

**MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE  
SCIENTIFIQUE**

## **ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE**

**Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences  
Financières et Comptabilité**

**Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE**

**THEME :**

### **L'EVALUATION D'ENTREPRISE: selon les méthodes financières**

**étude de Cas : Groupe GEMA-Alger**

**Elaboré par :**

**Bacha Badreddine**

**Encadreur :**

**Pr Lalaoui Amor**

**Lieu du stage : Groupe GEMA-Alger**

**Période du stage : mars 2020**

**2019/2020**

## **Dédicace:**

*je dédie ce travail à tous ceux qui m'ont accompagné le long de mon cursus scolaire à travers les différents paliers. je cite particulièrement mon père et ma mère, ma sœur et mes deux frères aînés pour le soutien et l'encouragement qu'ils m'ont toujours réservé. que dieu les garde .*

*Bacha Badreddine*

## **Remerciement**

*Au terme de ce stage pratique de fin de cycle, je ne manque pas d'exprimer mes sincères remerciements à l'égard du Docteur Mr Lalaoui Amor, Professeur à l'école supérieur de commerce à Kolea, pour ces précieux conseils et sa carté pédagogique qu'il ma toujours accordée .sans oublier d'exprimer ma reconnaissance et mon respect enversle professeur Benziadi Jamal pour ca disponibilité le long de l'élaboration de ce présent mémoire ainsi que pour m'avoir recommandé au prés de l'honorable Mr El BEY Mohamed Directeur des Finances de la Comptabilité et du Portefeuille au sein de l'entreprise public GEMA: Société Générale Maritime, par le biais j'ai intégré cette société en ma qualité de stagiaire.*

*Ainsi j'exprime ma reconnaissance et mon profond respect envers Mon tuteur en l'occurrence Mr EL Bey Mohamed pour son accueil, son dévouement, ses orientations et sa disponibilité pour répondre à toutes mes préoccupations portant sur les différents aspects du fonctionnement de l'établissement GEMA. enfin j'adresse l'expression de mon respect les plus sincère et ma considération envers l'équipe responsable administrative et pédagogique de l'école supérieur de commerce de Kolea.*

### **Liste des tableaux :**

Numéro de tableau	intitulé	N° de page
1	le diagnostic SWOT (externe).	20
2	le diagnostic SWOT (interne).	22
3	Les principaux inducteurs de valeur	47
4	l'échantillon sectoriel.	48
5	variation en % du RN, EBE, consommation	79
6	les ratios de solvabilités (2015-2019)	82
7	Taux de rentabilité	83
8	Ratio de liquidité	83
9	cash-Flows	89
10	Méthode patrimoniale	90

### **Liste des figures:**

Numéro de tableau	intitulé	N° de page
1	Etapas-clés de l'évaluation d'entreprise	17
2	Les compétences clés de l'évaluateur	18
3	Outils-clés de l'évaluateur	19
4	Le vendeur face à l'acheteur	27
5	Les acteurs d'une opération d'évaluation	30
6	Les cinq clés de l'examen d'une entreprise	32
7	Bilan en valeur de marché	45
8	Calcul des flux	53
9	Evolution des soldes intermédiaire de gestion	79

## **Résumé:**

L'évaluation d'entreprise est une opération qui consiste à calculer la valeur de l'entreprise par l'application de différentes méthodes d'évaluation qui doivent être compatibles tout en expliquant les motifs du choix car chaque méthode a ses spécificités qu'il convient de connaître pour faire un choix éclairé. Sachant qu'il y a plusieurs cas qui nécessitent une évaluation et diagnostique d'entreprise dont le capital investissement, l'introduction en bourse et fusion de deux sociétés.

L'objectif de notre travail est de valoriser la société GEMA avec deux méthodes différentes pour obtenir une fourchette de valeur et tout ça pour définir sa situation si elle est surévaluée ou sous-évaluée et voir s'il y a une méthode meilleure.

**Mots clés :** Evaluation, Valeur, méthodes ,GEMA.

## ملخص

تقويم مؤسسة هي عبارة عمليات حساب قيمة الشركة عن طريق آليات مختلفة التي لابد منها إن تكون متجانسة مع شرح علة اختيارك، لان كل طريقة لديها خصوصياتها التي يستحسن معرفتها للقيام بخيار يقين، مع العلم من وجود حالات تتطلب التقويم والتشخيص مؤسسة من بينها الاستثمار في رأس المال، الدخول في البورصة وإدماج شركتين.

الهدف من عملنا هذا هو تقييم مؤسسة GEMA بطريقتين مختلفتين للحصول على قيمتين وكل هذا لتعين حالتها ان زادوا قيمتها او انخفضت وإثبات إذ يوجد طريقة جيدة الكلمات الأساسية: تقييم، قيمة، GEMA ، طرق.

## **Summary:**

Business evaluation is an operation that calculates the company's value by applying different evaluation methods that should be compatible while explaining the reasons for the choice because each method has its specifications that must be known to make an informed choice. Given the fact that there are several cases requiring evaluation and diagnostic company including private equity, IPO (The initial Public Offering) and merger of two companies.

The aim of this work is to valorize the company of "GEMA" with two different methods to obtain a range of value, all this to define its situation whether it is overpriced or underpriced and see if there is a better method.

**Keywords:** Evaluation, Value, methods ,GEMA.

## Listes des abréviations :

**ANCC** : Actif Net Comptable Corrigé

**ANR** : Actif Net Réévalué

**BFR** : Besoin en Fonds de Roulement

**BP** : Business Plan

**BPA** : Bénéfice Par Action

**CA** : Chiffre d’Affaire

**CF** : Cash-Flow

**CMPC** : Cout Moyen Pondéré du Capital

**DCF**: Discounted Cash Flows

**DG**: Directeur Général

**EBE**: Excédent Brut d’Exploitation

**EBIT**: Earnings Before Interest and Taxes

**EBITDA**: Earnings Before Interest, Taxes, **depreciation**, and Amortization

**FCF**: Free Cash-flows

**FTD** : Flux de Trésorerie Disponible

**HT** : Hors Taxe

**IBS** : Impot sur les Bénéfice des Sociétés

**IFRS** : International Financial Reporting Standards

**ISO**: International Organization for Standardization

**LBO**: Leverage buy out

**MEDAF** : Modèle d’Evaluation des Actifs financiers

**MVA** : Market Value Added

**PDG** : Président Directeur Général



**PER: Price Earning Ratio**

**PME** : Petite et Moyenne Entreprise

**RAF** : Ratio d'Autonomie Financière

**RE** : Ratio d'Endettement

**RF**: Risk Rate

**Rm**: Market Rate

**R&D** : Recherche et Développement

**SARL** : Société à Responsabilité Limité

**SPA**: Société Par Action

**SWOT**: Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats

**TCR** : Tableau de Compte des Résultats

**Vcp** : Valeur des Capitaux Propres

**Vdt** : Valeur des Dettes

**VGE** : Valeur Globale de l'Entreprise

**VMP** : Valeur Mobilières de Placement

**VNC**: Valeur Nette Comptable

# **Sommaire :**

## **Partie Théorique**

<b>Introduction générale .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapitre 01 : Généralité sur l'évaluation d'entreprise .....</b>	<b>5</b>
▪ <b>SECTION 01 : Les notions de l'évaluation d'entreprise.....</b>	<b>7</b>
▪ <b>SECTION 02 : Le processus de l'évaluation.....</b>	<b>14</b>
▪ <b>SECTION 03 : Les intervenants dans l'évaluation.....</b>	<b>25</b>
<b>Chapitre 02 : Les différentes approches .....</b>	<b>33</b>
▪ <b>SECTION 01 : L'approche patrimoniale .....</b>	<b>35</b>
▪ <b>SECTION 02 : La méthode analogique (les méthodes comparatives).....</b>	<b>44</b>
▪ <b>SECTION 03 : La méthode prospective actualisé .....</b>	<b>52</b>

## **Partie Pratique**

<b>Chapitre 01 : évaluation du groupe GEMA.....</b>	<b>63</b>
▪ <b>SECTION 01 :Présentation du groupe GEMA.....</b>	<b>65</b>
▪ <b>SECTION 02 :Diagnostic du groupe GEMA.....</b>	<b>75</b>
▪ <b>SECTION 03 :évaluation de l'entreprise GEMA.....</b>	<b>85</b>
<b>CONCLUSION GENERALE.....</b>	<b>92</b>
<b>LES OBSTACLES RENCONTRES .....</b>	<b>95</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>96</b>

## **introduction générale :**

Avant la création de la monnaie , les transactions étaient effectuées par l'échange de produits ou de services , comme elles étaient faites par l'échange de produit contre service.

La création de la monnaie a le mérite d'avoir donné lieu aux opérations d'achat et de vente , comme à l'opération de vente de produits et de services. dans l'un des deux cas comme dans l'autre se révèle alors la nécessité de déterminer la valeur d'échange , qui est le prix d'équilibre qui se traduit par le consentement mutuel du vendeur et de l'acheteur vis-à-vis à l'opération vente-achat, dans le Souci de chacun de saisir le profit auquel il prétend.

L'entreprise, comme étant à la fois un moyen de création, de partage et de passation de richesse, est également un agent de production de biens et de services ,s'avère alors elle-même un bien susceptible de faire objet d'une transaction, ce qui entraîne la nécessité d'arrêter son prix d'échange, autrement dit, de déterminer sa valeur de base et la possibilité de négocier ce prix. ainsi, se révèle est s'impose la notion d'évaluation d'entreprise.

La mission de l'évaluateur consiste à fixer une valeur approximative du fait quelle est théorique à ce stade et qui tend à conclure une appréciation sur le juste prix relatif à l'entreprise à s'avoir: pour ses action.

Il arrive que cette valeur théorique coïncide avec le prix, se qui n'empêche pas de signaler qu'il ne faut pas les confondre pour la simple raison que le prix demeure toujours soumis à la loi de l'offre et de la demande, par contre la valeur quant à elle, est soumise à l'appréciation de ses utilisateurs et le domaine de son utilisation tel que: les fusions et acquisitions, la privatisation, l'introduction en bourse, l'évolution et extension, estimation de la situation concurrentielle. l'évaluation de l'entreprise est particulièrement nécessaire pour sa propre survie, comme elle est bénéfique pour les dirigeants auxquels l'évaluation de l'entreprise représente pour eux un outil de gestion et de stratégie permettant l'identification et la localisation de ses points forts et de ses points faibles, de dévoiler également ses sources

potentielles, de déterminer son importance et son statut sur le marché. pour aussi des tiers tel que l'investisseur auquel l'importance de l'évaluation d'entreprise permet de prévoir les revenus ultérieurs étalés sur une période donnée au niveau de la quelle il compte investir ses capitaux.

Désormais, d'après ce qui précède, le choix du thème: **L'EVALUATION D'ENTREPRISE: SELON LES APPROCHES FINANCIERES**, trouve sa justification ainsi que les motivations qui consolident la nécessité primordiale de soumettre toute entreprise de tout type confondu au processus d'évaluation.

à cet effet , il est jugé nécessaire que tout évaluateur d'entreprise doit réserver tout l'intérêt à l'évaluation d'entreprise dans le cadre de sa motivation ainsi que dans sa méthodologie, dans l'esprit de mieux contourner et cerner la problématique suivante :

### **"En quoi consiste l'évaluation d'une entreprise ?"**

La réponse à cette question est préalablement tributaire des réponses à certaines questions subsidiaires que l'on évoque comme suit:

- Dans quel contexte évolue une entreprise?
- Quelle est l'étape préalable à l'évaluation de l'entreprise ?
- à qui incombe la mission d'évaluation de l'entreprise ?
- Quelles sont les méthodes nécessaires à l'évaluation de l'entreprise ?
- Existe-t-il une méthode optimale applicable à l'évaluation de toute entreprise?

afin de répondre à ses questions et pour mieux assimiler le processus d'évaluation d'entreprise on subit une transposition qui véhicule l'évaluation d'entreprise du champ théorique à celui de la pratique au sein de l'entreprise publique GEMA- Alger centre, au domaine pratique. le choix de cette entreprise est dû à son importance incontestée du moment qu'elle est partie prenante dans la gestion à la limite de son rôle actif dans la gestion du gigantesque port d'Alger.

