l'EVA et les prix des actions.

Dans sa définition la plus primitive, l'EVA est définie de la manière suivante :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{CE}$$

Avec :

WACC: cout du capital

NOPAT: résultat net d'exploitation après impôt.

CE : capitaux engagé

- Si dans une entreprise, l'EVA est négative ceci signifie qu'il y a destruction du capital de l'entreprise ou un manque d'opportunités de placements plus rémunératrices (autres projets d'investissement).
- Si dans une entreprise, l'EVA est positive, ceci signifie qu'il y a création de la richesse (après rémunération des actionnaires).

Selon certains auteurs en l'occurrence de Bowen et Wallace (2001), Fernandez (2001), le calcul de l'EVA nécessite des ajustements (exemple: considération des frais de recherche et développement comme des investissements à amortir sur plusieurs exercices, idem pour certaines dépenses publicitaires,...) afin de mieux répondre aux exigences des entreprises soit en ce qui concerne l'évaluation intrinsèque ou bien encore pour mesurer la performance managériale.

On considère alors que la valeur de l'entreprise est égale aux capitaux investis, augmentée de la somme actualisée des EVA des années futures.

$$V = \text{CE} + \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}}{(1+K)^t}$$

La valeur des fonds propres s'obtient en déduisant de ce montant le total de la dette de l'entreprise V_{dette} .

4.1.2. Appréciation de la méthode

✓ Avantages

- Le premier avantage de méthode EVA réside dans sa simplicité conceptuelle. En effet, il est facile de comprendre et d'appliquer ;
- Elle est plus juste et plus opérationnelle que les autres outils d'analyse traditionnelle ;
- Elle indique aux décideurs qu'un projet d'investissement ne doit être engagé que s'il dégage une rentabilité supérieure au coût des capitaux engagés (coût du capital) ;
- Cela permet aux gestionnaires de prendre une meilleure décision d'investissement à la fois à long terme et à court terme (Stewart 2013) ;
- La méthode de L'EVA n'est pas seulement un outil de mesure de la performance de l'entreprise, c'est aussi un moyen de motivation des dirigeants⁴².

✓ Limites

- L'EVA souffre d'une insuffisance liée à son incapacité à rendre compte de l'évolution de la valeur de marché de l'entreprise .cette dernière dépend non seulement de la valeur économique des actifs mais aussi des anticipations du marché.
- C'est une mesure à court terme; Les rendements futurs sont estimés subjectivement (Plenborg 2002 et Shil 2009) ;
- La principale limite technique, commune à toutes les variantes d'évaluation de la Création de Valeur, tient à la difficulté d'évaluer le Coût du Capital
- Ce n'est pas une bonne mesure pour les entreprises qui ont investi massivement à un stade précoce et qui ne vont obtenir EVA de leurs investissements qu'après une période à long terme⁴³;

4.2. La valeur ajoutée du marché (MVA)

4.2.1. Principe de la méthode :

La MVA est une mesure mixte combinant des données comptables et des données de marché. C'est la valeur en excès pour laquelle le marché assigne que les titres d'une firme dépassent leur valeur comptable. En effet, la MVA est la différence entre la valeur marchande de la firme et sa valeur comptable.

⁴² Nguyen, Vu Thuy Linh, **Op-cit**, p30

⁴³ PM. Nogueira Reis ;MGAugusto, **The Terminal Value (TV) Performing in Firm Valuation**, Journal of Modern Accounting and Auditing, Portugal, ISSN Décembre 2013, Vol. 9, No. 12, p6

Elle représente la valeur créée par la société pour les actionnaires depuis son origine. Dans le cadre d'un marché efficient, la MVA est bien égale à la séquence anticipée des EVA actualisés.

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+K)^t}$$

Ou :

K : le cout moyen pondéré du capital

Dans un marché efficient : $V = MVA + CE$

En effet, si la stratégie des dirigeants et les hypothèses de développement qu'ils retiennent sont perçues par le marché comme réaliste, la MVA se rapprochera de la valeur actionnarial résultant des créations de valeur anticipées par les dirigeants. si tel n'est pas le cas, soit l'entreprise n'a pas totalement divulgué l'information et les dirigeants doivent améliorer leur communication financière, soit la stratégie n'est pas crédible.

4.2.2 Appréciation de la méthode MVA

Avantages

- La méthode MVA dit si l'entreprise s'est enrichie ou appauvrie ;
- La méthode MVA est un simple constat ;
- Elle donne l'accumulation de valeur créée ou perdue depuis le commencement de l'activité de l'entreprise ;
- Une telle mesure de performance reflète l'enrichissement de tous les actionnaires et non celui d'un seul ;
- Elle donne une valeur assez proche de la réalité vue qu'elle se base sur le prix de ses actions sur le marché.

Limites

- La méthode MVA est un outil qui n'est facilement mesurable que pour les sociétés cotées ;
- Elle présente la faiblesse de reposer sur des valeurs boursières trop souvent volatiles ;
- La méthode MVA n'indique pas, en particulier, à quel moment ou à quel endroit et comment l'entreprise a créé – ou détruit – de la valeur.

Conclusion

Les méthodes d'évaluation qui ont été présentés se diffèrent dans leur application ainsi que dans leurs significations. Mais le problème qui se pose est que la volonté d'évaluer une société se heurte inévitablement à un problème de choix de méthode.

L'évaluation d'entreprise ne souffre pas de l'absence de méthodes d'évaluation mais bien plus tôt de la coexistence d'un grand nombre des méthodes parmi lesquels les praticiens peuvent se sentir perdus.

A l'occasion d'une procédure d'évaluation, la décision rationnelle consiste à utiliser les différentes méthodes et à pondérer les résultats obtenus.

Chapitre 3 :

**Modélisation du choix des
méthodes d'évaluation**

Introduction

Tous au long des deux premiers chapitres, nous avons tenté de cerner le cadre théorique du valorisation des entreprises ,ce cadre nous a permis de préparer le passage au terrain, puisqu'il nous a conduit à formuler les hypothèses à tester. L'objectif de ce chapitre est de mesurer et d'expliquer empiriquement le phénomène du choix des méthodes de valorisation des entreprises lors de leur introduction en bourse.

Dans un premier développement, nous présentons l'échantillon et les caractéristiques des introductions sur la bourse de Tunis. Nous précisons, dans un deuxième développement, la méthodologie empirique retenu pour l'explication des critères du choix des méthodes d'évaluations des IPOs Tunisiennes. Enfin nous présentons les hypothèses à tester, ainsi nous interprétons les différents résultats obtenues.

Section1 : Présentation de la base de données et analyse de l'introduction en bourse de Tunis

1. Construction de la base de données

L'ensemble des données qui seront utilisées dans la suite du travail proviennent essentiellement :

- Des prospectus d'admission qui sont émis par les sociétés lors de leur introduction en bourse.
- Des sites internet de la BVMT (Bourse des Valeur Mobilières de Tunis) ainsi que du CMF (Conseil du marché Financier).
- Des archives de la bourse de Tunis ainsi que du CMF.

Il est nécessaire de remarquer qu'on a eu énormément de mal à rassembler quelques données (en particulier les plus anciennes) Et ceci est dû surtout à un manque flagrant d'informatisation. C'est pour cela qu'on va analyser l'ensemble des introductions en bourse juste sur la période allons du « Jan 2005-Aout 2015 ».

Des 79 entreprises tunisiennes qui ont été introduites en bourse, nous avons retenu 30 sociétés pour la suite de l'étude.

- Les entreprises qui ont été retirées de notre échantillon sont celles pour lesquelles le prospectus d'introduction en bourse n'était pas disponible ;
- Du fait de leurs spécificités comptables, les entreprises du service financier ont été exclues de notre échantillon.

Ces critères de sélection aboutissent à un échantillon final composé de 30 entreprises tunisiennes appartenant aux différents secteurs d'activités.

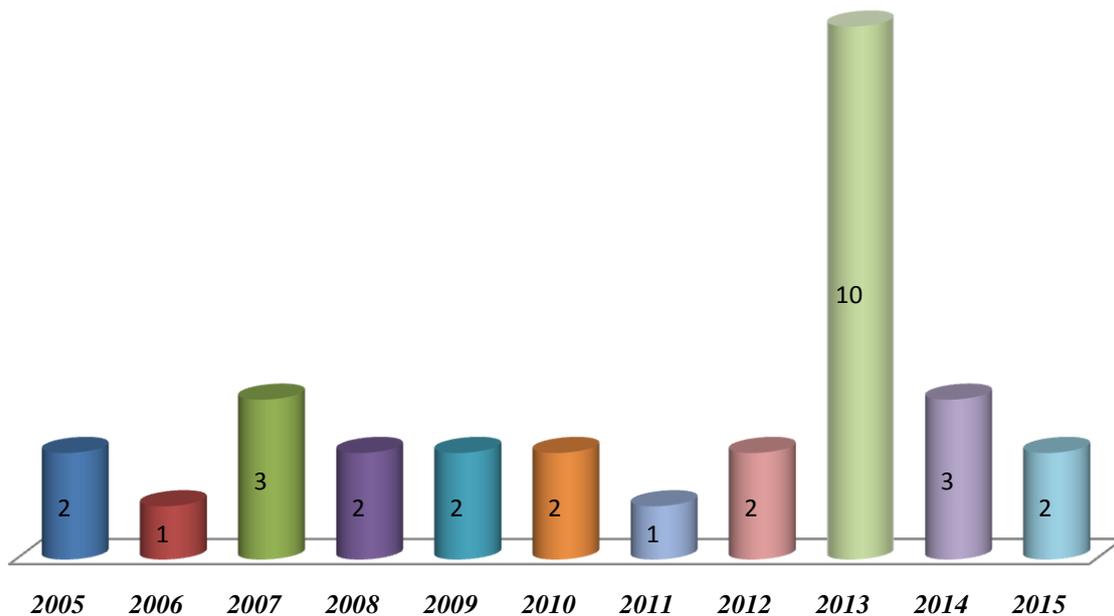
2. Analyse de l'introduction en bourse de Tunis

2.1. La cote à la bourse

L'introduction en bourse est une opération financière qui permet la cotation d'une entreprise sur le marché boursier.

Le graphe suivant nous résume la fréquence des introductions retenues dans notre échantillon durant la période d'étude

Figure 1: Distribution des IPOs de l'échantillon par année d'émission



Source : Elaboré par l'étudiante

Il est remarqué que la moyenne des introductions en bourse dans notre échantillon est d'environ 3 introduction par an, ainsi il apparait que l'année 2013 est une année exceptionnelle avec 10 introductions en bourse.

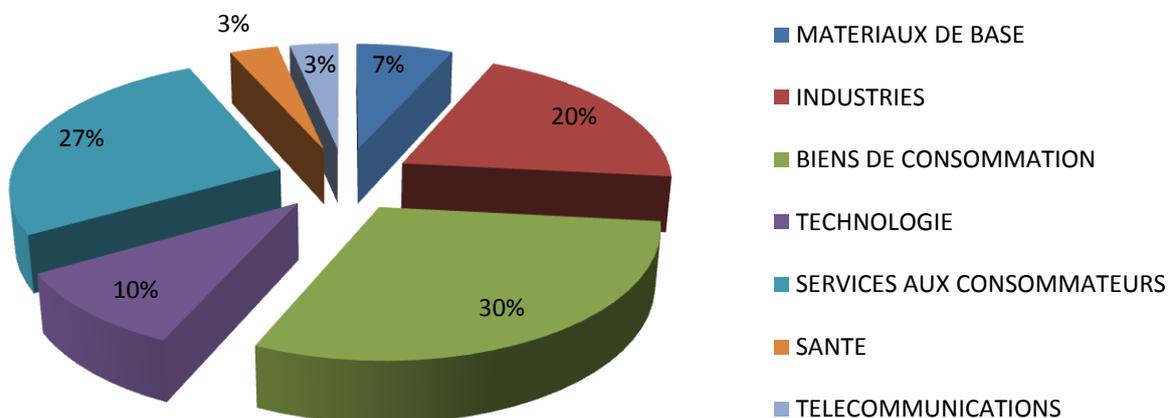
Aujourd'hui la bourse de Tunis compte 79 sociétés cotées. Elles sont réparties selon des secteurs d'activité suivant la classification suivante :

- Les sociétés financières qui sont l'ensemble des banques, assurances et services financiers.