Les hypothèses qu'on peut avancer afin de résoudre la problématique sont:

H1: "Toutes les méthodes d'évaluation peuvent être utilisées pour évaluer l'entreprise"

H2: "Une entreprise d'une importance remarquable, comme GEMA, entraîne l'acquisition d'importantes rentabilités financières au profit de l'économie nationale"

En terme de méthodologie, on opte pour une double démarche: l'une descriptive et l'autre applicative.

La première permet de saisir le champ théorique de l'évaluation des entreprises; la seconde, à travers l'étude pratique effectuée au niveau de l'entreprise GEMA, permet de vérifier la véracité des hypothèses établies.

Quant aux sources bibliographiques, on a eu recours à de divers ouvrages traitant l'aspect théorique de l'évaluation de l'entreprise, comme il y a eu recours à des ouvrages consacrés à l'étude de l'évaluation de l'entreprise, afin d'examiner la mise en œuvre des différentes méthodes de l'évaluation.

Dans l'intention d'attribuer la bonne réponse à la question principale au paravent posée d'une part, et pouvoir retenir ou rejeter les hypothèses, on propose un plan d'étude comportant 3 chapitres, le premier consacré aux notions de base portant sur l'évaluation des entreprises; le second chapitre présente les différentes méthodes d'évaluation des entreprises, leurs avantages et leurs limites; quant au troisième chapitre il y a lieu de procéder à la présentation de l'entreprise publique GEMA-Alger centre à travers l'élaboration et la mise en évidence des différents diagnostics utiles à son évaluation ainsi que pour déterminer ses forces et ses faiblesses; puis il y aura lieu de soumettre certaines données de l'entreprise GEMA à l'application des différentes approches: patrimoniale, analogique et prospective actualisée. en vue d'apprécier sa valeur tout en présentant les résultats et les discussions autour de l'utilisation de ces méthodes. on arrive enfin à parachever en insistant sur la réduction de l'écart qui peut résulter entre les valeurs obtenues, en vue d'atteindre le prix limite qui traduit le voisinage de la valeur que prétend atteindre les investisseurs de l'entreprise objet de l'évaluation.

# **partie théorique**

# **CHAPITRE 1 : Généralité sur l'évaluation d'entreprise**

## **introduction**

évaluer une entreprise est un acte très fréquent dans la vie économique contemporaine. en effet , dans une société de plus en plus soumise aux lois du marché aujourd'hui mondialisé, tout s'achète et se vend à un rythme rapide.

grâce au lancement de nouvelles activités d'extension , d'introduction en bourse, de transaction, de fusion et de transmission d'une entreprise de domaine d'activité quelconque; exige au préalable une évaluation.

Désormais, l'entreprise n'échappe pas elle aussi à ces mécanismes de transactions accélérées. l'évaluation de l'entreprise s'avère donc l'étape primordiale à toute décision se rapportant à sa performance, à sa survie et à sa prospérité.

De ce fait, le premier chapitre de notre thème se compose de trois (03) sections dont la première a pour objectif d'introduire quelques notions de base portant sur l'évaluation de l'entreprise. en faisant alors, appel aux définitions les plus répandues de l'évaluation et ses objectifs et les éléments qui lui sont relatifs d'une part et à la notion de Prix/Valeur d'autre part. La seconde section portera sur les différentes étapes de l'évaluation d'entreprise en particulier les critères que doit satisfaire l'évaluateur ainsi que les outils nécessaires à l'évaluation de l'entreprise. quant à la dernière section du Chapitre, elle consiste à mettre en évidence les intervenants dans l'évaluation de l'entreprise et de relater les acteurs de l'opération et leur position de force qui leur soit appropriée.



## **Section 1 : les notions de l'évaluation d'entreprise**

### **1.1 . L'évaluation d'entreprise :**

#### **1.1.1. Définition :**

L'évaluation d'entreprise est un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. Elle s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné.<sup>1</sup> Elle consiste à proposer une valeur pertinente aux actifs de l'entité évaluée donnant ainsi une base de référence pour différentes opérations financières.

L'évaluation d'entreprise est une tâche pluridisciplinaire qui fait intervenir la finance ,la comptabilité, la stratégie d'entreprises, le droit et la fiscalité. Selon THAUVRON.A : « Pour étudier les performances passées, il est nécessaire de maîtriser les mécanismes comptables afin de retraiter les états financiers et comprendre les sources de la création de valeur passée. Le diagnostic et le plan stratégique doivent permettre d'écrire « le futur » de l'entreprise qu'il faut ensuite traduire du point de vue financier.»<sup>2</sup>

Selon J. E. PALARD et F. IMBERT, « Evaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeur aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix »<sup>3</sup> . L'évaluation d'entreprise est l'estimation, à partir de critères qui se veulent objectifs, de la valeur de marché potentielle ou de sa valeur patrimoniale.

#### **1.1.2. Notion de prix /valeur :**

D'après LA CHAPELLE, « Évaluer tout ou partie d'une entreprise consiste à déterminer le prix le plus probable auquel une transaction pourrait se conclure dans des conditions normales de marché»<sup>4</sup>. De cette définition on peut déduire que l'acquisition de l'entreprise

---

<sup>1</sup> PALARD, J-E., IMBERT, F. *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*. Paris : Eyrolles, 2013, p. 27.

<sup>2</sup> THAUVRON.A : « Evaluation d'entreprise », Edition Economica, ,2005, p7, 8

<sup>3</sup> PALARD.J.E et IMBERT. F, «guide pratique d'évaluation d'entreprise », édition Eyrolles, 2013, p20.

<sup>4</sup> De LA CHAPELLE. F : : « évaluation Des entreprises », 3<sup>eme</sup> édition, édition Economica, 2007, p13.

par l'acquéreur induit un certain niveau de prix. Le prix suppose la transaction, alors que la valeur existe indépendamment de tout échange. Si le prix d'une entreprise est une donnée objective, la valeur est plus subjective puisqu'elle dépend à la fois de l'évaluateur et de ses finalités. Cependant, les deux notions sont d'une nature différente c'est-à-dire la valeur est essentiellement liée à la chose et le prix constate cette valeur. C'est ce qui a amené WARREN Buffet à écrire : «Le prix est ce que vous payez, la valeur est ce que vous obtenez»<sup>5</sup>.

#### **-Le prix d'une entreprise :**

Le prix d'une entreprise est considéré comme étant le montant effectif de la transaction, c'est donc la valeur réellement payée par l'acheteur au vendeur. Selon BRILMAN et MAIRE « Le prix payé effectivement lors d'une transaction, au contraire de la valeur, est un fait tangible, une donnée réelle. Il peut arriver que le prix payé soit considéré comme une pure folie par rapport à une valeur dite raisonnable»<sup>6</sup>.

#### **-La valeur d'une entreprise :**

La valeur est «cette qualité conventionnelle de l'objet qui lui est attribuée à la suite de calculs ou d'une expertise, la valeur n'est pas un fait mais une opinion»<sup>7</sup>. La valeur est une estimation effectuée sur la base des données comptables, financières et environnementales, ou le produit d'une approche théorique, une comparaison ou tout simplement le recours à une référence.

#### **commentaire:**

Il découle de la citation de BRILMAN et MAIRE que la notion de prix se distingue de celle de valeur par le fait que la première s'avère exorbitante, par contre la notion de valeur tend généralement à converger vers sa quantité réelle. ceci étant dit, il est donc nécessaire de

---

<sup>5</sup> Warren Buffett est un homme d'affaires et investisseur américain. Surnommé « l'oracle d'Omaha », il fait partie des hommes les plus riches du monde depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle

<sup>6</sup> BRILMAN.J et MAIRE.C : « manuel des évaluations des entreprises », les éditions d'organisation, paris, 1990, p19

<sup>7</sup> BRILMAN.J et MAIRE.C : « manuel des évaluations des entreprises », les éditions d'organisation, paris, 1990, p19

conclure que la notion de prix se traduit par une valeur quantitative réelle; par contre la notion de valeur s'avère en quelque sorte aléatoire du fait qu'elle peut être assimilée à la notion d'estimation et d'approximation.

### **1.1.3. Les objectifs de l'évaluation des entreprises :**

Les cas où il est nécessaire de procéder à une évaluation d'entreprise sont très nombreux, La spécificité de chaque situation entraîne des points de vue sur les méthodes à utiliser parfois différents.

On évoquera ci-après les principaux cas d'évaluation.

- **Réaliser un investissement :**

1. à caractère industriel :

Il s'agit là du cas le plus classique d'acquisition et d'évaluation d'entreprise.

Un investisseur procède à un investissement de longue durée dans une entreprise dont il achète la majorité ou un pourcentage du capital tout à fait significatif. La proportion de titres acquis lui permettra d'intervenir plus ou moins librement dans la gestion de la société, objet de la transaction.

Dans ce contexte, un tel investissement justifie des méthodes d'évaluation approfondies.

L'ampleur des travaux est fonction de la dimension de la transaction (importance de la firme et du pourcentage de titres à acquérir).

2. à caractère financier :

Un investissement à caractère financier se distingue en général du cas précédent par le niveau plus restreint de la part acquise. L'acquéreur cherche à obtenir un rendement ou une plus-value sur la portion d'entreprise achetée. Il ne vise donc pas, en principe, une immobilisation à long terme de son « placement ».

Un investissement financier peut être la simple acquisition d'actions en Bourse par un particulier ou un institutionnel. Ce peut être aussi un faible pourcentage acquis

en direct, hors marché financier. Naturellement, ce dernier procédé est toujours utilisé dans le cas d'une entreprise non cotée.

En tout état de cause, un tel investissement, très minoritaire, nécessite des moyens d'évaluation moins développés que dans le cas précédent.

- **Désinvestir :**

Le désinvestissement relève de la même problématique que ci-dessus en matière d'évaluation mais vue sous l'angle du vendeur ou du cédant.

Au-delà des cessions sans caractéristiques particulières, le vendeur peut se trouver dans des situations spéciales, dont on citera les principales :

- céder une petite entreprise à un groupe important,
- céder une entreprise en difficulté.

Dans ce dernier cas, le vendeur est bien souvent obligé d'accepter l'évaluation de l'acquéreur à moins qu'il ne puisse susciter une surenchère entre plusieurs candidats à la reprise.

Plus généralement, les logiques d'évaluation dépendent souvent de la situation des acheteurs par rapport aux vendeurs. Ainsi l'évaluation ne prendra pas la même importance selon qu'il y a un vendeur et plusieurs acheteurs ou, dans le cas extrême inverse, un acheteur ayant le choix face à de nombreux vendeurs plus ou moins en concurrence (c'est le cas des secteurs en restructuration dans lesquels les petits entrepreneurs souhaitent s'adosser à un groupe plus important, au même moment).

Toutefois, si le résultat de l'évaluation peut différer d'une situation à l'autre, la méthode reste peu ou prou similaire. Seul le rapport de forces entre les négociateurs influencera le chiffrage de cette évaluation.

- **Évaluer une entreprise dans le cas d'une succession:**

Dans une telle situation, il y a un changement de propriétaire familial mais pas de

cession (celle-ci peut intervenir ensuite vers un tiers). L'évaluation est faite pour le calcul des droits de succession. Dans ce schéma, l'évaluation est en grande partie régie par les méthodes de l'Administration.

- **Déterminer un cours d'introduction d'une société en Bourse:**

L'évaluation réalisée dans ce cas de figure est, bien entendu, fortement influencée par les méthodes de calcul plus spécialement retenues en Bourse et par le souci des dirigeants de réussir l'introduction au regard des conditions du marché financier à ce moment-là.

- **Calculer les parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés:**

Les calculs de parité sont en général très délicats. En effet, il ne s'agit plus d'évaluer une seule entreprise mais deux firmes, avec, en plus, une vue perspective de l'une par rapport à l'autre.

L'évaluation peut prendre aussi une tournure particulière lorsque la fusion s'effectue entre deux sociétés détenues en totalité par un même dirigeant. Ce seront parfois plus des considérations comptables et fiscales que des soucis financiers et économiques qui seront prises en compte. Ce cas de figure se rencontre souvent au sein de groupes de petite taille, qui se restructurent au plan juridique pour simplifier leur présentation vis-à-vis des tiers.

Au niveau des groupes importants, le point de vue peut être différent. Les fusions initiées par une maison-mère ont le plus souvent pour objet de permettre des économies résultant du regroupement de certains services.

- **Répondre, au moins pour les sociétés cotées, à certaines obligations réglementaires:**

Certaines obligations découlent de l'application des nouvelles normes IFRS. Au moins une fois par an, les actifs et passifs significatifs d'une société doivent être évalués

de manière à vérifier que la valeur qui apparaît au bilan correspond effectivement à une juste valeur (« fair value » en anglais).

Dans un autre contexte comme, par exemple, lors d'une offre publique de retrait (OPR), la réglementation impose de faire évaluer la société visée par un expert indépendant.

Ce dernier, établira une attestation d'équité. Cette attestation permettra de valider la valeur retenue comme valeur d'équité, ce qui confortera les actionnaires minoritaires obligés de céder leurs titres.

#### **1.1.4. Définitions d'éléments relatifs à l'évaluation d'entreprise :**

La mise en œuvre d'une démarche d'évaluation d'entreprise nécessite la maîtrise d'outils comptables, financiers et managériaux afin de tirer les informations nécessaires à cette évaluation. Ainsi, convient-il de définir certains éléments indispensables à l'évaluation d'entreprise :

- **Le bilan :**

« C'est un état financier qui présente la situation patrimoniale de l'entreprise à un moment donné (obligatoirement à la date de clôture de l'exercice). Il décrit la composition des éléments d'actif et de passif de l'entreprise et fait distinctement apparaître ses capitaux propres. »<sup>8</sup>

- **Le compte de résultat :**

C'est un document qui synthétise l'ensemble des charges supportées et les produits générés par une entreprise durant une période donnée appelé exercice comptable et le résultat qu'elle dégage de son activité.

---

<sup>8</sup> QUIRY, P., Le FUR, Y. *Pierre Vernimmen finance d'entreprise*. 14<sup>ème</sup> édition. Paris: Dalloz, 2016, p.33.

- **Le Goodwill :**

Le Goodwill est la traduction anglaise du terme survaleur. On rencontre également le terme « écart d'acquisition ». Le Goodwill exprime la différence entre le montant de l'actif figurant au bilan d'une entreprise et la valeur marchande de son capital matériel et immatériel. Il synthétise l'ensemble des éléments immatériels (savoir-faire, marques, niveau technologique, qualité des équipements, portefeuille client, etc.) qui ne figure pas dans les compte mais permettent de créer de la valeur et de la pérenniser.

- **La capitalisation boursière :**

«C'est la valeur, au prix du marché de l'ensemble des titres représentatifs d'une entreprise. Elle est égale aux nombres de titres en circulation multipliés par le cours »<sup>9</sup>.

- **Le business plan :**

Dénoté aussi « plan d'affaire », il est un instrument de réflexion permettant de formaliser, d'organiser et de planifier un projet.

C'est un document qui donne une vision chiffré du développement et de la stratégie de l'entreprise. Il représente une méthode de présentation du projet de l'entreprise qui permet d'intégrer dans un même document l'ensemble des éléments constitutifs du projet et de les adapter avec les facteurs externes (marché, donnée financière, clientèle,...).

Il a pour objectif d'évaluer les besoins financiers nécessaires au projet, estimer la rentabilité future et déterminer la stratégie de conduite du projet.

Le business plan est considéré comme un document prospectif, tourné vers l'avenir dont l'intérêt est d'accroître la visibilité du projet d'entreprise.

L'établissement du business plan suppose de fixer un horizon de prévision.

---

<sup>9</sup> [www.insee.fr](http://www.insee.fr), consulté le 21/03/2020

- **L'actualisation :**

L'actualisation est un procédé permettant de déterminer la valeur présente (actuelle) d'un flux financier future, c'est l'inverse de la capitalisation. Elle permet de comparer des sommes reçues ou versées à des dates différentes.

- **L'annexe des états financiers :**

« Un des documents composants les états financiers. Il comporte des informations, des explications ou des commentaires d'importance significative et utiles aux utilisateurs des états financiers sur leur base d'établissements. Les méthodes comptables spécifiques utilisées et sur les autres documents constituant les états financiers »<sup>10</sup>.

- **L'endettement net :**

L'endettement net d'une entreprise est le solde de ses dettes financières d'une part et de ses disponibilités et placement financier d'autre part.

## **Section 2 : le processus de l'évaluation**

### **1.2.1 les différentes étapes de l'évaluation d'entreprise:**

L'évaluation d'une entreprise répond à un processus rigoureux qui repose sur un certain formalisme plus ou moins complexe en fonction de la taille de l'entreprise, du secteur d'activité ou du mode de consolidation des filiales au sein d'un groupe. La valeur finale d'une entreprise n'est que la conclusion de ce processus. Malgré tout, les principes et la méthodologie générale restent assez similaires. On peut identifier sept étapes-clés nécessaires au bon déroulement d'une mission d'évaluation.

- **Étape 1 : collecter l'information**

La première étape consiste à réunir l'ensemble de l'information disponible sur la société, ses produits, ses marchés et ses concurrents, à partir de données publiques (comptes publiés,

---

<sup>10</sup> Arrêté du 26 Juillet 2008 fixant les règles d'évaluation et de comptabilisation, le contenu et la présentation des états financé ainsi que la nomenclature et les règles de fonctionnement des comptes.



rapport de gestion, articles de presse) ou privées (études sectorielles, notes d'analystes financiers). Cette phase de prise de connaissance générale de l'entreprise est généralement complétée par des entrevues avec la direction générale et le *management* opérationnel, ainsi que par des visites de sites sur le terrain.

- **Étape 2 : effectuer un diagnostic économique de l'entreprise**

Le diagnostic économique sert avant tout à comprendre le *business model* d'une entreprise ou d'un groupe d'un point de vue stratégique et financier. L'analyse stratégique permet de porter un regard sur la situation concurrentielle de l'entreprise, les opportunités offertes sur son marché et de caractériser ses forces et ses faiblesses. Le diagnostic financier permet d'identifier les déterminants de la performance économique et financière de l'entreprise sur le long terme, d'analyser sa structure de financement et d'évaluer sa solidité financière.

- **Étape 3 : choisir la bonne méthode d'évaluation**

Ce double diagnostic, préalable à toute évaluation, est d'autant plus important qu'il conditionne le choix de la méthode d'évaluation. Ainsi l'évaluateur est appelé à choisir l'une des méthodes couramment utilisées à savoir :

- l'approche patrimoniale fondée sur la réévaluation des actifs et le calcul de la rente de *goodwill* ;
- la méthode analogique fondée sur les multiples de sociétés ou de transactions comparables ;
- la méthode actuarielle fondée sur l'actualisation des dividendes au coût des capitaux propres ou l'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou *cash flows* au coût du capital ;
- l'approche par les options réelles fondée sur l'hypothèse que les actionnaires détiennent une option de vente (*put*) dont le sous-jacent est fondé sur les actifs de l'entreprise.

Le choix de telle ou telle méthode dépend de plusieurs facteurs : les caractéristiques de l'entreprise, l'objectif des repreneurs et l'horizon d'investissement. Mais ce choix dépend également de la disponibilité des données ou des conditions de marché au moment de

l'évaluation.

- **Étape 4 : élaborer un *business plan***

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

- **Étape 5 : déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation**

À l'instar d'autres modèles qui cherchent à anticiper l'évolution des marchés ou le comportement des agents économiques, les modèles d'évaluation reposent sur de nombreuses hypothèses, à la fois réductrices et simplificatrices, qui concernent la construction du *business plan* ou le calcul du taux d'actualisation. L'évaluation obtenue n'a de sens que par rapport aux hypothèses retenues. D'où l'importance de tester la robustesse des hypothèses en modifiant certains paramètres (analyses de scénarios) ou en effectuant des simulations.

- **Étape 6 : construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur**

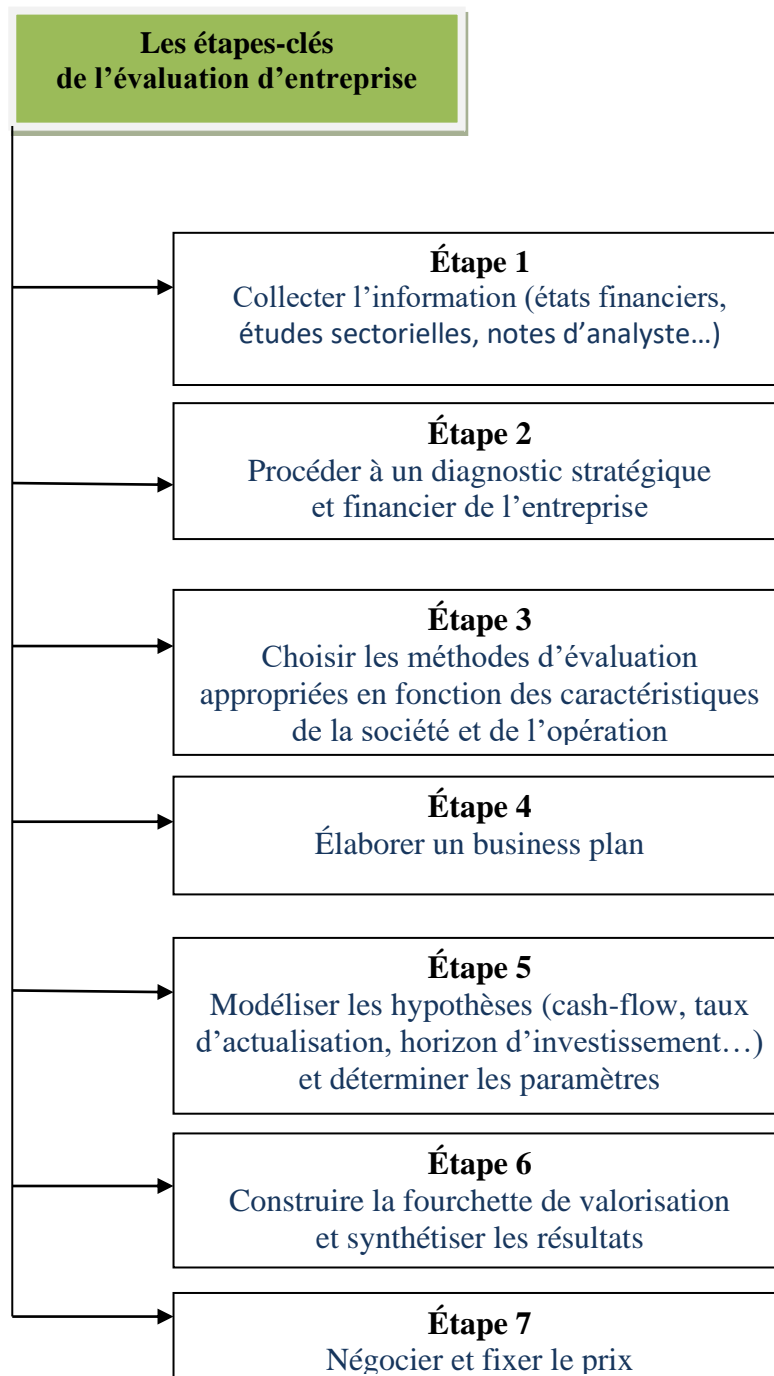
L'objectif de toute évaluation d'entreprise n'est pas de donner une valeur unique à une entreprise, car celle-ci n'existe pas. L'évaluateur ou l'analyste doit au contraire chercher à construire une fourchette de valeurs en identifiant les valeurs minimales et maximales. Les méthodes d'évaluation ne doivent être considérées que comme des outils d'aide à la décision à destination des dirigeants et des investisseurs. À ce stade, des audits d'acquisition peuvent être diligentés par les deux parties (acheteurs et vendeurs) afin de vérifier la valeur de certains éléments de l'actif et du passif.

- **Étape 7 : négocier et fixer un prix de cession**

À l'issue des audits d'acquisitions réalisés, la phase de négociation peut alors débuter. Les

deux parties vont s'appuyer sur les travaux d'évaluation et les conclusions des audits. Cette phase fait généralement intervenir les conseils (banquiers, avocats) qui vont aider vendeurs et acheteurs à fixer un prix de cession et à négocier les modalités et les clauses du contrat de cession.