- Les télécommunications
- La technologie
- Les services aux consommateurs regroupant les sociétés de distribution, media et celles de voyages et de loisirs.
- La santé.
- Les biens de consommation qui contiennent les entreprises d'agroalimentaire et boissons, les automobiles et équipementiers et les produits ménagers et de soin personnel.
- L'industrie qui regroupe les sociétés de bâtiment et de matériaux de construction ainsi que les biens et services industriels.
- Les matériaux de base qui regroupe les sociétés de chimie et de matières premières.
- Le pétrole et gaz

Le graphe suivant nous résume la répartition par secteur d'activité des introductions retenues dans notre échantillon.

Figure 2: Distribution des IPOs de l'échantillon par secteur d'activité



Source : Elaboré par l'étudiante

Il est remarqué que la majorité de notre échantillon est constitué du secteur de biens de consommation, d'industrie et de services aux consommateurs

Il est à noter que L'introduction en bourse de Tunis peut se faire sur l'un des marchés suivants :

2.1.1. Le marché principal :

Ce marché est réservé aux titres de capital (actions) des plus importantes sociétés anonymes Tunisiennes satisfaisant à des critères bien déterminés de diffusion de capital dans le public, de performance économique, de liquidité et de transparence.

Ces sociétés anonymes doivent :

- Avoir un capital minimum libéré de 1000000 TND dont 20% est diffusé auprès des petits épargnants ne possédant pas individuellement plus de 5 % du capital, et une large base d'actionnaires (500 au moins),
- Justifier d'au moins 3 années d'existence représentées par trois bilans certifiés dont 2 sont bénéficiaires portant sur les trois derniers exercices, et avoir distribué au moins un dividende au cours de ces trois exercices.

2.1.2. Le marché alternatif :

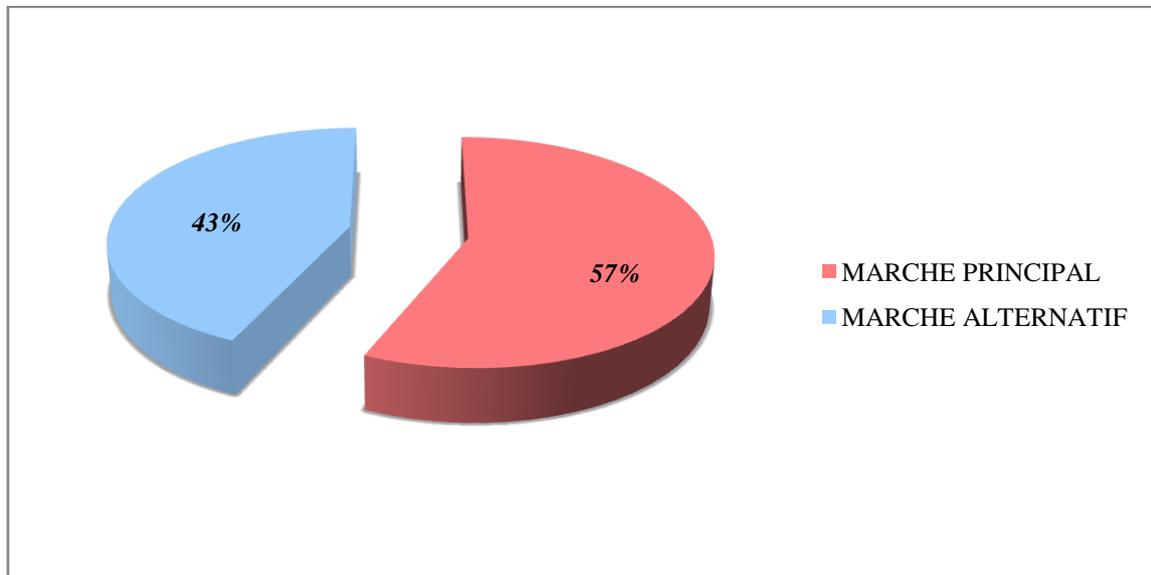
Récemment créée afin de permettre aux petites entreprises , ainsi qu'aux entreprises dites « familiales » de s'ouvrir au grand public et de jouir des avantages de la bourse .

- Concerne les sociétés anonymes justifiant d'un capital minimum libéré de 500000TND.
- Leur répartition des titres (au plus tard le jour de l'introduction) doivent être entre au moins : 100 actionnaires individuels (détenant plus de 0,5% du capital) ou entre 5 actionnaires institutionnels au moins (détenant individuellement au plus 5% du capital).
- Ces sociétés doivent justifier de deux bilans certifiés telle que le dernier étant bénéficiaire, portant sur les deux derniers exercices et avoir distribué un dividende.

Les cabinets d'audit et les banques introductrices s'occupent généralement des procédures juridiques et financières relatives à cette opération. En effet c'est suite à leur évaluation qu'est déterminé le prix d'introduction d'un titre.

Le graphe suivant nous résume la répartition par marché de cote (principal ou alternatif) des introductions retenues dans notre échantillon durant la période d'étude.

Figure 3: Distribution des IPOs de l'échantillon par type de marché



Source : Elaboré par l'étudiante

2.2. Les procédures de l'introduction en bourse

Il existe trois voies d'introduction en bourse et qui sont : l'inscription directe à la cote de la bourse par la procédure ordinaire, la cession de titres et enfin l'augmentation du capital.

2.2.1. La procédure ordinaire

Elle consiste à l'inscription directe des titres de la société sur l'un des marchés de la cote de la bourse afin d'y être négociés.

Elle a surtout été utilisée au début des années 90 pour les premières introductions en bourse de Tunisie mais aujourd'hui elle n'est plus d'actualité.

2.2.2. La cession de titres

a) L'opération publique de vente (OPV)

Les actionnaires vendeurs cèdent, le jour de l'introduction, tout ou une partie du capital qu'ils détiennent.

b) L'opération de mise en vente à prix minimal (OPM)

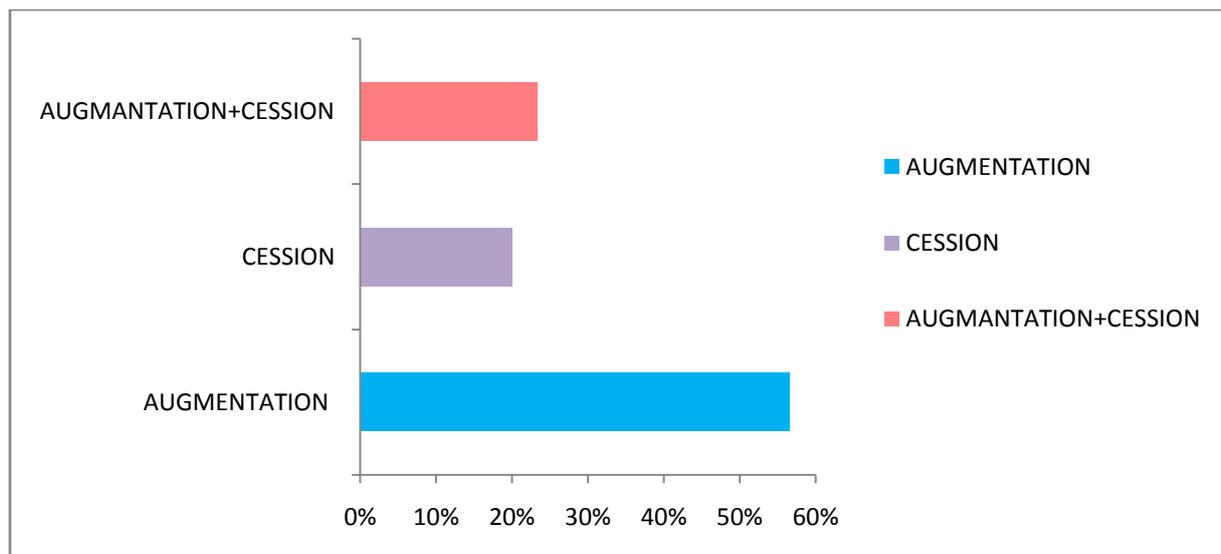
Le jour de l'introduction, la société émettrice met à la disposition du public une quantité de titres à un prix minimal défini auparavant. Les ordres d'achat exprimés par les investisseurs sont centralisés par la Bourse. Cette dernière n'accepte que les ordres à cours limité (supérieur ou égal au prix minimum proposé).

2.2.3. L'augmentation de capital

L'entreprise procède à la création de nouveaux titres par voie d'augmentation de capital appelée aussi offre publique de souscription (OPS).

Le graphe ci-dessous nous renseigne sur l'utilisation de ces procédures dans les opérations d'introduction en bourse retenues dans notre échantillon durant la période d'étude

Figure 4: Distribution des IPOs de l'échantillon selon la procédure d'introduction



Source : Elaboré par l'étudiante

Ce qu'on remarque d'abord, c'est que les procédures d'augmentation de capital sont les plus employées pour l'admission des entreprises tunisiennes en bourse.

Quant à la procédure ordinaire, elle n'est plus très en vogue (elle était surtout employée durant les années 90).

Toutes ces introductions se font uniquement par le biais des intermédiaires en bourses qui sont les seuls agents chargés de la négociation et de l'enregistrement des valeurs mobilières, des droits s'y rapportant et des produits financiers sur la B.V.M.T.

En Tunisie on compte aujourd'hui 23 intermédiaires en bourse. Et ceux qui effectuent régulièrement des opérations d'introduction en bourse sont : Tunisie Valeurs, BNA Capitaux et MAC, AXIS BOURSE.

Section 2 : La modélisation du choix des méthodes d'évaluation des IPOs

L'explication d'utilisation des méthodes d'évaluation des IPOs par les intermédiaires en bourse (IB) nécessite la prise en compte de certaines variables relatives à la nature d'opération, ainsi qu'à l'entreprise elle-même. Dans ce qui suit, nous construirons un modèle permettant d'expliquer les déterminants du choix des méthodes d'évaluation des entreprises lors de leur introduction en bourse. La validation de ce modèle repose sur un ensemble de tests statistiques.

1. Présentation des variables d'étude

Les variables aux quelles nous faisons appel sont les suivantes :

- **La taille de l'entreprise**

La taille de l'entreprise est appréhendée par le logarithme de l'actif total mesuré à la fin de l'année qui précède l'introduction en bourse.

Les entreprises de grande taille sont généralement plus faciles à évaluer que les entreprises de petite taille. En effet, les entreprises de grandes taille sont plus matures, plus stables et dont les cash flows et les dividendes sont plus faciles à prévoir (Ritter 1984, Beatty et Ritter, 1986). Ces entreprises devraient en théorie recourir d'avantage aux méthodes telles que : la méthode d'actualisation des cash flows (DCF) et le modèle d'actualisation des dividendes (DDM)

Il est proposé de tester l'hypothèse suivante :

H1 : Plus l'entreprise introduite à une grande taille plus les IB ou les cabinets d'évaluation ont recours aux méthodes d'évaluation telle que la méthode des dividendes et la méthode de création de valeur, la méthode de goodwill.

- **L'âge de l'entreprise**

Le « background » d'une entreprise introduite en bourse compte énormément. En effet, une firme bien positionnée, avant son introduction, ayant un bon historique de performance et de résultats présente une clarté quant aux perspectives futures.

Le logarithme népérien de l'âge du candidat à l'introduction plus 1, il sert classiquement à approcher le risque (Ritter,1991 ;Jegadeesh et alii,1993 ;Degerorge et Derrien,2001). Le risque de faillite est en effet supposé diminuer avec l'âge de l'entreprise. Kim et Ritter (1999) suggèrent qu'il est plus difficile de prévoir les cash flows et les dividendes futurs pour les entreprises les moins âgées.

Nous attendons à ce que les entreprises les plus âgées recourent le plus souvent aux méthodes d'évaluation telle que : le modèle d'actualisation des dividendes (DDM), la méthode de création de valeur (EVA) et la méthode de goodwill (GW).