**figure n° 1:**Étapes -clés du processus d'évaluation d'entreprise

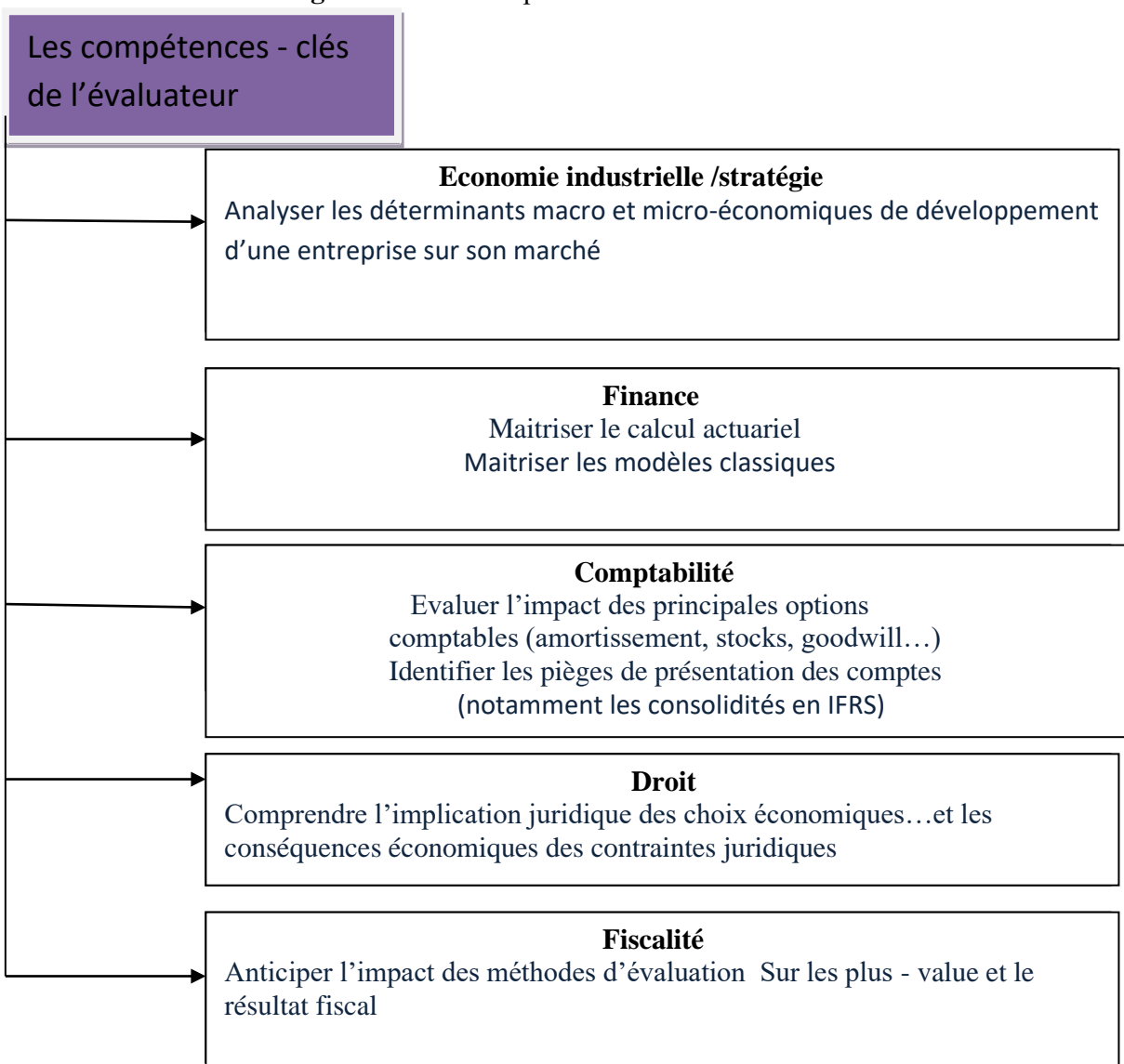


**Source :** Jean Etienne Palard et Frank Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, organisation, 2013, P80.

### 1.2.2 L'évaluateur :

L'évaluateur ne participe pas à l'activité de l'entreprise, mais porte seulement un regard extérieur sur elle. Il est un tiers qui l'observe, tente de comprendre son marché, sa stratégie, son évolution, et retranscrit cette compréhension dans le langage financier qui lui est propre. Puisque évaluer c'est donner son opinion sur la valeur d'une entité, il s'agit donc de prendre position, d'argumenter, de convaincre. Pour ce faire, l'évaluateur doit posséder certaines compétences qui sont résumées dans le schéma n°2.

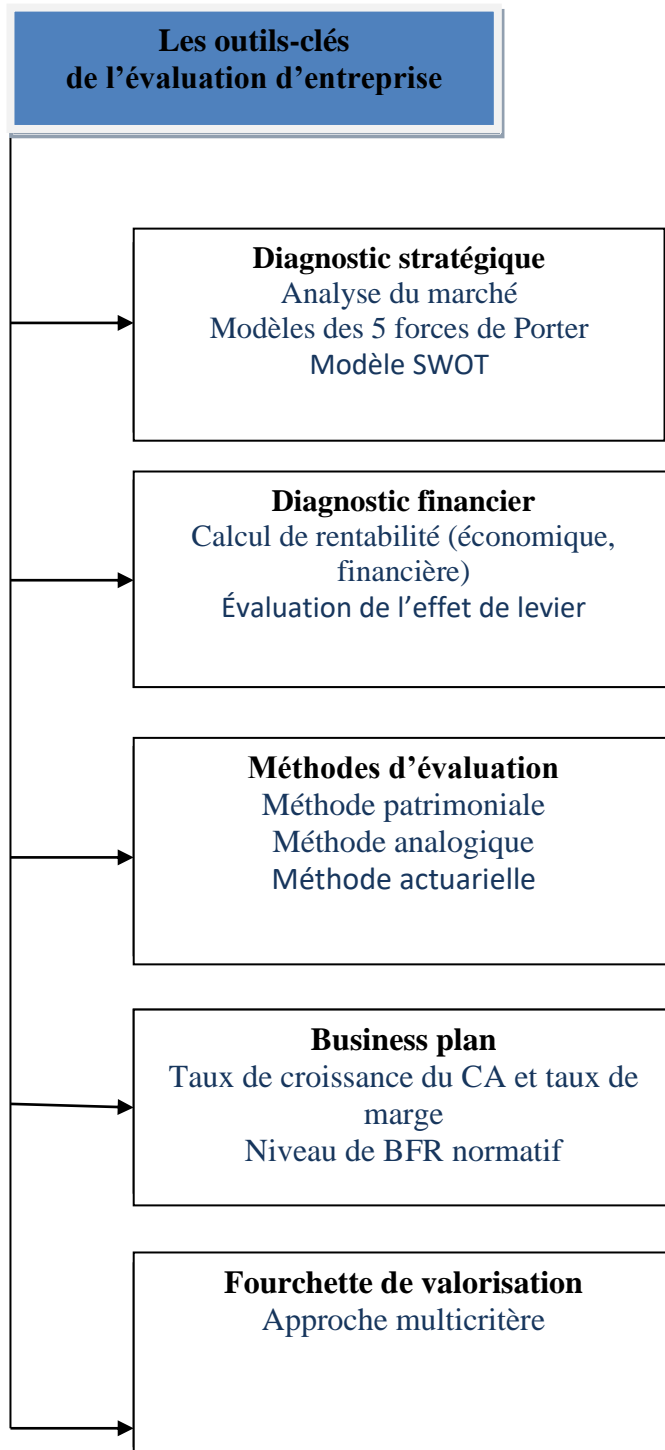
**figure n° 2:**Les compétences clés de l'évaluateur



**Source :** Jean Etienne Palard et Frank Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, organisation, 2013, P30.

### 1.2.3 les outils-clés de l'évaluation d'entreprise :

figure n° 3:Outils-clés de l'évaluation d'entreprise



**Source :** Jean Etienne Palard et Frank Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, organisation, 2013, P80.

### **1.2.4 Le diagnostic externe:**

C'est un diagnostic qui permet d'identifier les caractéristiques de tout l'environnement de l'entreprise et d'en faire une analyse : Macro environnement et micro environnement.

Il y a souvent des confusions entre le diagnostic externe et interne. Pour que l'on s'en rappelle, Dans le diagnostic externe , on se limite de parler que de l'environnement du marché relatif à l'entreprise. Par contre dans le diagnostic interne, on ne donne que des informations sur l'entreprise.

On trouvera sur la page suivante un exemple de diagnostic SWOT à utiliser pour faire ce travail.

**Tableau.1 : le diagnostic SWOT (externe).**

<b>OPPORTUNITES</b>	<b>MENACES</b>
<b>Macro :</b> Politique : Légal : Economique : Socioculturel : Technologique : Ecologique : <b>Micro :</b> Marché : Offre : Demande :	<b>Macro :</b> Politique : Légal : Economique : Socioculturel : Technologique : Ecologique : <b>Micro :</b> Marché : Offre : Demande :

**Source :** <https://docplayer.fr/21628216-Diagnostic-externe-et-interne-de-l-entreprise.html>

- **Contenu du diagnostic externe :**

Au niveau du diagnostic externe, on doit identifier les opportunités et les menaces du marché. Pour cela, on doit se positionner comme responsable de l'entreprise et identifier ce qui est avantageux ou désavantageux pour l'entreprise. On se propose d'établir un descriptif plus précis du diagnostic externe au niveau du macro-environnement comme suit:

- **Politique** : L'environnement politique affecte fortement les décisions commerciales
- **Légal** : Droit à la concurrence, droit du travail, normes de fabrication, de sécurité, etc...
- **Economique** : Conjoncture économique, accès au crédit, fiscalité, tout ce qui concerne l'économie au niveau national.
- **Socioculturel** : Evolutions des habitudes, des valeurs, des croyances, des opinions, des mœurs...évolution de la population, âge moyen, flux migratoires....
- **Technologique** : Evolution des technologies, de la recherche, nombre de dépôts, de brevets, utilisation de nouvelles machines spécifiques à la profession...
- **Ecologique** : Préservation de l'environnement, coût de l'énergie, nature des matières premières, actions de développement durable...

Ce descriptif exige au préalable la collecte d'informations utiles tout en précisant leur source. les informations collecter sont appelées à être analysées et traitées.

Lorsque l'analyse au niveau du macro-environnement est réalisée, on doit affiner le travail par une analyse du micro-environnement. on doit se concentrer sur le marché qui se définit comme le lieu de rencontre entre l'offre et la demande d'un bien ou d'un service dans un environnement donné. Ce lieu peut être géographique. Le marché s'analyse sous deux aspects que l'on retrouvera dans la matrice adéquate.

- **Offre** : Ce compose de l'ensemble des entreprises concurrentes et des fournisseurs qui proposent des produits ou services identiques ou substituables. Il est nécessaire d'indiquer dans cette sous-partie les principales structures, qui ont un impact sur l'entreprise qui fait objet d'étude.
- **Demande** : Ce compose de l'ensemble des clientèles qui cherchent à satisfaire les besoins solvables par une volonté d'achat. On indique les principales

opportunités et menaces en lien avec les comportements d'achat, leur fonctionnement, la fréquence de fréquentation...<sup>11</sup>

### **1.2.5 Le diagnostic interne:**

**Tableau .2 : le diagnostic SWOT (interne).**

<b>FORCES</b>	<b>FAIBLESSES</b>
Financières : Technologiques : Humaines : Organisationnelles : Marketing :	Financières : Technologiques : Humaines : Organisationnelles : Marketing :

**Source :** <https://docplayer.fr/21628216-Diagnostic-externe-et-interne-de-l-entreprise.html>

- **Contenu du diagnostic interne :**

Comme pour le diagnostic externe, le diagnostic interne doit suivre une trame précise. On doit mettre en amont les forces et faiblesses de l'entreprise en prenant compte des neuf points qui permettent de bien caractériser l'entreprise. Certains points seront plus détaillés que d'autres en fonction de la structure de l'entreprise.

- **Financières :** Structure financière de l'entreprise, puissance financière, capacité d'autofinancement, partenaires....
- **Technologiques :** Recherche et développement, technologie de production et d'organisation, et/ou de commercialisation, outils technologiques et informatiques concernant l'entreprise uniquement. on indique si l'entreprise évolue au niveau de sa technicité.