H2 : Plus l'entreprise candidate à l'introduction est plus âgée plus les IB ont recours aux méthodes d'évaluation tell que EVA , GW , méthode par les dividendes

- **Le ratio d'immobilisation corporelle**

Le ratio d'immobilisation corporelle mesuré par le rapport entre le montant des immobilisations corporelle et le total actif. Les chiffres comptables généralement traduisent mieux la valeur des actifs tangibles que les actifs intangibles (Lev, 2001). On devrait s'attendre à ce que les entreprises qui présentent un ratio d'immobilisation corporelle important recourent le plus souvent à des méthodes d'évaluation telles que l'EVA et la méthode de goodwill (GW).

H3 : Plus le ratio d'immobilisation corporelle de l'entreprise candidate à l'introduction est grand plus les évaluateurs privilégient l'évaluation par les méthodes telle que l'EVA et GW

- **Ratio de profitabilité (taux de la marge brut d'exploitation)**

C'est l'indicateur de la capacité bénéficiaire dégagée par l'exploitation, hors éléments financiers, fiscaux et d'autofinancement. Il représente la capacité de l'entreprise à engendrer des ressources de trésorerie au niveau de son exploitation.

Nous émettons l'hypothèse que les évaluateurs des entreprises sont plus susceptibles de valoriser l'entreprise IPO en utilisant des multiples quand ils prévoient que la société est relativement rentable dans l'année en cours. Lorsque les entreprises sont prévues pour être peu

rentables il est moins approprié d'utiliser l'évaluation des multiples parce que l'application de multiples cours-bénéfices dans ces circonstances se traduirait par une faible valorisation ou multiples négatifs.

H4 : Plus l'entreprise IPO est rentable plus les IB ou les cabinets d'évaluation ont tendance à utiliser la méthode des multiples (MUT)

- **Ratio de croissance de chiffre d'affaires**

Nous retenons comme variable explicative du choix des méthodes d'évaluation la croissance du chiffre d'affaires ; le choix de cette variable est justifié par le fait que les entreprises de croissance tendent à investir massivement afin de faire face à la demande croissante, les flux de trésorerie générés par ces entreprises sont moins importants aux investissements réalisés; les entreprises de croissance ne distribuent pas des dividendes ; la capacité d'autofinancement est utilisée pour financer les investissements, ainsi, nous attendons à ce que les entreprises de croissance utilisent les méthodes d'évaluation des multiples.

Valorisation des Multiples est mieux adaptée pour valoriser les entreprises en croissance rapide depuis qu'elle valorise les investissements et les opportunités de croissance. Nous émettons l'hypothèse ainsi que les entreprises à croissance rapide sont moins susceptibles d'être évaluées en utilisant les méthodes d'évaluation directes, mais plus susceptibles d'être évaluées selon la méthode des multiples.

H5 : Les IB ou les cabinets d'évaluation ont tendance à utiliser la méthode des multiples (MUT) pour les entreprises IPOs de croissance rapide.

- **Taux de distribution des bénéfices (pay-out)**

Les entreprises qui font engagement à verser un dividende élevé peuvent être considérées comme entrant dans un contrat implicite ex-ante qui est vérifiable dans la période suivant l'introduction en bourse, les entreprises de haute qualité peuvent utiliser leur ratio pay-out pour signaler leur qualité aux investisseurs (Bhattacharya, 1979), Dans son modèle théorique, les dividendes sont un signal immédiatement coûteux et facilement observable que les entreprises de faible qualité sont incapables d'imiter sans se tourner vers un financement extérieur coûteux. Un engagement à un taux élevé et stable dividende pay-out peut donc être prévu pour faire une estimation de valeur plus fiable du modèle d'actualisation des dividendes.

Damodaran (1994, p 121) écrit que de nombreux analystes financiers considèrent l'actualisation des dividendes aussi utile pour l'évaluation des actions des plus haut pay-out ratio.

Nous attendons à ce que les intermédiaires boursiers aient tendance à utiliser davantage la méthode de dividendes pour les entreprises qui envisagent de verser une partie de leurs revenus futurs sous forme de dividende.

H6 : Les IB ou les cabinets d'évaluation ont tendance à utiliser la méthode des dividendes pour les entreprises IPOs qui présentent un bon potentiel de distributions des dividendes.

2. Méthodologie d'étude :

Nous proposons d'expliquer dans ce qui suit, le choix d'une méthode d'évaluation particulière par les intermédiaires en bourse des IPOs, en utilisant un modèle empirique. Pour ce faire, la méthode utilisée pour vérifier le pouvoir explicatif des différentes hypothèses à tester est la régression logistique.

Il s'agit de connaître la probabilité d'utilisation d'une telle méthode ou non par les évaluateurs ou les intermédiaires en bourse lors d'évaluation des IPOs, sachant un ensemble des variables explicatives.

Dans le modèle de régression logistique la variable à expliquer (Y_i : la méthode utilisée) est une variable discrète dont les valeurs possibles sont 0 et 1. Le modèle adopté est de la forme $P(Y_i=1)$. Ainsi, la probabilité que les IB utilisent la méthode $Y_i=1$ dépend de la valeur des variables explicatives (X_1, X_2, \dots, X_p) . Le modèle logistique propose d'expliquer P_i en fonction de (X_1, X_2, \dots, X_p) .

2.1. Le modèle de la régression logistique

$$P(Y_i=1) = F(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_P X_P) = \frac{\exp(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_P X_P)}{1 + \exp(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_P X_P)}$$

Ce qui s'écrit : $\log\left(\frac{p}{p-1}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_P X_P$

Avec :

X_1, X_2, \dots, X_p : sont les variables explicatives du modèle

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_P$: sont les coefficients des variables explicatives

Y étant la variable endogène, variable binaire qui prend les deux valeurs 0 et 1, dans notre étude on va comparer l'utilisation entre 4 méthodes d'évaluation des IPOs (la méthode des multiples (MULT), la méthode de création de valeur (EVA), la méthode de goodwill (GW), la méthode d'actualisation des dividendes (DIV), alors on va élaborer quatre modèles de régression logistique.

Y=1 : Si les intermédiaires en bourse utilisent la méthode de (GW, EVA, DIV, MULT)

Y=0 : Si les intermédiaires en bourse n'utilisent pas la méthode

En fait, le modèle peut s'écrire sous la forme :

$$Y_i = \begin{cases} 0 & \text{si } X_i' \beta + \varepsilon_i \leq 0 \\ 1 & \text{si } X_i' \beta + \varepsilon_i > 0 \end{cases}$$

Les perturbations ε_i sont indépendantes, d'espérance nulle et de variance σ^2 . L'hypothèse classique suppose que les ε_i suivent une loi logistique d'où l'appellation régression logistique.

2.2. Présentation du modèle :

Pour bien assimiler le phénomène du choix des méthodes d'évaluation des IPOs, on va appliquer le modèle de régression logistique sur notre échantillon.

La relation entre la variable dépendante (l'utilisation de la méthode) et les variables explicatives qui permettrait d'expliquer le choix de la méthode, est traduite suivant les équations suivantes :

Modèle 1:

La relation entre la variable l'utilisation de la méthode des multiples (MUL) et les variables explicatives qui permettrait d'expliquer le choix de la méthode des multiples par les intermédiaires en bourse :

$$MUL = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln SIZE} + \beta_2 \text{Ln}(1+\text{AGE}) + \beta_3 \text{AIP} + \beta_4 \text{PROF} + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 \text{PAYOUT} + \varepsilon_i$$

Modèle 2 :

La relation entre la variable l'utilisation de la méthode de création de valeur (EVA) et les variables explicatives qui permettrait d'expliquer le choix de la méthode de création de valeur par les intermédiaires en bourse et/ou les cabinets d'évaluation :

$$EVA = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln SIZE} + \beta_2 \text{Ln}(1+\text{AGE}) + \beta_3 \text{AIP} + \beta_4 \text{PROF} + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 \text{PAYOUT} + \varepsilon_i$$

Modèle 3 :

La relation entre la variable l'utilisation de la méthode d'actualisation des dividendes (DIV) et les variables explicatives qui permettrait d'expliquer le choix de cette la méthode par les intermédiaires en bourse :

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln SIZE} + \beta_2 \text{Ln}(1+\text{AGE}) + \beta_3 \text{AIP} + \beta_4 \text{PROF} + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 \text{PAYOUT} + \varepsilon_i$$

Modèle 4 :

La relation entre la variable l'utilisation de la méthode de goodwill (GW) et les variables explicatives qui permettrait d'expliquer le choix de la méthode cette par les intermédiaires en bourse :

$$GW = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln SIZE} + \beta_2 \text{Ln}(1+\text{AGE}) + \beta_3 \text{AIP} + \beta_4 \text{PROF} + \beta_5 \text{GROWTH} + \beta_6 \text{PAYOUT} + \varepsilon_i$$

Les différents β sont les coefficients des variables explicatives à estimer. Leurs valeurs réelles indiquent le sens de la relation entre les variables explicatives et la variable à expliquer représentée par l'utilisation de la méthode d'évaluation des entreprises par les IB suite à leur admission en bourse. « ε » représente le terme d'erreur du modèle

Le tableau ci-dessous résume les hypothèses à tester ainsi que les relations anticipées entre les différentes variables explicatives et la variable à expliquer qui l'utilisation de la méthode:

Tableau 1: Résumé des variables du modèle

Variable	Libellé	Relation avec la variable dépendante
MUL	Choix de la méthode des multiples par les IB et CE ⁴⁴	variable dépendante
EVA	Choix de la méthode de création de valeur par les IB et CE	variable dépendante
DIV	Choix de la méthode des dividendes par les IB et CE	variable dépendante
GW	Choix de la méthode des goodwill par les IB et CE	variable dépendante
SIZE	Total actif de l'année qui précède l'introduction	Positivement lié au choix de la méthode des dividendes et EVA,GW
AGE	L'âge de l'entreprise à l'introduction	Positivement lié au choix de la méthode EVA,GW et dividendes
AIP	Ratio d'immobilisation corporelle = Immobilisation corporelle / total actif de l'année qui précède l'introduction	Positivement lié au choix de la méthode de goodwill et EVA
GROWTH	Taux de croissance du chiffre d'affaire	Positivement lié au choix de la méthode des multiples
PROF	Ratio de profitabilité = EBE / chiffre d'affaires de l'année en cours	Positivement lié au choix de la méthode des multiples
PAYOUT	Taux de distribution des dividendes de l'année en cours	Positivement lié au choix de la méthode des dividendes

Source : Elaboré par l'étudiante

⁴⁴ Les cabinets d'évaluation

2.3. Analyse de corrélations des variables :

Dans un premier temps, nous allons nous intéresser à la matrice de corrélation. Cette dernière, regroupe les coefficients de corrélation des variables entre elles, prises deux à deux, indiquant l'influence des unes sur les autres.

Le tableau n° 2 expose les coefficients de Pearson (valeurs en dessous de la diagonale) et ceux de Spearman (valeurs en dessous de la diagonale) :

Tableau 2: Matrice de corrélation

Variables	Total actif	âge	AIP	PAYOUT	PROF	GROWTH
Total actif	1.000	-0.008	0.141	0.088	0.007	-0.139
âge	-0.008	1.000	-0.156	0.094	-0.233	-0.241
AIP	0.141	-0.156	1.000	0.073	0.030	-0.254
PAYOUT	0.088	0.094	0.073	1.000	-0.212	-0.243
PROF	0.007	-0.233	0.030	-0.212	1.000	0.155
GROWTH	-0.139	-0.241	-0.254	-0.243	0.155	1.000

Source : Output du logiciel STATA

Selon le test de Pearson, aucune corrélation n'est affichée entre les variables. En effet, la corrélation la plus élevée se manifeste entre les variables « AIP » et « GROWTH » simplement, cette corrélation n'est pas significative puisque son coefficient est de l'ordre de 0,25 (inférieur même à 0,50). Nous concluons donc que les variables ne sont pas corrélées entre elles et par conséquent on peut les intégrer toutes dans la même régression.

3. Analyse descriptives :

Le tableau n°3 présente la statistique descriptive de notre échantillon. Les variables comptables sont collectées à partir des prospectus d'introduction en bourse. Les informations concernant l'actif total sont collectées à partir du bilan de l'année fiscale qui précède l'introduction en bourse.

Tableau 3: Statistique descriptives

Variable	Médiane	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Total actif (Millions DT)	26.985	5.027	321.306	58.662	76.754
Age (années)	17	2.000	60.000	20.167	16.150
AIP (%)	25.95	1.977	70.600	26.498	18.067
PAYOUT (%)	20	0.000	70.000	25.635	24.605
PROF (%)	10.3	5.258	55.947	15.566	12.240
GROWTH (%)	20.76	-15.729	448.000	36.806	79.141
NMETHODS	3	2	4	2 ,966	0 ,668

Source : Output du logiciel STATA

La taille de l'entreprise (size) est appréhendée par le logarithme de l'actif total mesuré à la fin de l'année fiscale qui précède l'introduction en bourse. En moyenne (médiane), le total actif des entreprises introduites en bourse est égal à 58.662 millions dinars tunisien (26.985 millions dinars tunisien), les candidats à l'introduction sont donc de taille variable.

L'âge de l'entreprise correspond au nombre d'années entre l'année de l'introduction en bourse et l'année de création de société. Sur notre échantillon, les sociétés ont en moyenne (médiane) 20 ans (17 ans) lors de leur introduction en bourse. Les sociétés tunisiennes introduites sur la bourse pendant la période de notre étude sont donc relativement jeunes. A titre de comparaison, sur l'échantillon de Ritter (1991) les sociétés américaines introduites en bourse présentent un âge moyen (médiane) d'environ 12 ans (6 ans).

Le tableau montre que les immobilisations corporelles « bien et équipement de l'année financière avant l'introduction en bourse » des entreprises de notre échantillon présente en moyenne (médiane) 26.498 % (25.95 %) de l'actif total.

La rentabilité de l'entreprise est mesurée par le rapport entre l'EBIT et le chiffre d'affaires de l'entreprise. Les sociétés de notre échantillon présentent une rentabilité en moyenne (médiane) 15.566 % (10.3 %).

Le tableau présente aussi La croissance prévu du chiffre d'affaires, les entreprises introduites de notre échantillon prévues à fournir une croissance des ventes en moyenne (médiane) de 36.806 % (20.76%).

Le (médiane) nombre moyen de différentes méthodes d'évaluation (NMETHODS) utilisés par les évaluateurs est égal à (3) 2,996.

Section 3: Tests des modèles et interprétation des résultats

Nous tenons à signaler que les régressions logistiques sont menées uniquement pour les quatre méthodes de valorisation suivantes : multiple, goodwill, dividendes, EVA. Nous ne présentons pas les résultats pour les autres méthodes de valorisation car les résultats obtenus ne sont pas concluants. En effet, les estimations obtenues ne font apparaître des coefficients significatifs pour les variables retenus dans le modèle du choix des méthodes de valorisation.

1. Test de validité des modèles :

Dans le but de vérifier que la régression logistique donne des résultats robustes, il y a lieu de procéder à des tests pour juger la signification du modèle. En effet, dans cette partie il s'agit de test de significativité globale du modèle par le test maximum de vraisemblance, Le test de Hosmer-Lemeshow et du coefficient de McFadden.

1.1. Test de maximum de vraisemblance :

Le but de ce test est de vérifier la significativité globale de modèle. Pour ce faire on utilise la statistique du rapport de vraisemblance LR qui suit une loi khi-deux à m degré de liberté, sachant que m est le nombre de paramètres excepté la constante.

La statistique LR est définie comme suit :

$$LR = 2[L(B) - L(0)] \longrightarrow \chi^2_{(m)}$$

Sachant que :

$L(0)$: vraisemblance du modèle sans variables

$L(B)$: vraisemblance du modèle avec toutes les variables

On test l'hypothèse :

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_p = 0 \\ H_1 : \exists \text{ au moins } \beta \neq 0 \end{array} \right.$$

L'hypothèse H_0 est rejetée si La **prob** $> \chi^2_{(m)}$ est inférieur à 5%

Tableau 4: Test du rapport de vraisemblance

	RL	<i>prob > chi2</i>
Modèle 1	18,57	0,0050
Modèle 2	24,84	0,0040
Modèle 3	24,43	0,0004
Modèle 4	14,68	0,0229

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

STATA donne la statistique du rapport de vraisemblances RL des 4 modèles qui suit un χ^2 à 6 degrés de liberté, Dans les 4 modèles étudiés, L'hypothèse de la nullité des coefficients est rejetée sur la base du test ($prob > chi2 < 0,05$), Cela affirme que les variables explicatives utilisées dans les 4 modèles sont globalement significatives.

1.2. Test de McFadden Pseudo R² :

Le pseudo-R², appelée statistique de McFadden, nous permet de voir à quel point le modèle explique la variable dépendante, est défini comme suit :

$$\text{Pseudo } R^2 = 1 - \frac{L(0)}{L(B)}$$

Ou :

L(0) : le logarithme de la vraisemblance du modèle sans variables

L(B) : le logarithme de vraisemblance du modèle avec toutes les variables

Plus le *Pseudo R²* est proche de 1 la qualité d'ajustement non linéaire du modèle est bonne.

Tableau 5: Pseudo R2 coefficient d'ajustement de Mc Fadden

	Pseudo R ²
Modèle 1	0,4598
Modèle 2	0,5973
Modèle 3	0,6197
Modèle 4	0,3542

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

On remarque que le *Pseudo R²* n'est pas proche de « 0 », donc les modèles en une bonne qualité d'ajustement non linéaire (modèles bien spécifiés), ce qui signifie que les variables exogènes ont un bon pouvoir explicatif.

1.3. Test de Hosmer-Lemeshow :

Le test de Hosmer-Lemeshow ou *Pearson chi2* permet de savoir si le modèle spécifié est bon ou mauvais. Il s'appuie sur le test d'hypothèse suivant :

H_0 : ajustement bon

H_1 : ajustement mauvais

La règle de décision est :

- On accepte l'hypothèse H_0 si la valeur de la probabilité (Significativité) est supérieure à 5% ;

Tableau 6: Test d'ajustement de Hosmer-Lemeshow

	Pearson chi2	<i>prob > chi2</i>
Modèle 1	18,18	0,7477
Modèle 2	28,53	0,1963
Modèle 3	16,13	0,8496
Modèle 4	24,39	0,3823

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Au seuil de 5%, l'ajustement des 4 modèles est bon car la probabilité (ou significativité) du Khi carré à 6 degrés de liberté est supérieure à 5%, d'où on accepte l'hypothèse H_0 . Les modèles sont donc bien calibrés.

2. Vérification de significativité des variables explicatives et interprétation des résultats

Dans les modèles binaires, la valeur numérique des coefficients β_i n'a pas grand intérêt seul le signe nous informe dans quel sens la probabilité de choisir une méthode particulière va évoluer. Il est toutefois souvent utile d'évaluer la variation de la probabilité estimée d'évènement (probabilité d'utilisée une méthode particulière) lorsque l'on fait varier une variable explicative x_i d'une unité, ceci revient à calculer les effets marginaux pour vérifier la significativité des variables explicatives.

2.1. Etude des signes des coefficients estimés

Les résultats de la régression logistique des modèles étudiés sont présentés comme suit :

a) Modèle 1 : Choix d'utilisation de la méthode des multiples :

Tableau 7: Résultat de la régression logistique du modèle 1

MUT	Coefficient	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	-0.5610	0.8244	-0.83	0.405
Ln (1+Age)	-0.6866	0.5365	-1.05	0.296
AIP	0.0143	0.0365	0.39	0.694
PAYOUT	0.0063	0.0244	0.26	0.796
PROF	0.2700	0.1163	2.32	0.020
GROWTH	0.0781	0.0460	1.70	0.089
Constante	-2.6190	3.9542	-0.66	0.508

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Les variables qui ont un effet positif sur le choix de la méthode des multiples sont la profitabilité et la croissance du chiffre d'affaires, le ratio pay-out et le ratio d'immobilisation corporelle.

b) Modèle 2 : Choix d'utilisation de la méthode de création de valeur :

Tableau 8: Résultat de la régression logistique du modèle 2

EVA	Coefficient	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	2.9240	1.2206	2.40	0.017
Ln (1+Age)	2.2774	1.1357	2.01	0.045
AIP	0.0411	0.0462	0.89	0.374
PAYOUT	0.0348	0.0276	1.26	0.209
PROF	0.0140	0.0704	0.20	0.842
GROWTH	0.0174	0.0143	1.21	0.225
Constante	-18.7777	7.6073	-2.47	0.014

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Le tableau 8 montre une relation positive entre le choix de la méthode de création de valeur et les variables explicatives « le total actif », « l'âge » « la profitabilité » et « la croissance de chiffre d'affaires » et « le ratio pay-out » et « le ratio d'immobilisation corporelle »

c) Modèle 3 : Choix d'utilisation de la méthode des dividendes :

Tableau 9: Résultat de la régression logistique du modèle 3

DIV	Coefficient	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	-0.4952	0.7664	-0.65	0.518
Ln (1+Age)	-1.3624	1.4445	-0.94	0.346
AIP	-0.0624	0.0533	-1.17	0.242
PAYOUT	0.1416	0.0590	2.40	0.016
PROF	-0.1056	0.0235	-0.69	0.490
GROWTH	-0.0063	0.0235	-0.27	0.789
Constante	3.1405	4.5400	0.69	0.489

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Les principaux résultats montre une relation positive entre le choix de la méthode des dividendes et le ratio pay-out.

d) Modèle 4 : Choix d'utilisation de la méthode de goodwill :

Tableau 10:Résultat de la régression logistique du modèle 4

GW	Coefficient	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	0.7230	0.5050	1.43	0.152
Ln (1+Age)	1.8459	0.7992	2.31	0.021
AIP	0.0865	0.0318	2.72	0.007
PAYOUT	-0.0088	0.0210	-0.42	0.674
PROF	0.0406	0.0355	1.14	0.253
GROWTH	0.0062	0.0055	1.13	0.260
Constante	-10.088	3.7558	-2.69	0.007

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Les variables qui ont un effet positif sur le choix de la méthode de goodwill sont le total actif, l'âge la profitabilité et la croissance du chiffre d'affaires et le ratio d'immobilisation corporelle.

2.2.Etude de significativité des variables

Pour vérifier la significativité des variables explicatives on va étudier les effets marginaux pour chaque modèle

a. Modèle 1 : Choix d'utilisation de la méthode des multiples :

Tableau 11: Résultats des effets marginaux du modèle 1

	dy/dx	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	-0.1186	0.1533	-0.77	0.439
Ln (1+Age)	-0.0969	0.1055	0.92	0.358
AIP	0.0024	0.0061	0.41	0.685
PAYOUT	0.0010	0.0042	0.26	0.798
PROF	0.0466	0.0214	2.17	0.030
GROWTH	0.0135	0.007	1.93	0.054

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Dans le modèle du choix de la méthode des multiples la variable « prof » est significative au seuil de 5% et la variable « growth » au seuil de 10% les autres variables explicatives ne sont pas significatives au seuil de 1%,5%,10%. La significativités des variables et les signes observés sont conformes aux résultats attendus.

b. Modèle 2 : Choix d'utilisation de la méthode de création de valeur :

Tableau 12: Résultats des effets marginaux du modèle 2

	dy/dx	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	0.7200	0.2979	2.42	0.016
Ln (1+Age)	0.5608	0.2776	2.02	0.043
AIP	0.0101	0.0113	0.90	0.370
PAYOUT	0.0085	0.0066	1.29	0.197
PROF	0.0034	0.1732	0.20	0.842
GROWTH	0.0043	0.0034	1.24	0.216

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Dans le modèle du choix de la méthode de création de valeur la variable « âge » est significative au seuil de 5% et la variable « total actif » au seuil de 5% les autres variables explicatives ne sont pas significatives au seuil de 1%,5%,10%. La significativités des variables et les signes observés sont conformes aux résultats attendus.

c. Modèle 3 : Choix d'utilisation de la méthode des dividendes:

Tableau 13: Résultats des effets marginaux du modèle 3

	dy/dx	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	-0.0480	0.0676	-0.71	0.477
Ln (1+Age)	-0.1322	0.1517	-0.87	0.384
AIP	-0.0060	0.0036	-1.66	0.108
PAYOUT	0.0137	0.0061	2.25	0.025
PROF	0.0102	0.0094	-1.09	0.276
GROWTH	0.0006	0.0008	-0.76	0.446

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Dans le modèle du choix de la méthode des dividendes la variable « payout » est significative au seuil de 5%, les autres variables explicatives ne sont pas significatives au seuil de 1%,5%,10%. L'absence de la significativité des variables « total actif » et « l'âge » et « AIP » ne permet pas de confirmer la relation négative observée.

d. Modèle 4 : Choix d'utilisation de la méthode de goodwill :

Tableau 14: Résultats des effets marginaux du modèle 4

	dy/dx	Erreur standard	z	Pr > z
Ln (total actif)	0.1777	0.1216	1.46	0.144
Ln (1+Age)	0.4538	0.1996	2.27	0.023
AIP	0.0212	0.0080	2.64	0.008
PAYOUT	-0.0021	0.0052	-0.42	0.677
PROF	0.0099	0.0087	1.14	0.254
GROWTH	0.0015	0.0013	1.12	0.264

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Dans le modèle du choix de la méthode de goodwill les variables « AIP » et « âge » sont significative au seuil de 5%, les autres variables explicatives ne sont pas significatives au seuil de 1%,5%,10%. L'absence de la significativité de la variables « payout» ne permet pas de confirmer la relation négative observée.