---

<sup>11</sup> <https://docplayer.fr/21628216-Diagnostic-externe-et-interne-de-l-entreprise.html>  
23/03/2020.



- **Humaines** : Productivité des collaborateurs, qualification, langues, ambiance, identité, fidélité, compétence des cadres, etc...
- **Organisationnelles** : Capacité de l'entreprise à s'adapter : structure hiérarchique et fonctionnelle, prise de décision, procédures, outils de travail et d'organisation au niveau de l'équipe.
- **Marketing** : Marque, position concurrentielle, image de marque, études réalisées...
- **Produits et gamme** : nouveaux produits lancés, nouveaux marchés obtenus, longueur largeur et profondeur de la gamme, intégration verticale offre, stock, assortiment, services associés...
- **Politique de prix** : types de stratégies (écrémage, alignement, pénétration, différenciée, indifférenciée), Niveau, conditions de paiement, promotion...
- **Politique de communication** : Investissement, stratégie de communication, style et moyens, action commerciale et vente, structure de communication interne...
- **Politique de distribution** : Organisation des ventes, livraison ... Approvisionnement (qualité des fournisseurs, possibilité de substitution), structure des coûts, qualité ...<sup>12</sup>

Le diagnostic interne doit conduire à analyser les différentes fonctions au sein de l'entreprise. Pour cela, des audits doivent être réalisés dont l'objet est de déterminer les points faibles de la société et leur incidence sur sa valeur. Les principaux audits à réaliser sont les suivants:

---

<sup>12</sup> <https://docplayer.fr/21628216-Diagnostic-externe-et-interne-de-l-entreprise.html>,23/03/2020

- Audit commercial;
- Audit de la production;
- Audit social;
- Audit juridique;

L'audit commercial doit permettre de positionner l'entreprise sur son marché et d'analyser son portefeuille de produits, tout en tenant compte de l'évolution dans le temps de ces deux paramètres, d'identifier les principaux clients et leur fidélité à l'entreprise, d'apprécier la qualité du réseau commercial et de la force de vente, d'évaluer l'intensité du lien strictement propre au contractant dans la relation commerciale et d'estimer l'évolution probable du marché de l'entreprise sur les années à venir.

Lorsque l'entreprise a évalué une activité industrielle, un audit de la production est souvent nécessaire. Les principaux points à étudier sont sa dépendance vis-à-vis de ses fournisseurs, les contrats envers ces derniers, l'état de l'appareil productif, les évolutions technologiques probables, le mode de gestion des stocks et le niveau d'utilisation de l'appareil productif. L'audit social doit permettre de répondre aux questions suivantes : quel est le niveau de qualification des salariés et son adéquation aux besoins de l'entreprise, le taux de turn-over, l'existence de plans de formation, les risques de conflits sociaux, la fréquence des arrêts de travail, la pyramide des âges, la politique de rémunération. Enfin, il faut attacher une attention toute particulière aux contrats liant l'entreprise à ses principaux dirigeants. L'audit juridique porte en premier lieu sur la structure du capital, son évolution dans le temps et l'existence de pactes d'actionnaires. Puis les principaux contrats liant l'entreprise doivent être étudiés ainsi que les contentieux en cours ou à venir. Parmi les principaux postes sur lesquels , on peut noter les baux, les contrats de crédit-bail ainsi que tous les contrats récurrents. Les rapports du commissaire aux comptes, s'il y en a un , doivent être consultés afin de s'assurer

que les comptes annuels ont bien été certifiés et qu'aucune réserve n'a été émise.<sup>13</sup>

### **Section 3 : Les intervenants dans l'évaluation**

On trouve les acteurs de l'opération et l'arbitre qui est le marché, il rediffuse le prix proposé entre ces deux acteurs (l'acheteur et vendeur).

#### **1.3.1 Les acteurs de l'opération et leur position de force relative:**

Au fait y a deux types d'acteurs qui intervient à l'opération :

##### **A. Les acteurs principaux:**

Les deux acteurs majeurs sont, bien entendu, l'acheteur et le vendeur. En termes juridiques, ces deux acteurs sont nommés respectivement le « cessionnaire » et le « cédant ». Leur situation diffère selon qu'il s'agit d'une petite transaction portant sur une minorité de titres ou d'une opération de cession sur une majorité.

##### a) Le vendeur:

Il existe tout un éventail de vendeurs :

- L'entrepreneur personne physique, propriétaire direct de tout ou partie de l'entreprise à céder (cas du patron de PME partant à la retraite). Dans ce cas, l'évaluation pourra présenter un aspect affectif, le patron étant souvent le fondateur de la firme ou un descendant proche du fondateur.
- Les héritiers (veuve, enfants ou petits-enfants du propriétaire défunt). Ces personnages, n'auront pas toujours conscience de la réalité de l'entreprise dont ils héritent. S'ils sont plusieurs, ils peuvent ne pas poursuivre les mêmes objectifs.

À l'autre extrémité de cette galerie, les « managers » salariés ou mandataires d'un groupe, pour lesquels la cession n'est qu'une opération parmi d'autres. Ils doivent ou souhaitent la réaliser pour des raisons de rentabilité financière, le plus souvent. Cette dernière catégorie de

---

<sup>13</sup> Arnaud THAUVRON, op-cit, p19.

vendeurs est souvent au fait des techniques d'évaluation, au moins de manière schématique. Cependant, ils savent que le chiffre qu'ils dégageront sera le fruit d'un compromis. Sauf mauvaise foi, ces protagonistes seront donc plus souples dans la fixation du prix, leur implication n'étant pas totale ni accompagnée de considérations affectives même s'ils peuvent être financièrement intéressés au résultat de la cession. Enfin, les « petits actionnaires », vendeurs de titres cotés en Bourse, constituent une catégorie à part entière et bien spécifique, qui sera étudiée par la suite.

b) L'acheteur :

Des profils voisins se retrouvent du côté des acheteurs. L'acquéreur peut être une personne qui n'a pas encore d'entreprise et souhaite en acquérir une ou un patron de PME qui veut accroître la dimension de son affaire. La transaction peut aussi se faire entre deux groupes dont l'un achète une filiale de l'autre.

c) Le vendeur face à l'acheteur :

Toutefois, le tandem « acheteur/vendeur » est assez généralement inégal. Bien souvent, hors les transactions qui concernent la cession de tout ou partie d'un grand groupe ou celles résultant d'un LBO secondaire ou suivant, la taille du vendeur est plus faible que celle de l'acquéreur. En effet, si l'on ne voit guère de PME acheter un groupe industriel, l'inverse est très fréquent. Ces différences de statuts influencent naturellement les résultats de l'évaluation. En particulier, si le face-à-face acheteur/vendeur est celui d'un directeur délégué par un groupe pour acquérir une PME, affrontant le propriétaire fondateur de celle-ci, le rapport de forces n'est pas nécessairement à l'avantage du partenaire le plus puissant. Dans la logique de ce que nous avons vu en brossant la galerie de portraits des interlocuteurs, notre patron de PME, persuadé, sans aucun doute avec raison, que son entreprise possède de très nombreux atouts, usera d'une force de conviction bien supérieure à celle de notre manager. Aussi, les

moyens financiers du groupe acquéreur étant souvent sans commune mesure avec la valeur de la PME à céder, le directeur délégué sera enclin à arrondir vers le haut le chiffre de l'évaluation, laissant au vendeur un prix nettement supérieur à celui qui aurait résulté d'une transaction où l'intuitu personae n'aurait pas joué. D'autres cas particuliers modifient le rapport de force entre interlocuteurs. Nous avons parlé précédemment des positions relatives découlant du nombre d'acteurs intéressés par l'acquisition ou la vente. Ainsi, la « mise aux enchères » (de fait) d'une société peut entraîner des surenchères découlant de la compétition entre acquéreurs. Les limites fixées par le vendeur, en termes de délais de prise de décision par l'acquéreur, contribuent à la revue à la hausse de la valeur de l'entreprise à céder. Schématiquement, les rapports de force peuvent se résumer comme suit :

**Figure .4 : Le vendeur face à l'acheteur**

		<b>Acquéreur potentiel</b>	
		Plusieurs	Un seul
Vendeur	Plusieurs		Évaluation tirée vers le bas
	un seul	Évaluation tirée vers le haut	Importance de l'intérêt personnel dans l'évaluation

**Source :** Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, **évaluation d'entreprise.**

d) Les autres types d'acteurs :

-Les sociétés cotées en Bourse font l'objet, en permanence, d'évaluations résultant de la fixation du cours de leurs actions. Mais les acteurs sont différents des personnages évoqués plus haut. Dans l'évaluation sommaire précédant une transaction boursière, les intervenants se présentent en effet sous les aspects suivants :

- Le vendeur n'est pas lié à l'entreprise dont il ne détient qu'une infime partie. Il ne la connaît pas mieux que l'acquéreur potentiel. Le détenteur des données est l'entreprise

elle-même qui, par sa communication financière, oriente le marché boursier, tandis que les analystes financiers jouent un peu le rôle d'experts indépendants.

- Dans le cas d'une introduction en Bourse, c'est l'entreprise (dont le ou les principaux actionnaires souhaitent céder une part) qui s'adresse directement à une multitude d'acquéreurs potentiels.

-Autre intervenant, l'Administration dont les évaluations ont été évoquées à propos des successions.<sup>14</sup>

### **B. Les acteurs auxiliaires:**

Dès que l'entreprise cible atteint une certaine taille (dont le seuil est difficile à définir), avant l'évaluation, un organisme d'audit est, en général, diligenté par l'acheteur potentiel, pour s'assurer de la fiabilité des comptes présentés. Ce cabinet peut établir une proposition de prix pour le compte de l'acquéreur. L'autre auxiliaire habituel d'une transaction importante est le cabinet chargé de l'évaluation. Une banque-conseil peut être aussi désignée pour cette mission. Il peut même y avoir plusieurs banques et/ou cabinets dans le cas de très grosses transactions. Parfois la banque-conseil intervient en amont dans la mesure où c'est elle-même qui propose à l'acquéreur (souvent un de ses clients) une entreprise désireuse de se vendre. Sous l'influence des coutumes anglo-saxonnes, un nouvel intervenant est apparu depuis les années quatre-vingt-dix, notamment dans le cadre des opérations de cession de grande ampleur, liées au marché boursier. Il s'agit de « l'expert indépendant », chargé d'examiner et de commenter les valeurs proposées par le ou les évaluateurs. Cet expert indépendant est en général un cabinet d'audit ou d'expertise financière, ou encore une banque-conseil.

Plus en aval dans la transaction, les cabinets d'avocats d'affaires interviennent de plus en plus dans les évaluations, celles-ci ne pouvant pas s'effectuer sans tenir compte des aspects

---

<sup>14</sup> Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, *ibid*, p14.

juridiques et fiscaux de la transaction. Dans la pratique, ces juristes participent aux opérations comme sous- traitants des banques d'affaires conseil ou des cabinets d'audit. Toutefois, leurs honoraires étant relativement élevés, il n'est fait appel à leurs services que pour de grosses transactions.

Peuvent également intervenir d'autres experts ou conseils chargés des questions environnementales, sociales, etc. Bien entendu, la spécificité et la taille de l'entreprise, cible de la transaction, influencent la décision de l'acquéreur potentiel de multiplier le nombre de conseils dont les honoraires peuvent finir par représenter un pourcentage très significatif du prix d'acquisition.