2.3.Interprétions des résultats

Conformément aux attentes, nous constatons que les intermédiaires en bourse sont plus susceptibles d'utiliser la méthode des multiples lorsque l'entreprise est prévue pour être relativement rentable dans l'année en cours (PROF). Nous constatons également que les entreprises à croissance rapide (GROW) sont plus susceptibles d'être évalués en utilisant l'évaluation par les méthodes des multiples. Nous en déduisons que la valeur de l'entreprise à forte croissance est dérivé de possibilités qui sont plus facilement évalués en utilisant l'évaluation des multiples de croissance.

Nous signalons que le total actif est un déterminant important du choix de la méthode de la valeur ajoutée économique. L'utilisation de la méthode de la valeur ajoutée économique est plus fréquente lorsque les entreprises sont plus âgées. Contrairement à nos attentes, nous ne trouvons pas une utilisation élevée de la méthode de la valeur ajoutée économique lors de l'évaluation des entreprises avec plus d'actifs tangible (AIP).

Les évaluateurs ont une préférence pour le modèle d'actualisation des dividendes lorsque l'entreprise a l'intention de payer une fraction importante de ses revenus futurs sous forme de dividendes (payout). Les intermédiaires en bourse sont également moins susceptibles d'utiliser le modèle d'actualisation des dividendes lors de l'évaluation des entreprises qui ont un ratio d'immobilisation corporelle important, ou qui sont relativement rentables (PROF). Nous ne constatons pas de support pour notre conjecture que les intermédiaires en bourse sont plus susceptibles d'utiliser le modèle d'actualisation des dividendes à valoriser les entreprises les plus âgées, et les grandes entreprises (LnSIZE) et les entreprises avec une croissance des ventes relativement faible prévue (GROW).

Les intermédiaires en bourse semblent préfère utiliser la méthode des goodwill lorsque l'entreprise est plus âgée et qui ont plus d'actifs tangible (AIP). En effet le coefficient associe a ses variable et positif et significatif au seuil de 5%. Par ailleurs, Contrairement à nos attentes, nous ne trouvons pas une utilisation élevée de la méthode de goodwill lors de l'évaluation des grandes entreprises (LnSIZE).

3. Vérification de la qualité prédictive des modèles :

Les classements des choix des méthodes de valorisation des entreprises introduites en bourse par les évaluateurs ou les intermédiaires en bourse dans l'échantillon. C'est à partir de là que nous allons obtenir un taux de bon classement qui permet d'évaluer la qualité prédictive des modèles étudiés.

Les tableaux de classement sont élaboré sous le logiciel STATA est présentés dans les tableaux suivants :

Tableau 15: Test de la qualité prédictive du modèle 1

		Choix prévu		Total
		1	0	
Choix réel	1	8	2	10
	0	4	16	20

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Ce tableau nous permet de calculer les différents taux de classification :

- ✓ Le taux de bon classement du choix d'utilisation de la méthode des multiples : $(8+16)/30= 80\%$
- ✓ Le taux de bon classement des entreprises prévues pour être évalué par les multiples et qui ont évalué par les multiples : $8/12= 66,67\%$
- ✓ Le taux de bon classement des entreprises prévues pour ne pas être évalué par les multiples et qui ont évalué par autres méthodes : $16/18=88.89\%$

Tableau 16: Test de la qualité prédictive du modèle 2

		Choix prévu		Total
		1	0	
Choix réel	1	14	2	16
	0	1	13	14

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Ce tableau nous permet de calculer les différents taux de classification :

- ✓ Le taux de bon classement du choix d'utilisation de la méthode de création de valeur :
 $(14+13)/30= 90\%$
- ✓ Le taux de bon classement des entreprises prévues pour être évalué par la méthode de création de valeur et qui ont été évalué par la méthode de création de valeur :
 $14/15= 93,33\%$
- ✓ L'indicateur de la bonne capacité prédictive des entreprises prévues pour ne pas être évalué par la méthode de création de valeur et qui ont été évalué par autres méthodes :
 $13/15=86.67\%$

Tableau 17: Test de la qualité prédictive du modèle 3

		Choix prévu		Total
		1	0	
Choix réel	1	9	2	11
	0	2	17	19

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Ce tableau nous permet de calculer les différents taux de classification :

- ✓ Le taux de bon classement du choix d'utilisation de la méthode des dividendes:
 $(9+17)/30= 86,67\%$
- ✓ Le taux de bon classement des entreprises prévues pour être évalué par les dividendes et qui ont été évalué par les dividendes : $9/11= 81,82\%$
- ✓ Le taux de bon classement des entreprises prévues pour ne pas être évalués par les dividendes et qui ont été évalué par autres méthodes : $17/19=89.47\%$

Tableau 18: Test de la qualité prédictive du modèle 4

		Choix prévu		Total
		1	0	
Choix réel	1	12	4	16
	0	4	10	14

Source : Elaboré par l'étudiante suite au output du logiciel STATA

Ce tableau nous permet de calculer les différents taux de classification :

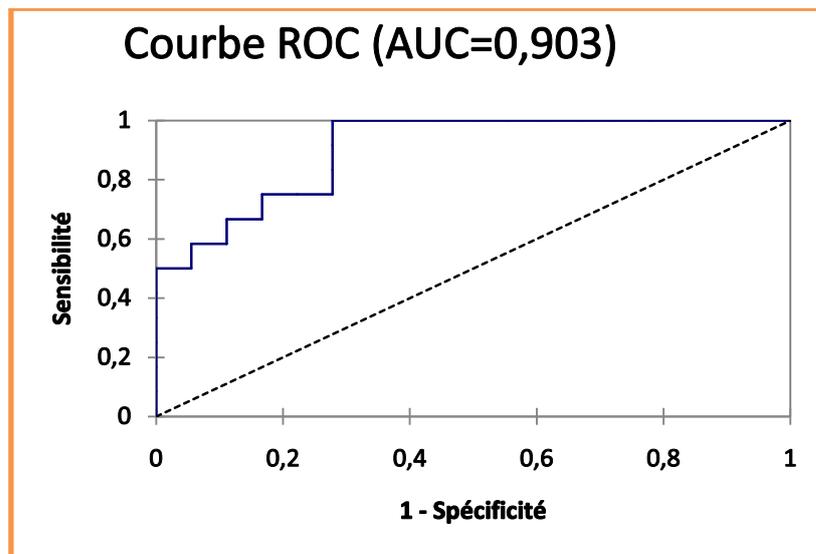
- ✓ Le taux de bon classement du choix d'utilisation de la méthode des goodwill:
 $(12+10)/30= 73,33\%$
- ✓ Le taux de bon classement des entreprises prévues pour être évalué par les goodwill et qui ont évalué par les goodwill : $12/16= 75\%$
- ✓ Le taux de bon classement des entreprises prévues pour ne pas être évalué par les goodwill et qui ont évalué par autres méthodes : $10/14=71.43\%$

4. Analyse de la robustesse des modèles :

Dans ce qui suit on va tester la performance des modèles étudiés à partir de la courbe de Roc, on observe la courbe de Roc sur un graphique établi par Xlstat.

A. Courbe de Roc du modèle 1 :

Figure 5: Courbe de ROC du modèle 1

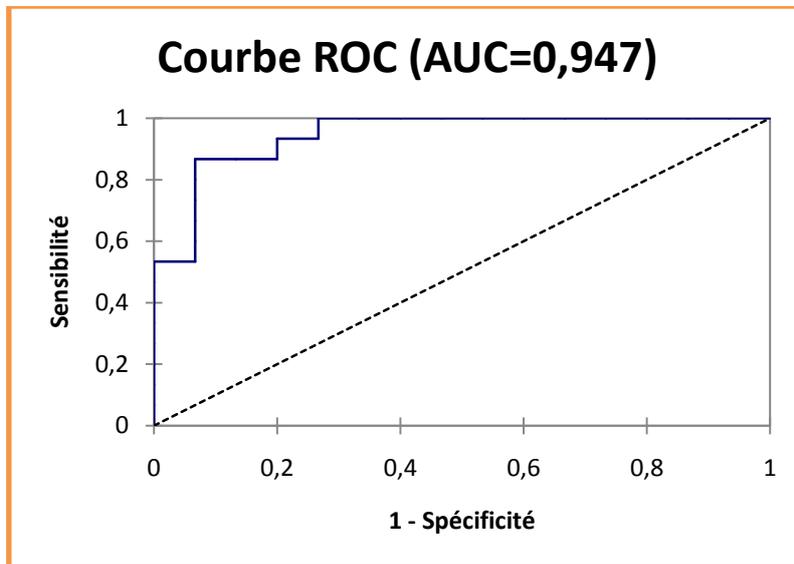


Source : Output du logiciel Xlstat

On constate que la courbe Roc est très proche du modèle parfait, c'est ce qui a augmenté la surface en dessous de la courbe roc de notre modèle, et cela a donné une surface sous la courbe Roc de $AUC=0,903$ et donc proche de 1, plus le AUC est proche de 1, meilleur est le modèle.

B. Courbe de Roc du modèle 2 :

Figure 6: Courbe de ROC du modèle 2

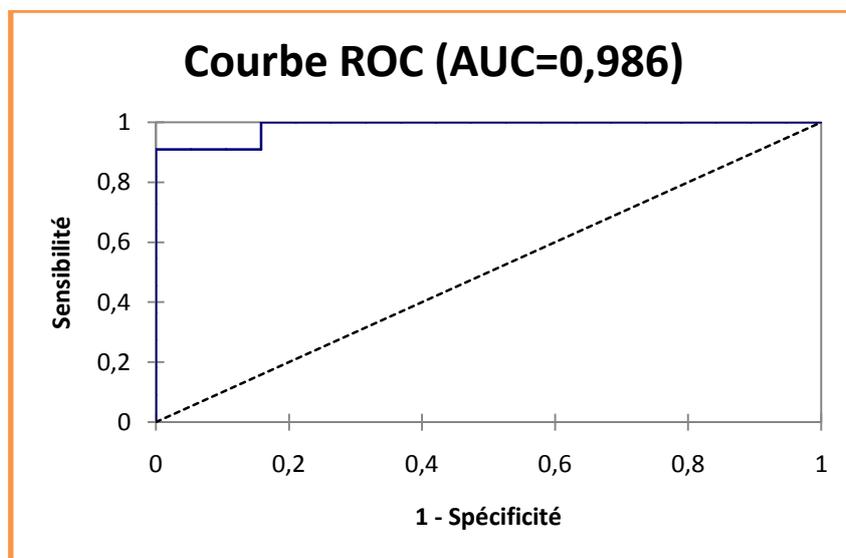


Source : Output du logiciel Xlstat

On constate que la courbe Roc est très proche du modèle parfait, c'est ce qui a augmenté la surface en dessous de la courbe roc de notre modèle, et cela a donné une surface sous la courbe Roc de $AUC=0,947$ et donc proche de 1, plus le AUC est proche de 1, meilleur est le modèle

C. Courbe de Roc du modèle 3 :

Figure 7: Courbe de ROC du modèle 3

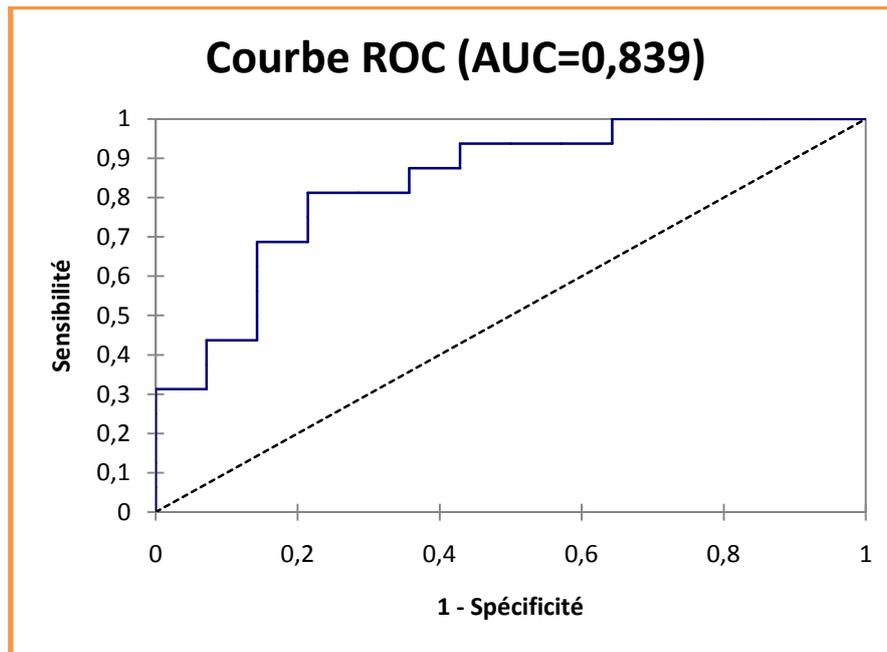


Source : Output du logiciel Xlstat

On constate que la courbe Roc est très proche du modèle parfait, c'est ce qui a augmenté la surface en dessous de la courbe roc de notre modèle, et cela a donné une surface sous la courbe Roc de $AUC=0,986$ et donc proche de 1, plus le AUC est proche de 1, meilleur est le modèle.

D. Courbe de Roc du modèle 4 :

Figure 8: Courbe de ROC du modèle 4



Source : Output du logiciel Xlstat

On constate que la courbe Roc est très proche du modèle parfait, c'est ce qui a augmenté la surface en dessous de la courbe roc de notre modèle, et cela a donné une surface sous la courbe Roc de $AUC=0,839$ et donc proche de 1, plus le AUC est proche de 1, meilleur est le modèle.

Conclusion

Nous avons essayé à travers ce chapitre d'examiner les déterminants du choix des méthodes de valorisation utilisé par les intermédiaires boursiers lors de l'évaluation des entreprises introduites sur un échantillon de 30 IPOs tunisiennes.

Nous trouvons que les cabinets d'évaluation semblent opter pour la méthode des multiples pour valoriser les sociétés introduites en bourse lorsque les entreprise sont profitables et présente une croissance rapide du chiffre d'affaire. D'une autre part, ils préfèrent utiliser la méthode de goodwill lorsque les entreprises sont plus âgées et caractérisés par un ratio d'immobilisation corporelle plus élevé

Les cabinets d'évaluation et/ou les intermédiaires boursiers optent pour la méthode des dividendes lorsque l'entreprise candidates à l'introduction a l'intention de payer une fraction importante de ses revenus futurs sous forme de dividendes. Par ailleurs, lorsque les entreprises sont âgées et de grande taille les évaluateurs optent pour la méthode de création de valeur.

CONCLUSION GENERALE

La valorisation d'une introduction en bourse, c'est-à-dire la détermination d'une fourchette de prix proposé aux souscripteurs éventuels à pu être définie comme une combinaison entre l'art et la science (McCarthy 1999).

L'évaluation des entreprises s'impose comme une opération au préalable nécessaire, et revêt une importance primordiale dans la mesure où elle permet de fixer le prix d'émission des nouvelles actions.

Divers méthodes sont susceptibles d'être mises en œuvre. Nous avons examiné dans ce présent travail le choix de ces méthodes par les cabinets d'évaluation et les intermédiaires boursiers lors de l'introduction des entreprises en bourse.

A travers ce mémoire, nous avons tenté de répondre à la problématique énoncée dans l'introduction et ceci en organisant le plan du travail en trois parties complémentaires. L'objet de chacune de ces parties ainsi que les principales conclusions auxquelles nous sommes arrivés sont les suivants :

En première lieu, nous avons montré que le contexte dans lequel se déroulera l'opération d'évaluation ne peut s'opérer indépendamment du cadre général qui la régit. Ce cadre général amènera l'évaluateur à adopter une démarche cohérente qui affectera ainsi les résultats de l'opération d'évaluation. Ensuite il apparaît nécessaire d'envisager un diagnostic de situation permettant d'appréhender les enjeux de l'entreprise face à ses marchés, concurrents et impératifs économiques.

En deuxième partie, l'évaluation qui consiste à dérouler une ou plusieurs méthodes peut aboutir à plusieurs valeurs selon l'approche et la méthode utilisée. En effet, la valeur de l'entreprise change selon qu'elle soit axée sur le patrimoine ou sur la rentabilité future. Certaines méthodes peuvent, effectivement, mieux correspondre à des circonstances précises et sont alors retenues, mais il est fréquent que pour tenir compte des différents aspects de la valeur, plusieurs méthodes soient combinées.

L'application des différentes méthodes d'évaluation aboutira à un encadrement de la valeur pour proposer une base de négociation.

Dans la troisième et la dernière partie, nous avons comparé l'utilisation de quatre méthodes d'évaluation par les intermédiaires boursiers lors de l'introduction des entreprises en bourse. En effet nous avons réalisé une étude empirique sur 30 introductions sur la bourse de Tunis pour la période allant du « Janvier 2005 jusqu'à Aout 2015 ».

Nous trouvons que Les cabinets d'évaluation ou les intermédiaires boursiers semblent opter pour la méthode des multiples pour valoriser les sociétés introduites en bourse lorsque les entreprises sont profitables et présente une croissance rapide du chiffre d'affaire. D'une autre part, ils préfèrent utiliser la méthode de goodwill lorsque les entreprises sont plus âgées et caractérisés par un ratio d'immobilisation corporelle plus élevé.

Les intermédiaires boursiers ou les cabinets d'évaluation optent pour la méthode des dividendes lorsque l'entreprise candidates à l'introduction a l'intention de payer une fraction importante de ses revenus futurs sous forme de dividendes. Par ailleurs, lorsque les entreprises sont âgées et de grande taille les évaluateurs optent pour la méthode de création de valeur.

Pour conclure, cette étude étend les conclusions de *Demirakos et al. (2004)* en vérifiant l'utilisation de la méthode d'évaluation dans le cadre d'introductions en bourse et comprenant un ensemble plus riche de déterminants dans notre modèle empirique. Elle confirme aussi l'étude de *Roosenboom.P(2007)* sur l'utilisation des méthodes d'évaluation. Nous signalons que les caractéristiques des entreprises, sont des déterminants importants du choix de la méthode d'évaluation.

Les cabinets d'évaluation ne sélectionnent pas les méthodes d'évaluation au hasard, mais au moins ils fondent leurs décisions sur les circonstances de l'industrie, des facteurs spécifiques à l'entreprise.

La littérature d'évaluation existante se concentre sur une comparaison entre la précision de l'évaluation des différentes méthodes d'évaluation ou sur la meilleure façon de sélectionner des sociétés comparables pour l'évaluation des multiples. Toutefois, nous constatons un manque des recherches sur les déterminants du choix des méthodes d'évaluation. Les futures études pourraient mener une vaste enquête auprès des analystes

financiers afin de donner plus de lumière sur le pourquoi et quand ils utilisent une méthode d'évaluation particulière. Une autre suggestion pour de futures recherches est d'étudier si l'utilisation de plusieurs méthodes d'évaluation est associée avec une précision d'évaluation plus élevé. Enfin, l'utilisation de méthodes d'évaluation dans d'autres contextes mérite davantage d'attention.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

1. Ouvrages

- Brilman.J&Maire.C** ; Manuel d'évaluation des entreprises, les ED d'organisation, 1998.
- CHAPALAIN.G**, Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise, Ed EMS, Paris ,2004
- CHOINEL.A**, Introduction à L'INGENIERIE FINANCIERE : Evaluation, boîte à outils, montages financiers, communication financière et déontologie, Ed REVUE BANQUE, 2002.
- Claude.JF**, Le management par les valeurs, LIAISONS, Paris, 2003
- CONSO.P-HEMISL.F** -L'entreprise en 20 leçons .Stratégie .Gestion. Fonctionnement, Dunod, 2003
- Coulardeau.M;Leprado.P**, Reprise d'entreprise, Darios&Pearson Education, France, 2009
- DELECOURT Michèle FINE.P** , Négocier une Entreprise ,Comment réussir ses Fusions&Acquisitions ,LEXTENSO, Paris ,Octobre 2008
- DUPLAT.CA**, Evaluez votre entreprise, Ed VUIBERT, 2007
- DURAND.R**, Guide du management stratégique, Ed Dunod, Paris, 2003
- Faille.PA**, Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises, Larcier, bruxelle, 2001
- Freres.M&Rivière.G**,L'introduction en bourse : mode d'emploi , ED d'Organisation, 2000
- GEORGES.L** , Evaluation d'entreprise, Dunod, Paris,2011
- GUIDICLS, COULAUD.A**, Transmission et Reprise d'entreprise, ELLIPSES, Paris , 2008
- Ibbotson. R.G & Ritter. J.R**, Initial Public Offerings , Ziembra (eds.), Handbook of Finance, 1995
- JOKUNG-NGUENA.O, ARREGLE.JL, DE RONGE.Y, ULAGA.W** - Introduction Au Management De La Valeur, Dunod, Paris, 2001
- JOURNIER.JB & TOURNIER.JC**, Evaluation d'entreprise *Que vaut une entreprise ?*, Quatrième édition, Groupe Eyrolles, Paris, 2011
- Juguet.V; Giraudon.P ; Onnée.S** , Evaluation d'entreprises, Darios&Pearson Education, France, 2009
- La Bruslerie.H**, Analyse financière, information financière, diagnostic et évaluation, 4ème édition, Dunod, Paris, 2010
- LA CHAPPELLE.P**, L'évaluation des Entreprises, ECONOMICA, Paris, Janvier 2002
- LASARY**, Diagnostic et redressement d'entreprise, Collection les indispensables, EL DAR EL OTHMANIA Edition Distribution, 2007

MARION.A, Le Diagnostic d'Entreprise Méthode Et Processus, ECONOMICA, Paris, Février 2003

MELYON.G, Gestion financière ,4ème édition, BREAL, France, 2007

PALOU.JM, Les méthodes d'évaluation d'entreprise, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2003

PARIENTÉ.S, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Collection Synthex, Paris, 2007

Penman.SH, Financial Statement Analysis and Security Valuation (2d ed.), McGraw-Hill, New York. 2001

Rocher-Meunier.B, L'essentiel du diagnostic financier, 5ème Edition, édition d'organisation, Paris, 2012

SION.M, Réussir son business plan : Méthodes, outils et astuces, Ed DUNOD, 2^{ème} édition, Paris, 2010.

TCHEMENI.E, L'évaluation des entreprises, 2ème Edition, Economica, Paris, 1998

THAUVRON.A. Evaluation d'entreprise, Ed ECONOMICA, 2ème édition, Paris, 2007.

Vernimmen.P, Finance d'entreprise, 5ème Édition , DALLOZ, Paris,2002

VIZZAVONA.P , Évaluation des Entreprises : Cours & Etudes de cas corrigés, Ed BERTI, Alger.