À la Bourse, les analystes financiers sont à l'origine de très nombreuses évaluations ponctuelles ou comparatives (par exemple, en mettant en regard le prix des actions à l'intérieur d'un secteur économique).<sup>15</sup>

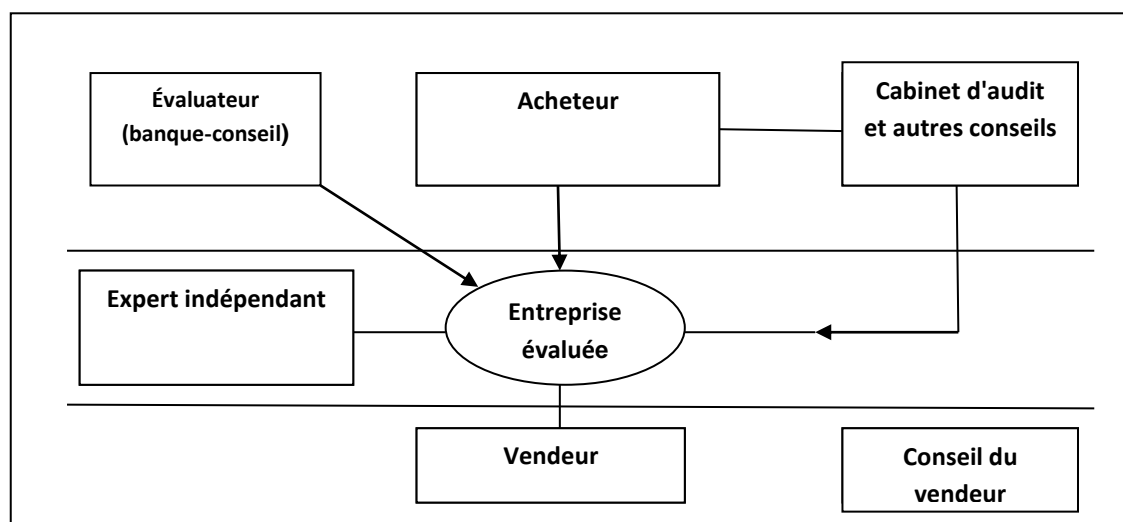
### **1.3.2 Y a -t-il un arbitre?:**

Dans une transaction classique, les divergences entre vendeur et acheteur ne peuvent être aplaniées que par un accord mutuel. Il n'y a pas d'arbitre. Toutefois, cet accord peut être facilité lorsque les acteurs auxiliaires, par définition rompus à ce type d'opérations, participent de façon active à l'évaluation. En revanche, lors d'une transaction en Bourse l'arbitre naturel est le marché qui ratifie ou refuse le prix proposé par l'acheteur et le vendeur, notamment dans le cadre d'un cours-limite.

---

<sup>15</sup> Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, **ibid**, p15.

**Figure. 5 : les acteurs d'une opération d'évaluation.**



**Source :** Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, **évaluation d'entreprise.**

Comme on l'a vu, certains de ces acteurs peuvent ne pas exister. Le nombre d'intervenants est proportionnel à l'importance de la transaction.<sup>16</sup>

### **1.3.3 l'étendue de l'évaluation:**

Comme indiqué, l'évaluation peut être purement financière ou au contraire, globale (économique et financière). Toutefois, même dans le premier cas, la plupart des calculs sommaires faits lors de l'achat d'un petit nombre d'actions ont un arrière-fond économique, bien que l'on semble tenir compte seulement, en première analyse, de quelques paramètres financiers. Par exemple, acheter des actions d'une société foncière immobilière parce qu'elles donnent un dividende égal à 6% à un moment donné, revient aussi à faire une hypothèse sur le futur du marché immobilier et à supposer en l'occurrence qu'il ne connaîtra pas à court terme un retournement de cycle défavorable. En revanche, une étude globale comporte une analyse approfondie de l'environnement économique de l'entreprise et peut même conduire à une investigation sur les sociétés concurrentes.

On examinera au moins :

<sup>16</sup> Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, **ibid**, p17.



- La position de l'entreprise dans le secteur économique considéré et sur le plan géographique, son implantation locale. Par exemple, l'achat d'un commerce amènera à examiner la zone de chalandise et les perspectives du quartier.
- L'état de son outil industriel. Par exemple, le matériel de chantier constitue le principal avoir physique d'une entreprise de Travaux Publics. Le bilan ne reflète qu'imparfaitement la valeur réelle de ce matériel et son état de marche et pas du tout les types de matériel possédés qui peuvent, selon leur nature, être plus ou moins utiles au futur acquéreur.
- La principale richesse d'une entreprise ne figure pas et ne peut pas figurer dans le bilan. Il s'agit des hommes qui la composent. Un bilan n'intègre pas les ressources humaines. Il faut cependant essayer d'en tenir compte. Toutefois, quelques éléments relatifs à l'efficacité du personnel émergent au niveau du compte de résultat : valeur ajoutée par personne et même résultat par individu. Les flux reflètent l'activité des hommes si le bilan ne le fait pas. Si l'entreprise a une certaine taille, elle établit chaque année un « bilan social » qui reprend un certain nombre d'indicateurs intéressants : pyramide des âges, rotation du personnel (embauches et licenciements), absentéisme, tranches de salaires, etc.

-Sa situation juridique sera auditée. Seront en effet examinés tous les contrats et conventions qui la lient. Cette question sera revue à propos du recensement des risques.

- Les points forts et les points faibles de l'entreprise et la stratégie qui en découle feront l'objet d'une synthèse (un « business plan ») qui ne peut être que très éclairante.

Clés suivantes (« 5 m ») :

### Figure 6 : les cinq clefs de l'examen d'une entreprise.

- Men (Hommes)
- Money (Finance)
- Machines (Equipement)
- Matériels (Substance)
- Market (Marché)

**Source :** Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, **évaluation d'entreprise**

Au total, les Américains disent parfois que l'examen d'une entreprise se déroule à partir des cinq clés suivantes (« 5 m ») :

Si l'étude peut être plus ou moins approfondie, elle peut aussi couvrir un champ de dimension variable. Par exemple, on considérera seulement le passé de l'entreprise (méthode ancienne) ou on y associera une étude prévisionnelle (c'est pratiquement toujours le cas aujourd'hui).

On pourra considérer principalement cette entreprise et s'intéresser de façon plus ou moins poussée à ses filiales et participations, si elle en possède. On peut au contraire l'examiner de façon globale (« consolidée »), en étudiant les filiales de façon aussi approfondie que la maison-mère. Cette dernière façon de procéder est, en général, adoptée actuellement.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, **ibid**, p18.

## **chapitre 2 : les différentes approches**

## **introduction**

les méthodes d'évaluation sont multiples et différent les une des autres du fait que certaines d'entre elles sont plus adaptées et plus concordantes avec les entreprises auxquelles elles sont assujetties ,que d'autres. cependant , le choix de la méthode demeure tributaire des caractéristiques par les quelles ce distingue l'entreprise à évaluer ; a savoir : sa taille, son activité, sa rentabilité ainsi que ses perspectives futures.

ainsi, le rôle de l'évaluateur consiste à déterminer une fourchette de valeurs pour l'entreprise en question , tout en prenant en considération que cette valeur peut être calculer selon différentes méthodes basées aussi bien sur des données comptables déjà acquises par le passé, ainsi que sur des approches dont l'opportunité repose essentiellement sur le devenir de l'entreprise. sachant que la valeur d'une action est à priori subordonnée à sa rentabilité ultérieur , c'est-à-dire aux dividendes .

à cette effet , l'évaluateur est appelé à justifier son choix porté sur ces méthodes combinées , qu'il a jugées adéquates ceci d'une part, avec la mise en évidence des motivations qui l'ont incité à arrêter son choix pour évaluer l'entreprise.

le but de ce chapitre est de présenter les méthodes d'évaluation d'entreprise les plus fréquentes et le plus utilisées afin de mieux appréhender par la suite , leur utilisation a trévère les étapes que comporte l'évaluation. le présent chapitre est organisé comme suit :

SECTION 1: L'approche patrimoniale;

SECTION 2: L'approche analogiques (les méthodes comparatives);

SECTION 3 : L'approche prospective actualisée.

## **Section 1 : L'approche patrimoniale**

### **2.1.1 Actif net réévalué – ANR, ou actif net comptable corrigé – ANCC**

La valeur patrimoniale fait vraisemblablement partie des plus anciennes méthodes utilisées pour valoriser une entreprise. Elle consiste à reprendre chaque poste du bilan : actif, passif et hors bilan , pour lui donner une « juste » valeur, correspondant à la valeur vénale actuelle.

Bien entendu, ces rectifications peuvent intervenir à la hausse comme à la baisse.

#### **Calcul de l'actif net réévalué :**

Capitaux propres comptables

+ Différence d'expertise (immeubles)

+ Valorisation de portefeuille

-Impact fiscal (revalorisation d'actifs)

-Déclassement de dette financière

+ Réintégration de provisions

= Actif net réévalué (ANR) <sup>18</sup>

#### **A. Actif:**

##### **a) Immobilisations incorporelles:**

Une vigilance particulière doit être apportée à ce poste, surtout lorsqu'il se compose de marques ou de logiciels « activés ». Il convient de se poser la question de la valeur réelle de ces actifs, du montant des amortissements ,à l'exception des marques, qui ne sont pas amorties , ou provisions pratiquées, Une attention particulière est également apportée à la ligne fonds de commerce, si elle est représentative d'un « pas de porte » commercial il convient alors de s'interroger sur sa valeur marchande et de pratiquer les réévaluations le cas échéant. En règle générale, ce poste est ramené à zéro. Il est apprécié à travers le calcul du goodwill (ou survaleur) constaté à partir du prix de la transaction.la seule exception à la mise à zéro

---

<sup>18</sup> Simon PARIENT2, Analyse Financière et évaluation d'entreprise, Pearson Education France, Paris, 2007, p210.

concerne l'appréciation du fonds de commerce, s'il est synonyme de « pas de porte » et s'il a une valeur indéniable.

**b) Immobilisations corporelles:**

Il est clair que les actifs immobiliers: bâtiments de bureaux, outils de production équipements, réserves foncières, doivent être évalués à leur valeur vénale actuelle, ce qui peut révéler une plus-value significative s'ils sont détenus depuis longtemps par l'entreprise. on verra plus loin qu'il faut raisonner en net de plus-value, c'est-à-dire après calcul de l'impôt correspondant, même fictif. Il faut également réintégrer les immeubles financés par crédit-bail en les valorisant à leur valeur marchande à l'actif-tenant compte des amortissements liés à cet actif et en inscrivant l'encours de capital restant dû lié au crédit-bail au passif. En ce qui concerne les matériels et autres moyens d'exploitation, une attention particulière est notamment apporté au type d'amortissement pratiqué (linéaire, accéléré, dégressif, progressif), aux dates et montants des derniers investissements réalisés, aux investissements futurs à prévoir, au budget annuel d'investissement courants de renouvellement, Il est cependant rare d'intégrer de fortes plus-values sur ce type d'immobilisation, même si dans certains secteurs un bon nombre plus-values sont constatées lors de la revente.

**c) Titres de participation:**

A ne pas confondre avec les titres de placement, qui sont de simples placement de trésorerie. les titres de participation représentent ceux des filiales détenues par la société dans lesquelles elle peut avoir une véritable influence à travers leur direction. Il est impératif d'obtenir l'ensemble des informations économiques et financières sur ces filiales. En pratique il convient de réaliser en premier lieu l'évaluation de chacune pour ensuite réévaluer le poste de titres de participation au prorata de leur détention. De plus dans le cas d'une filiale qui serait dans un état de santé précaire. il ne faut pas oublier que, même provisionnée à 100%,

cette participation peut encore couler de l'argent à sa maison mère si les besoins de liquidités sont importants. Cet engagement doit être inscrit dans le hors-bilan de la maison mère. Dans nombre de PME, la participation peut correspondre aux titres d'une société civile immobilière (SCI), dont les locaux sont loués à l'entreprise à évaluer .dans le cas où ces titres ne sont pas détenus en direct par le dirigeant. La valorisation de cette participation correspond à la valeur marchande actuelle du bien dont on retranche l'encours de dette et l'impôt éventuel sous-jacent.

**d) Stocks:**

Souvent sujet de polémique, la valorisation des stocks , ou des stocks encours de production dans certaines profession est un sujet sensible. Une véritable valorisation ne doit pas faire l'économie d'un inventaire physique. À défaut, l'étude attentive de la rotation de ce stock, de sa composition détaillée, du calcul de provisionnement, de sa comparaison avec les habitudes de la profession ...ect sont autant d'indicateurs pour établir des éventuels correctifs. Dans certains secteurs comme le BTP, le calcul des encours est particulièrement important et peut différer significativement d'une entreprise à l'autre.

Il arrive que certains ont tendance à considérer le montant des stocks comme le minimum de valorisation de l'entreprise. Dans ce cas, ils confondent la valorisation d'une société avec celle d'un fonds de commerce auquel on ajoute toujours la valeur des stocks, qui n'est pas incluse dans le calcul de ce fonds. En revanche, la valeur des stocks revêt une importance essentielle dans l'évaluation de sociétés de certains secteurs, tels que le champagne, le vin ou les spiritueux, pour lesquels la valeur réévaluée des stocks peut être très significativement supérieure aux chiffres enregistrés au compte de résultat.

**e) Clients:**

L'analyse fine de ce poste à travers l'étude de la clientèle, des habitudes de règlement, de sa solvabilité, du taux de provisionnement constaté, de la comparaison avec les usages

sectoriels, le rapprochement avec le montant des créances irrécouvrables, constituent, là aussi, un travail indispensable pour évaluer ce poste.

Demander une balance âgée, présentant la totalité des créances non soldées par date d'échéance, peut se révéler très instructif<sup>19</sup>.

## **B. Passif:**

L'étude du passif de l'entreprise est souvent plus rapide. Il convient toutefois d'être attentif au passif « caché », c'est-à-dire dont l'enregistrement ou le calcul nécessite une attention particulière

Il s'agit notamment des fameuses IDR (Indemnités de départ en retraite), des nouveaux droits à la formation DIF (droit individuel à la formation), qui peuvent représenter des montants significatifs, ou encore de la participation des salariés, qui si elle n'a pas été réservée à un organisme spécialisé doit être considérée comme une véritable dette de l'entreprise vis-à-vis de ses salariés.

De même, la répartition du résultat doit être prise en compte, en particulier pour la partie de dividendes qui sera distribuée dans le cas où cela n'a pas déjà été fait. Cette distribution est alors à analyser comme une dette à court terme.

### **a) Provisions:**

Les provisions pour risques et charges doivent faire l'objet d'une étude attentive pour prévoir leur sort futur :

- Décaissement effectif car le risque qu'elle couvre est très probable, et qui doit alors être assimilé à une dette « financière » ;
- Réintégration avec impôts en conséquence si le risque est très faible, que l'on peut davantage considérer comme une réserve de résultat intégrée dans la valorisation des capitaux propres.

---

<sup>19</sup> Vincent Juguët and All, **évaluation d'entreprise**, Dareios & Person Education, France, 2009, P119.



**b) Avances clients:**

Un point particulier peut être mis sur les avances clients afin de savoir où en est la commande correspondante.

**c) Hors bilan:**

Il convient ici, de chiffrer le plus précisément possible le montant des engagements qui le composent, en intégrant la dimension de risque ou de probabilité que ce risque surgisse. Ceci concerne notamment tous les engagements pris vis-à-vis des tiers, ou les garanties accordées pour couvrir les besoins d'une filiale. L'autre grande partie du hors-bilan concerne des moyens de financement de l'entreprise qui ne sont pas portés au passif, tels que l'escompte de créances clients et les opérations de crédit-bail. Ces éléments doivent être introduits dans le calcul de l'endettement net.<sup>20</sup>

**C. Démarche:**

Une fois ce travail poste par poste réalisé, il faut calculer l'éventuelle plus-values (ou moins-value) sur les éléments d'actif et déduire de celle-ci l'impôt correspondant pour ne conserver que la valeur nette. Ce montant est diminué de toute augmentation des éléments du passif constatés et ajouté (ou retranché en cas de valeur négative) à la situation nette de l'entreprise pour donner ainsi le nouveau montant de la situation nette réévaluée de l'entreprise, appelé actif net réévalué (ANR) ou actif net comptable corrigé (ANCC). La méthode de la valeur patrimoniale ne doit pas être confondue avec celle dite « à la casse » notamment dans le cas de liquidation d'une entreprise, qui peut être utilisé par les syndics judiciaires. Celle-ci intervient dans un contexte de crise très particulier, qui n'a rien à voir avec une évaluation dans des conditions d'exploitation « normale ». Dans ces moments de véritable liquidation, certains actifs sont bradés et l'encaissement de certaines recettes

---

<sup>20</sup> Vincent Juguët and All, *ibid*, P118.

devient impossible, influant négativement sur la valeur.

**a) Endettement financier net (ou endettement net):**

Cette méthode donne l'occasion de calculer l'endettement financier net, dit « endettement net », de la société à évaluer, qui va être utilisé pour d'autres méthodes de valorisation.

L'endettement net est calculé de la façon suivante :

Endettement net = dettes bancaires : court, moyen et long terme

+ engagements de crédit-bail

+ encours des effets escomptés non échus

+ comptes courants d'associés

+ engagement liés aux IDR

+ provisions pour charges

+ participation des salariés

-trésorerie stable et disponible

-valeurs mobilières de placement (VMP)

-plus-values nettes sur placement de type SICAV de trésorerie non comptabilisées

Ce calcul amène un certain nombre de remarques :

- **Les comptes courants d'actionnaires:** sont considérés comme de l'endettement s'ils ont vocation à être remboursés à leurs propriétaires.
- **Les engagements liés aux IDR :** correspondent aux indemnités de départ en retraite à verser, le cas échéant, aux salariés le moment venu. Dans le même esprit, on peut inclure les coûts des éventuels avantages sociaux, de type médaille du travail.

- **La part des provisions pour risques et charges:** correspondant à des charges à venir de façon certaine et comptabilisées en tant que telles, car différées, doit être intégrée dans le calcul de la dette financière nette. Les provisions pour risques, dont le décaissement n'est pas certain, peuvent autant à elles être considérés comme intégrées dans la valorisation des fonds propres.
- **La participation des salariés:** figure au bilan exclusivement si elle n'a pas été reversée à un organisme financier spécial (à ne pas confondre avec le montant annuel versé par l'entreprise, figurant dans le compte de résultat).
- **Les plus-values nettes sur placement:** Dans le cas où elles ne seraient pas comptabilisées, comme le prévoient les nouvelles normes IFRS, leur montant réévalué après impôt devrait être retranché de l'endettement net.
- **La trésorerie stable:** est certainement l'appréciation la plus délicate à mener et peut, pour certaines évaluations, être le sujet de nombreuses polémiques. La définition économique de la trésorerie stable peut correspondre au surplus, tout au long de l'année. Ce n'est certainement pas la photographie à la date du dernier arrêté des comptes en notre possession, surtout si celui-ci faisait l'objet d'un classique window dressing (« habillage de bilan »). Il faut au contraire avoir un relevé de situation de trésorerie au moins mensuel, analyser le ou les points de « basses eaux » et considérer avec une marge de sécurité que ces points correspondent (vraisemblablement au minimum) au montant de la trésorerie stable.

On constate que les besoins d'exploitation de l'entreprise ne lui font jamais atteindre un solde positif inférieur à 100/125, ce qui permet d'en déduire que ce « matelas » de trésorerie peut servir à une éventuelle distribution exceptionnelle de dividendes :

- S'il y a au minimum ce même montant en réserves distribuables ;

- Et si cette trésorerie n'est pas une simple avance des clients.

Même si la trésorerie est positive à la date de clôture, il semble difficile de considérer ce montant comme stable et disponible pour une éventuelle distribution de dividendes.

Ce calcul de la trésorerie stable pose aussi la question de la date à laquelle on doit calculer l'endettement net. Il est clair que pour tout ce qui concerne les endettements bancaires et assimilés, c'est au jour de l'évaluation que l'on fait ce calcul. Celui-ci sera mis à jour avec les nouveaux chiffres d'endettement si la transaction effective a lieu plusieurs mois après cette évaluation. En fonction de l'appréciation développée précédemment.

Une valorisation d'entreprise doit intégrer un bon équilibre entre structure et rendement, gage de réussite de l'entreprise. Aussi le calcul précis des fonds propres réévalués de l'entreprise doit-il être comparé aux autres méthodes de valorisation.<sup>21</sup>

### **2.1.2 Intérêt de cette méthode:**

A l'exception des sociétés à caractère immobilier, des holdings, des institutions financières ou des sociétés dites « coquilles » (qui n'ont plus d'activité et dont le bilan se résume à un montant significatif de trésorerie à l'actif et à des fonds propres équivalents au passif), l'intérêt de cette méthode est très limité.

Elle revêt toutefois deux avantages:

-Tout d'abord, elle permet de réaliser un inventaire des actifs, passifs et autres hors-bilan de l'entreprise qui peut parfois réserver de vraies surprises (bonnes ou mauvaises).

-Le second avantage peut être illustré avec l'image d'une voiture, dont le châssis correspondrait à la structure financière de l'entreprise, c'est-à-dire ses fonds propres, et le moteur serait le compte de résultat, avec les performances de rentabilité de l'entreprise.

Un moteur ultra-puissant dans un châssis de carton-pâte ne permettra pas au véhicule de passer le premier virage ou le permettra à très faible allure. Il en est de même pour

---

<sup>21</sup> Van Grenning and All, **l'évaluation d'entreprise en pratique**, Edition d'organisation, France, 2005, p99.

l'entreprise. Des niveaux de croissance d'activité et de rentabilité très élevés ne sont pas sans risque si le niveau des fonds propres est très faible. C'est, la plupart du temps, la cause du dépôt de bilan d'entreprise ayant une belle croissance de CA, des taux de marge à faire pâlir, mais qui ne peuvent assurer leur « fin de mois » avec leur trésorerie.

Ainsi, si le FdR ne couvre pas suffisamment l'explosion du BFR, la dette bancaire trouve toujours sa limite.<sup>22</sup>

### **2.1.3 Limites de cette méthode:**

Pour le calcul de la valeur patrimoniale, un certain nombre de questions se posent, notamment concernant la valeur à donner aux moyens de production.

L'exemple de l'imprimerie est, à cet égard, éloquent. La valeur des machines d'impression est très substantielle et leur durée de vie souvent longue. La valeur nette comptable (VNC) est souvent réduite. Il conviendrait de comptabiliser une réelle plus-value sur ces matériels ayant encore une valeur vénale significative.

Cependant, introduire ce type de plus-value fausse très souvent le travail de valorisation, notamment dans le cas d'une cession d'entreprise. En effet, les acquéreurs ont rarement, comme première motivation, l'achat de matériels : ils peuvent le faire directement auprès de fournisseurs de machines sans prendre les risques d'une reprise d'entreprise. Aussi ne valorisent-ils pas la totalité de la plus-value sur ces matériels

La deuxième grande limite de cette méthode réside dans son aspect statique. Elle est d'abord fondée sur la « photographie » qu'est le bilan d'une entreprise, sans tenir compte des performances de rentabilité de son activité. D'autre part, le dernier bilan a souvent plusieurs mois d'ancienneté, ce qui pose le problème de la pertinence des chiffres.

Une fois cette méthode calculée, la suggestion est de la mettre de côté pour la reprendre en fin de travail d'évaluation.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> Vincent Juguët and All, *ibid*, P119.

<sup>23</sup> Vincent Juguët and All, *ibid*, P120.

## **Section 2 : L'approche analogiques (les méthodes comparatives)**

les méthodes comparatives ,que l'on appelle également méthode des multiples ou analogique ,permettent d'évaluer une entreprise par comparaison avec d'autre sociétés .Cette méthode d'évaluation est aujourd'hui très courante et est utilisée de façon systématique par les analystes financiers .Elle présente de nombreux avantages .Elle permet d'évaluer une société de façon relativement simple , rapide et objective .En effet , le développement des bases de données comptables et boursières a largement contribué à l'essor de cette approche en permettant d'automatiser les calculs qu'elle nécessite . Elle évite par ailleurs d'avoir à utiliser un taux d'actualisation dont l'estimation est toujours délicate.

Sa mise en œuvre nécessite cependant que soient choisis avec rigueur l'inducteur de valeur et les sociétés de l'échantillon.<sup>24</sup>

### **2.2.1 Présentation de la méthode:**

Avec les méthodes comparatives, une entreprise va être valorisée à partir d'un échantillon d'entreprises qui lui sont comparables. Cette approche se rencontre très fréquemment dans le secteur de l'immobilier et des cessions de fonds de commerce. Dans l'immobilier, Le prix au mètre carré sert de référence pour la plupart des transactions, des lors qu'il existe un marché actif. De la même façon, il est de coutume de céder un fonds de commerce sur la base d'un multiple de son chiffre d'affaires. Ainsi, un café à Paris se vend, en moyenne, entre 500 et 650 fois sa recette journalière.