2. Articles & Publications

Allison.S ; Hall.C ; McShea.D ; VanYe.K ,The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors , Merrill Corporation ,Copyright Perkins Coie LLP,2008

Baker, M. and J. Wurgler, « A Catering Theory of Dividends », *Journal of Finance* n° 59,2004

Bartov, E., P. Mohanram and C. Seethamraju, « Valuation of Internet Stocks R An IPO Perspective », *Journal of Accounting Research* n°40, 2002

Beatty, R.P. and J.R. Ritter, « Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings », *Journal of Financial Economics* n°15, 1986

Begović.SV, Momčilović.M, Jovin.S , Advantages and limitations of the discounted cash flow to firm valuation,2013

Berger, P. « Discussion of Valuation of Internet Stocks R An IPO Perspective », *Journal of Accounting Research* n°40, 2002

Bhattacharya, « Imperfect Information, Dividend Policy, and the „Bird in the Hand Fallacy », *The Bell Journal of Economics* n°10, 1979

- Boatsman, J.R. and E.F. Baskin**, « Asset valuation with Incomplete Markets », *Accounting Review* n°56, 1981
- Carter, R. and S. Manaster**, « Initial Public Offerings and Underwriter Reputation », *Journal of Finance* n° 45, 1990
- Claude JANSSENS** – « Réflexions Générales Sur La Valeur D'une Entreprise ; L'approche Industrielle », *Accountancy&Tax*, 2008
- Demirakos, E.G., N.C. Strong and M. Walker**, « What Valuation Models Do Analysts Use? », *Accounting Horizons* n° 18, 2004
- E.BOUTRON ; J.GAJEWSKI ; C. GRESSE ; F.LABÉGORRE**, Les procédures d'introduction en bourse en Europe : évolution des pratiques et perspectives, *Revue d'économie financière*, n°82, 2006.
- Fama, E.F. and K.R. French**, « Industry Costs of Equity », *Journal of Financial Economics* n°43, 1997
- Fernander.P**, Company valuation methods : The most common errors in valuations , 2007
- Gilles ARIETTI**, « Le diagnostic préalable à l'évaluation », *Economie & Comptabilité*, N°242, Paris JUIN 2009
- Houston, J., C. James and J. Karceski**, « What a Difference a Month Makes: Stock Analyst Valuations Following Initial Public Offerings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* n°41, 2006
- JEAN-CHRISTOPHE BUSSON**, « L'approche analogique (ou l'évaluation par les comparables) » *Economie & Comptabilité _ N°242 _ JUIN 2009*
- Jean-Florent Rérolle**, « L'évaluation d'entreprise », *La Revue Fiduciaire et comptable*, n° 223- Novembre 1996
- Kim, M. and J.R. Ritter**, « Valuing IPOs », *Journal of Financial Economics* n° 53, 1999
- Laurent.C, KHOUATRA Djamel R** "La Mesure De La Création De Valeur Organisationnelle: Le Cas D'une Entreprise Du Secteur De La Gestion De Patrimoine", *Technologie et management de l'information :enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, France 2002*
- Liu, J., D. Nissim, J. Thomas**, « Equity Valuation Using Multiples », *Journal of Accounting Research* n°40, 2002,
- McCarthy**, « Pricing IPOs: Science or Science Fiction? », *Journal of Accountancy* n°188, 1999,
- Nogueira Reis .NG ; MGAugusto**, The Terminal Value (TV) Performing in Firm Valuation, *Journal of Modern Accounting and Auditing, Portugal, ISSN Décembre 2013, Vol. 9, No. 12*

Pascale TYTGAT-*"Evaluation Des Entreprises"*, *Séminaire IEC*, 2 octobre 2010

Peter Roosenboom , « How Do Underwriters Value Initial Public Offerings?: An Empirical Analysis of the French IPO Market », *RSM Erasmus University*, 2007

Raoul DEPOUTOT - « La valeur de l'entreprise : l'approche par les groupes », *Division Synthèse des statistiques d'entreprises, INSEE*, Colloque ACN 2004, PARIS

Thomas LESOBRE, « Création De Valeur : Quels Risques Pour Des Centres De Profit ? Le Cas Air France », *21ÈME CONGRES DE L'AFC*, France, 2000

Tinic. S.M., « Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock », *Journal of Finance* n° 4, 1988

3. Thèses et mémoires

Flostrand.P, Valuation Relevance, the use of information and choice of method in equity valuation, thèse doctorat ,Université Uppsala, département d'économie , 2006

GLIZ.A , Valeur de l'entreprise et méthodes de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché ,thèse de Doctorat, Université d'Alger ,institut des sciences économiques ,2001

Laurent BATSCH, La Théorie De La Valeur De L'entreprise, Université Paris dauphine ,2009

Nassaka.D & Rottenburg.Z, Analysis of corporate valuation theories and a valuation of ISS A/S, Thèse Master, Finance et Business International, Danemark , 2011

Nguyen, Vu Thuy Linh, Discounted cash-flow and economic value added methods in corporate valuation, Thèse Doctorat en Business International, University Lahti, Finland ,2013

4. Sites internet

www.entrepriseevaluation.com

www.vernimen.fr

www.edubourse.com

www.revue-banque.fr

www.bvmt.com.tn

www.cmf.org

www.tunisievaleurs.tn

www.sgbv.dz

ANNEXES

Annexe 1: Analyse descriptive de l'échantillon

variable	obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
totalactif	30	58.66233	76.75401	5.03	321.31
age	30	20.16667	16.15034	2	60
aip	30	26.49867	18.06713	1.98	70.6
payout	30	25.635	24.60542	0	70
prof	30	15.56567	12.24031	5.26	55.95
growth	30	36.80567	79.14062	-15.73	448
nbr	30	2.966667	.6686751	2	4

Annexe 2: Analyse de corrélation des variables

	totala~f	age	aip	payout	prof	growth
totalactif	1.0000					
age	-0.0082	1.0000				
aip	0.1413	-0.1561	1.0000			
payout	0.0881	0.0945	0.0727	1.0000		
prof	0.0071	-0.2333	0.0302	-0.2125	1.0000	
growth	-0.1390	-0.2411	-0.2537	-0.2429	0.1551	1.0000

Annexe 3: Résultat de la régression logistique du modèle 1

```
Iteration 0: log likelihood = -20.19035
Iteration 1: log likelihood = -12.320678
Iteration 2: log likelihood = -11.368452
Iteration 3: log likelihood = -10.928671
Iteration 4: log likelihood = -10.906026
Iteration 5: log likelihood = -10.905965
Iteration 6: log likelihood = -10.905965
```

```
Logistic regression                               Number of obs =      30
LR chi2(6) =                                     18.57
Prob > chi2 =                                    0.0050
Pseudo R2 =                                      0.4598

Log likelihood = -10.905965
```

mult	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lnage	-.6866555	.8849512	-0.78	0.438	-2.421128 1.047817
lactif	-.5610665	.6509006	-0.86	0.389	-1.836808 .7146752
aip	.0143668	.0331018	0.43	0.664	-.0505115 .0792452
payout	.0063197	.0233724	0.27	0.787	-.0394894 .0521289
prof	.2700424	.1341029	2.01	0.044	.0072056 .5328791
growth	.0781948	.0629641	1.24	0.214	-.0452126 .2016021
_cons	-2.619061	4.265663	-0.61	0.539	-10.97961 5.741484

Annexe 4: Test de Wald (modèle 1)

```
( 1) [mult]lactif = 0
( 2) [mult]lnage = 0
( 3) [mult]growth = 0
( 4) [mult]prof = 0
( 5) [mult]payout = 0
( 6) [mult]aip = 0

      chi2( 6) =    14.47
      Prob > chi2 =    0.0248
```

Annexe 5: Test de la qualité prédictive (modèle 1)

Logistic model for mult

Classified	True		Total
	D	~D	
+	8	2	10
-	4	16	20
Total	12	18	30

Classified + if predicted Pr(D) >= .5
True D defined as mult != 0

Sensitivity	Pr(+ D)	66.67%
Specificity	Pr(- ~D)	88.89%
Positive predictive value	Pr(D +)	80.00%
Negative predictive value	Pr(~D -)	80.00%
False + rate for true ~D	Pr(+ ~D)	11.11%
False - rate for true D	Pr(- D)	33.33%
False + rate for classified +	Pr(~D +)	20.00%
False - rate for classified -	Pr(D -)	20.00%
Correctly classified		80.00%

Annexe 6: Test de Hosmer-Lemeshow (modèle 1)

Logistic model for mult, goodness-of-fit test

```
number of observations =    30
number of covariate patterns =    30
      Pearson chi2(23) =    18.18
      Prob > chi2 =    0.7477
```

Annexe 7: Test des effets marginaux (modèle 1)

Marginal effects after logit
 $y = \text{Pr}(\text{mult}) (\text{predict})$
 $= .77782143$

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
lnage	-.1186645	.1533	-0.77	0.439	-.41912 .181791	2.68737
lactif	-.0969608	.10553	-0.92	0.358	-.303805 .109883	3.39841
aip	.0024828	.00612	0.41	0.685	-.009508 .014473	26.4987
payout	.0010921	.00426	0.26	0.798	-.00726 .009444	25.635
prof	.0466674	.02146	2.17	0.030	.004609 .088725	15.5657
growth	.0135132	.007	1.93	0.054	-.000205 .027232	36.8057

Annexe 8: Résultat de la régression logistique du modèle 2

Iteration 0: log likelihood = -20.794415
 Iteration 1: log likelihood = -8.7442565
 Iteration 2: log likelihood = -8.3793618
 Iteration 3: log likelihood = -8.3748659
 Iteration 4: log likelihood = -8.3748629
 Iteration 5: log likelihood = -8.3748629

Logistic regression

Number of obs = 30
 LR chi2(6) = 24.84
 Prob > chi2 = 0.0004
 Pseudo R2 = 0.5973

Log likelihood = -8.3748629

eva	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lnage	2.277466	1.135756	2.01	0.045	.0514247 4.503507
lactif	2.924055	1.220692	2.40	0.017	.5315416 5.316568
growth	.017461	.0143914	1.21	0.225	-.0107456 .0456676
prof	.014047	.070475	0.20	0.842	-.1240814 .1521755
payout	.0348161	.0276998	1.26	0.209	-.0194746 .0891067
aip	.0411249	.0462138	0.89	0.374	-.0494525 .1317022
_cons	-18.77777	7.607319	-2.47	0.014	-33.68784 -3.867701

Annexe 9: Test de la qualité prédictive (modèle 2)

Logistic model for eva

Classified	True		Total
	D	~D	
+	14	2	16
-	1	13	14
Total	15	15	30

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as eva != 0

sensitivity	$\Pr(+ D)$	93.33%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	86.67%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	87.50%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	92.86%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	13.33%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	6.67%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	12.50%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	7.14%
Correctly classified		90.00%

Annexe 10: Test de Hosmer-Lemeshow (modèle 2)

Logistic model for eva, goodness-of-fit test

```

number of observations =      30
number of covariate patterns = 30
    Pearson chi2(23) =      28.53
        Prob > chi2 =      0.1963
  
```

Annexe 11: Test de Wald (modèle 2)

```

( 1) [eva]lactif = 0
( 2) [eva]lnage = 0
( 3) [eva]growth = 0
( 4) [eva]prof = 0
( 5) [eva]payout = 0
( 6) [eva]aip = 0

      chi2( 6) =      15.09
    Prob > chi2 =      0.0196
  
```

Annexe 12: Test des effets marginaux (modèle 2)

Marginal effects after logit
 $y = \text{Pr}(\text{eva})$ (predict)
 $= .5611007$

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	x
lnage	.560864	.27769	2.02	0.043	.016611 1.10512	2.74107
lactif	.7200974	.29793	2.42	0.016	.136163 1.30403	3.39841
growth	.0043001	.00348	1.24	0.216	-.002515 .011115	36.8057
prof	.0034593	.01732	0.20	0.842	-.030487 .037406	15.5657
payout	.008574	.00665	1.29	0.197	-.004463 .021611	25.635
aip	.0101277	.01131	0.90	0.370	-.012037 .032292	26.4987

Annexe 13: Résultat de la régression logistique (modèle 3)

Iteration 0: log likelihood = -19.714733
 Iteration 1: log likelihood = -8.8313247
 Iteration 2: log likelihood = -7.6605373
 Iteration 3: log likelihood = -7.5022399
 Iteration 4: log likelihood = -7.4983392
 Iteration 5: log likelihood = -7.4983297
 Iteration 6: log likelihood = -7.4983297

Logistic regression

Number of obs = 30
 LR chi2(6) = 24.43
 Prob > chi2 = 0.0004
 Pseudo R2 = 0.6197

Log likelihood = -7.4983297

div	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lactif	-.4952542	.7664955	-0.65	0.518	-1.997558 1.007049
lnage	-1.362435	1.44458	-0.94	0.346	-4.193759 1.468889
aip	-.0624122	.0533331	-1.17	0.242	-.166943 .0421187
payout	.1416886	.0590307	2.40	0.016	.0259905 .2573866
prof	-.1056239	.1531677	-0.69	0.490	-.4058271 .1945793
growth	-.0063036	.0235525	-0.27	0.789	-.0524656 .0398584
_cons	3.140585	4.540005	0.69	0.489	-5.757661 12.03883

Annexe 14: Test la qualité prédictive (modèle 3)

Logistic model for div

Classified	True		Total
	D	~D	
+	9	2	11
-	2	17	19
Total	11	19	30

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as div != 0

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	81.82%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	89.47%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	81.82%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	89.47%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	10.53%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	18.18%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	18.18%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	10.53%
correctly classified		86.67%

Annexe 15: Test de Hosmer-Lemeshow (modèle 3)

Logistic model for div, goodness-of-fit test

number of observations =	30
number of covariate patterns =	30
Pearson chi2(23) =	16.13
Prob > chi2 =	0.8496

Annexe 16 : Test de Wald (modèle 3)

(1)	[mult]lactif = 0
(2)	[mult]lnage = 0
(3)	[mult]growth = 0
(4)	[mult]prof = 0
(5)	[mult]payout = 0
(6)	[mult]aip = 0
	chi2(6) = 14.47
	Prob > chi2 = 0.0248

Annexe 17: Test des effets marginaux (modèle 3)

Marginal effects after logit
 y = Pr(div) (predict)
 = .10893855

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	x
lactif	-.0480748	.06763	-0.71	0.477	-.180624 .084474	3.39841
lnage	-.1322529	.15178	-0.87	0.384	-.429743 .165237	2.68737
aip	-.0060584	.00366	-1.66	0.098	-.013226 .001109	26.4987
payout	.0137538	.00612	2.25	0.025	.001764 .025743	25.635
prof	-.010253	.00942	-1.09	0.276	-.028716 .00821	15.5657
growth	-.0006119	.0008	-0.76	0.446	-.002186 .000962	36.8057

Annexe 18: Résultat de la régression logistique (modèle 4)

```
Iteration 0: log pseudolikelihood = -20.727699
Iteration 1: log pseudolikelihood = -13.518425
Iteration 2: log pseudolikelihood = -13.386731
Iteration 3: log pseudolikelihood = -13.385755
Iteration 4: log pseudolikelihood = -13.385755
```

Logistic regression

```
Number of obs = 30
Wald chi2(6) = 15.49
Prob > chi2 = 0.0168
Pseudo R2 = 0.3542
```

Log pseudolikelihood = -13.385755

gw	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lactif	.7230079	.505036	1.43	0.152	-.2668444 1.71286
lnage	1.845943	.7992574	2.31	0.021	.2794273 3.412459
aip	.0865145	.0318601	2.72	0.007	.0240698 .1489592
growth	.0062849	.0055807	1.13	0.260	-.0046531 .017223
prof	.0406099	.0355246	1.14	0.253	-.0290171 .1102369
payout	-.0088815	.0210941	-0.42	0.674	-.0502253 .0324622
_cons	-10.08804	3.755885	-2.69	0.007	-17.44944 -2.72664

Annexe 19: Test de Hosmer-Lemeshow (modèle 4)

Logistic model for gw, goodness-of-fit test

```
number of observations = 30
number of covariate patterns = 30
Pearson chi2(23) = 24.39
Prob > chi2 = 0.3823
```

Annexe 20: Test de Wald (modèle 4)

```
( 1) [gw]lactif = 0
( 2) [gw]lnage = 0
( 3) [gw]growth = 0
( 4) [gw]prof = 0
( 5) [gw]payout = 0
( 6) [gw]aip = 0

      chi2( 6) =    15.49
      Prob > chi2 =    0.0168
```

Annexe 21: Test des effets marginaux (modèle 4)

```
Marginal effects after logit
y = Pr(gw) (predict)
= .56415802
```

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	x
lactif	.1777759	.12161	1.46	0.144	-.060573 .416125	3.39841
lnage	.4538874	.19961	2.27	0.023	.062664 .845111	2.68737
aip	.0212725	.00805	2.64	0.008	.005495 .03705	26.4987
growth	.0015454	.00138	1.12	0.264	-.001164 .004254	36.8057
prof	.0099853	.00876	1.14	0.254	-.007185 .027155	15.5657
payout	-.0021838	.00523	-0.42	0.677	-.012442 .008075	25.635

Annexe 22: Test de la qualité prédictive (modèle 4)

Logistic model for gw

Classified	True		Total
	D	~D	
+	12	4	16
-	4	10	14
Total	16	14	30

Classified + if predicted Pr(D) >= .5
True D defined as gw != 0

Sensitivity	Pr(+ D)	75.00%
Specificity	Pr(- ~D)	71.43%
Positive predictive value	Pr(D +)	75.00%
Negative predictive value	Pr(~D -)	71.43%
False + rate for true ~D	Pr(+ ~D)	28.57%
False - rate for true D	Pr(- D)	25.00%
False + rate for classified +	Pr(~D +)	25.00%
False - rate for classified -	Pr(D -)	28.57%
correctly classified		73.33%

TABLE DES MATIERES

LISTE DES FIGURES.....	I
LISTE DES TABLEAUX	II
LISTE DES ANNEXES	III
LISTE DES ABREVIATIONS	IV
INTRODUCTION GENERALE	A
CHAPITRE 1 : Cadre conceptuel de valorisation des entreprises lors d'introduction en bourse	5
Section 1 : Mécanisme d'introduction en bourse	2
1. Généralités sur l'introduction en bourse	2
1.1. Définition de la Bourse	2
1.2. Avantages et inconvénients d'une introduction en bourse.....	3
1.3. Conditions de l'introduction en bourse	5
2. Modalités et Procédures d'introduction en bourse	6
A- Modalités d'introduction	6
B- Procédures d'introduction	6
3. Processus d'introduction en bourse:	7
3.1. Phase préliminaire :.....	8
3.2. Phase d'introduction :.....	9
3.3. Phase de poste introduction :.....	9
Section 2 : Généralité sur la valorisation d'entreprise	10
1. La notion de valeur d'entreprise.....	10
1.1. Définition de valeur :.....	10
1.2. Valeur et prix :.....	11

2. Contexte et destinataires d'évaluation d'entreprise.....	11
2.1. Contexte d'évaluation d'entreprise	11
2.1.1 Evaluation pour un besoin interne :.....	12
2.1.2 L'ouverture du capital :	12
2.1.3 Les opérations de croissance externes:.....	12
2.1.4 Les transmissions :	12
2.1.5 L'évaluation fiscale :	12
2.2. Destinataires d'évaluation d'entreprise	13
3. Paramètres d'évaluation.....	13
3.1. L'horizon temporel :.....	13
3.2. Taux d'actualisation :	14
3.3. Le taux de croissance de l'activité :	16
Section 3 : Le processus d'évaluation	17
3.1. Le diagnostic de l'entreprise :	17
1. Le diagnostic fonctionnel :.....	17
1.1. Le diagnostic technique :.....	17
1.2. Le diagnostic des approvisionnements :.....	18
1.3. Le diagnostic commercial :	18
1.4. Le diagnostic juridique et fiscal :	19
1.5. Le diagnostic d'organisation et des ressources humaines:.....	19
2. Le diagnostic financier :	19
2.1. L'équilibre financier :.....	20
2.2. La performance de l'entreprise :	21
2.3. La rentabilité de l'entreprise :	22
3. Le diagnostic stratégique :.....	23

3.2. Le business plan	24
1. Définition :	24
2. Objectifs :	24
3. Utilité du Business Plan:	25
4. Destinataires d'un business plan :	25
5. Démarche et contenu du business plan :	25
3.3. L'évaluation	27
CHAPITRE 2 : Les methodes d'evaluationde des entreprises	29
Section 1 : Les Méthodes Patrimoniales.....	31
1. Principe de la méthode.....	31
2. Actif net comptable (ANC)	31
3. Actif net comptable corrigé (ANCC) :.....	32
4. Méthode de goodwill	33
4.1. Définition du goodwill	34
4.2. Les principales méthodes de calcul du goodwill :	36
4.2.1. La méthode des anglo-saxons :	36
4.2.2. La méthode des praticiens :	36
4.2.3. La méthode de L'union des Experts Comptables.....	37
4.2.4. Les méthodes de la rente de goodwill actualisée :	37
4.3. Appréciation de la méthode	37
Section 2 : Les méthodes analogiques.....	39
1. Principe de la méthode.....	39
2. Catégorie de multiples de valorisation	39
2.1. Multiples De Valeur De Fonds Propres.....	40
2.1.1 Le Price Earning Ratio (P/E) ou PER	40

2.1.2. Le Price to Cash Flow (P/CF)	42
2.1.3. Le multiple de l'actif net (P/AN)	42
2.2. Multiples De Valeur D'entreprise.....	42
2.2.1. Multiple d'EBITDA	42
2.2.2. Multiple d'EBIT ou « Multiple de résultat d'exploitation »	43
2.3. Autres multiples.....	44
3. Appréciation de la méthode analogique	44
Section 3: Les Méthodes Dynamiques	46
1. Principes et méthodologie	46
2. Méthodes des Cash Flow actualisés DCF	46
2.1. Définition	46
2.2. Appréciation de la méthode DCF.....	48
3. Méthodes des flux de dividendes	49
3.1. La méthode Irving Fisher	49
3.2. La méthode de Gordon Shapiro.....	49
3.3. La méthode de Bates	50
3.4. Appréciation de la Méthode des flux de dividendes	52
4. Méthode de la création de valeur	52
4.1. La valeur économique ajoutée (EVA)	52
4.1.1. Principe de la méthode :	52
4.1.2. Appréciation de la méthode.....	54
4.2. La valeur ajoutée du marché (MVA)	54
4.2.1. Principe de la méthode :	54
4.2.2 Appréciation de la méthode MVA	55

CHAPITRE 3 :Modelisation du choix des methodes d’evaluation.....	57
Section1 : Présentation de la base de données et analyse de l’introduction en bourse de Tunis	59
1. Construction de la base de données	59
2. Analyse de l’introduction en bourse de Tunis	60
2.1. La cote à la bourse.....	60
2.1.1. Le marché principal :	62
2.1.2. Le marché alternatif :	62
2.2. Les procédures de l’introduction en bourse	63
2.2.1. La procédure ordinaire	63
2.2.2. La cession de titres	63
2.2.3. L’augmentation de capital	64
Section 2 : La modélisation du choix des méthodes d’évaluation des IPOs.....	66
1. Présentation des variables d’étude	66
2. Méthodologie d’étude :	69
2.1. Le modèle de la régression logistique	70
2.2. Présentation du modèle :	70
2.3. Analyse de corrélations des variables :	72
3. Analyse descriptives :.....	73
Section 3: Tests des modèles et interprétation des résultats.....	76
1. Test de validité des modèles :	76
1.1. Test de maximum de vraisemblance :	76
1.2. Test de McFadden Pseudo R^2 :	77
1.3. Test de Hosmer-Lemeshow :	78

2. Vérification de significativité des variables explicatives et interprétation des résultats.....	79
2.1. Etude des signes des coefficients estimés	79
2.2. Etude de significativité des variables	81
2.3. Interprétions des résultats.....	83
3. Vérification de la qualité prédictive des modèles :.....	85
4. Analyse de la robustesse des modèles :.....	87
CONCLUSION GENERALE	91
BIBLIOGRAPHIE.....	94
ANNEXES.....	99