Dans le cas d'une société, le principe est identique. Des sociétés qui sont similaires en termes d'activité et de performance se doivent d'avoir des multiples proches. Un échantillon d'entreprises comparables à celle qui doit être évalué est constitué. Pour chacune des sociétés de l'échantillon, un multiple est estimé. Ce multiple correspond au rapport entre la capitalisation boursière ou la valeur globale de l'entreprise et un inducteur de valeur. Le

---

<sup>24</sup> Arnaud THAUVRON, **op-cit**, p149.

multiple moyen est ensuite appliqué à l'inducteur de valeur.

Pour la mise en œuvre de la méthode, plusieurs conditions de cohérence doivent être respectées. Il faut, tout d'abord, qu'il y ait cohérence entre le numérateur et le dénominateur.

$$\text{Multiple} = (\text{Vcp ou VGE} / \text{inducteur de valeur})$$

Il existe deux types de numérateurs : la valeur de marché des capitaux propres (Vcp) et la valeur globale de l'entreprise (VGE), qui est égale à la somme de ses capitaux propres et de ses dettes financières. Dans les deux cas, le numérateur doit être évalué en valeur de marché et jamais d'après les montants comptables. Pour les capitaux propres, il s'agit de la capitalisation boursière ou du cours du titre si le calcul se fait par action. Pour ce qui est des dettes financières, leur valeur de marché est souvent assimilée à la valeur comptable, sauf dans le cas où la dette fait l'objet d'une cotation (dette obligataire). Ce qui est assez rare.

**Figure. 7 : Bilan en valeur de marché**

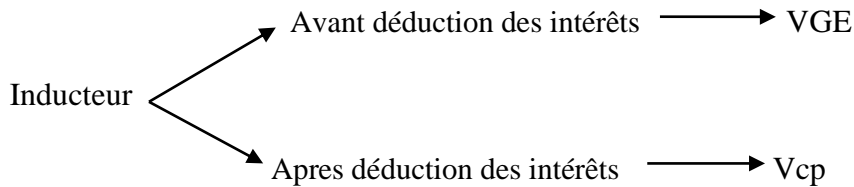
Valeur globale	capitaux propres (Vcp)
L'entreprise (VGE)	Dettes financières (Vdt)

**Source : Arnaud THAUVRON, évaluation d'entreprise.**

Si le dénominateur (inducteur de valeur) correspond à un flux qui va servir à rémunérer l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers financiers), c'est-à-dire qu'il est déterminé avant prise en compte des charges d'intérêt, alors le numérateur est la valeur globale de l'entreprise (VGE). Les inducteurs en question sont notamment le chiffre d'affaire, le résultat d'exploitation et les flux de trésorerie d'exploitation.

Pour aboutir à une valeur de l'action, il faut dans ce cas déduire de la valeur obtenue le

montant de la dette par action. Au contraire, si l'inducteur représente un flux qui ne sert à rémunérer que les actionnaires, le numérateur devra être les capitaux propres (Vcp). Les principaux inducteurs sont, dans ce cas, le résultat courant et le résultat net.



Lorsque l'inducteur n'est pas une donnée comptable (par exemple, le nombre d'abonnés à une chaîne de câble), il faut s'interroger pour savoir si cet inducteur est plutôt représentatif du résultat d'exploitation ou du résultat net. Dans le cas cité en exemple, le nombre d'abonnés est représentatif du chiffre d'affaire et est donc indépendant de la valeur globale de l'entreprise.

Dans le cas de sociétés non cotées, il est possible d'utiliser cette approche, en appliquant à la valeur obtenue une décote afin de tenir compte du fait que la société à évaluer n'est pas cotée, contrairement à celles de l'échantillon. Sur le marché américain, Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) estiment cette décote d'illiquidité à environ 30% pour le multiple du résultat d'exploitation (EBIT) et à 20% pour celui de l'EBE (EBITDA).<sup>25</sup>

### **2.2.2 Choix des inducteurs de valeur:**

Le choix de l'inducteur doit également être réalisé de façon cohérente. L'entreprise a une valeur car elle dégage un bénéfice, généré de la trésorerie ou du chiffre d'affaires ou possède des actifs. Ce sont ces éléments qui sont à l'origine de la valeur. Pour ce qui est de leur sélection, il faut tout d'abord qu'il y ait cohérence entre l'objectif de l'évaluation de parts de marché, il faudra privilégier le chiffre d'affaires. Par contre, si la rentabilité de l'acquisition prime, ce qui est généralement le cas, le résultat

---

<sup>25</sup> Arnaud THAUVRON, *op-cit*, p150.



d'exploitation ou le résultat net devront être retenus. Il faut également que le multiple soit cohérent avec le secteur d'activité de l'entreprise. Dans le cas d'une société immobilière, l'actif net peut servir d'inducteur alors que ce dernier n'a aucun sens dans le cas d'une société de services ou les actifs corporels sont très limités. Ceci est particulièrement vrai lorsque l'échantillon est composé de sociétés de différents pays. Il faut retraiter les comptes des différentes sociétés afin de les rendre homogènes.

Dans la pratique, les principaux inducteurs utilisés sont :

- Le résultat net, qui conduit au PER ;
- Le résultat d'exploitation (ou EBIT) ;
- L'excédent brut d'exploitation (ou EBITDA) ;
- Le chiffre d'affaires.<sup>26</sup>

**Tableau.3 : Les principaux inducteurs de valeur :**

VGE	Vcp
Chiffre d'affaire Donnée réelle	Résultat courant
Excédent brut d'exploitation (Ebitda) Flux de trésorerie disponible (FTD) Résultat d'exploitation (Ebit)	Résultat net

**Source : Arnaud THAUVRON, évaluation d'entreprise.**

### **2.2.3 Constitution de l'échantillon d'entreprises:**

Afin que la valorisation soit pertinente, il faut que l'échantillon soit composé d'entreprises comparables. Plus les sociétés qui le composent sont homogènes, meilleur est l'évaluation. La difficulté réside ici dans la constitution du panier de sociétés.

<sup>26</sup> JEAN-CLAUDE ET JEAN-BAPTISTE TOURNIER, **op-cit**, p198.

### 1) Choix d'un échantillon sectoriel:

Très souvent il est considéré que des entreprises sont comparables dès lors qu'elles ont la même Activité. Or, conclure que deux entreprises sont comparables sur ce simple critère est une erreur. Prenons l'exemple de deux sociétés, A et B, qui ont la même activité et dont le PER (cours/BPA) Respectif est de 10 et 20.

**Tableau .4 : l'échantillon sectoriel.**

	A	B	C
Cours	100	200	?
BPA	10	10	10
PER	10	20	Moyenne : 15

**Source : Arnaud THAUVRON, évaluation d'entreprise.**

Sont-elles comparables, peut-on considérer que la société B est plus chère que la société A et peut-on les utiliser pour valoriser la société ? Assurément non aux deux premières questions. Plusieurs raisons peuvent expliquer que les deux sociétés, bien qu'étant du même secteur, aient un PER différent. La première est la croissance future des bénéfices, telle qu'elle est anticipée par le marché .Si les deux sociétés ont le même bénéfice par action (BPA) ,mais que la croissance anticipée de ce BPA est plus élevée pour B que pour A ,alors le cours de B sera plus élevé ,ce qui aura une incidence sur son PER .la seconde raison qui peut expliquer cette différence de PER réside dans le risque associé au titre .Plus un titre est risqué , plus son cours est faible , toutes choses égales par ailleurs .Comme le montre cet exemple ,deux sociétés appartenant au même secteur , et ayant le même BPA ,peuvent avoir des PER différents sans que cela soit nécessairement dû à un problème de valorisation .Retenir ces deux sociétés dans le même échantillon revient donc à considérer que la société C ,qui doit être valorisée ,a une croissance anticipée égale à la moyenne de celle des sociétés A et B et un niveau de risque également égale à cette moyenne . Or, si la société à évaluer (C) a une croissance future plus

élevée, l'utilisation de cet échantillon va conduire à la sous-valoriser.

Cet exemple illustre le fait que deux sociétés peuvent être comparables en termes d'activité, elles n'auront pas pour autant les mêmes multiples. De ce fait, dire que la société A est moins chère que la société B n'a pas de sens. Si leur PER est différent, c'est que leurs fondamentaux sont différents. Par comparable, on entend donc qui ont le même niveau de risque et taux de croissance. Sur ce principe, il n'est donc pas nécessaire que les sociétés fassent partie du même secteur, des lors qu'elles répondent à ces deux exigences. Dans la pratique, cependant, c'est le critère sectoriel qui prime. Ceci revient à faire l'hypothèse qu'au sein d'un même secteur, les sociétés ont le même niveau de risque et de croissance, ce qui simplifie fortement la constitution de l'échantillon.<sup>27</sup>

## 2) Ajustement des multiples :

Une fois les sociétés de l'échantillon sélectionnées, il est parfois nécessaire d'ajuster les multiples afin d'en contrôler les différences de fondamentaux. Plusieurs méthodes d'ajustement existent.

-La première consiste à pratiquer un ajustement subjectif. Lorsque l'une des sociétés du panier

a un multiple très éloigné des autres, il faut en rechercher la principale cause. Soit un de ses fondamentaux est très différent de celui des autres sociétés, soit la société est sous ou surévaluée par le marché. Il faudra alors en tenir compte dans l'évaluation, soit en le pondérant de façon différente des autres.

-La seconde méthode d'ajustement des multiples consiste à les standardiser, c'est-à-dire à les diviser par une variable-clé afin d'atténuer l'impact de cette dernière. Prenons l'exemple du PER. Le PER de société du même secteur peut être différent car leur taux de croissance des bénéfices est lui-même différent. En le standardisant par ce taux de croissance (g), l'impact de cette variable-clé est atténué et les comparaisons deviennent plus pertinentes.

---

<sup>27</sup> Arnaud THAUVRON, *ibid*, p151.

#### **2.2.4 Les multiples de résultats:**

Les multiples de résultats sont les plus utilisés pour évaluer les entreprises. Le plus connu est le PER, qui est le multiple du résultat net. Mais d'autres multiples sont fréquemment utilisés, notamment le PER relatif, Le PEG (Price Earnings to Growth) et l'EBITDA. Dans leur utilisation, il ne faut pas perdre de vue les hypothèses qui les sous-tendent. Les ignorer, c'est prendre le risque de valoriser les sociétés de façon erronée.

Le PER est incontestablement le multiple le plus connu du grand public, et probablement celui qui est le plus utilisé de façon impropre. Il permet de valoriser une entreprise en multipliant son bénéfice par un PER. Sa simplicité de calcul conduit souvent à l'utiliser de façon assez simpliste, en ignorant toutes les hypothèses sous-jacentes à ce modèle de valorisation. Afin de l'utiliser de façon pertinente, il faut le calculer de façon adéquate et l'utiliser de façon cohérente.

##### **1) Le calcul du PER:**

Le PER représente le rapport entre le cours d'un titre et son bénéfice par action :

$$\text{PER} = \text{cours} / \text{BPA}$$

Le cours à retenir est le dernier cours connu ou le cours moyen du titre sur le dernier mois.

Pour ce qui est du BPA, sa définition est plus complexe et il faut s'assurer qu'il est calculé de la même façon pour toutes les sociétés de l'échantillon. En règle générale, il faut retenir le résultat net consolidé, part de groupe. Ce résultat est soit le résultat prévisionnel, plutôt que le résultat du dernier exercice clos. En effet, le cours du titre tient compte des anticipations de bénéfice pour les exercices à venir. Il est donc cohérent de rapporter le cours de l'action à son bénéfice en cours de formation. Pour autant, dans le Wall Street journal cours de bourse et le BPA dilué sur les 4 derniers trimestres.

Afin de retenir que la composante récurrente de ce résultat, le résultat extraordinaire est souvent exclu. Pour que la comparaison ait un sens, il faut qu'il soit déterminé selon les

mêmes principes comptables pour toutes les sociétés. C'est pourquoi il est souvent retenu avant amortissement des incorporels, dans le mode de calcul est très variable selon les référentiels comptables.

Le calcul du BPA peut se faire de deux façons, dilué ou non dilué. Lorsqu'il est non dilué, le nombre actuel de titre est retenu. Lorsqu'il est dilué, il faut tenir compte des titres susceptibles d'être émis et de leur impact tant au niveau du résultat net que du nombre total de titres en circulation. Ce point est important dans certains secteurs, notamment ceux où l'innovation technologique est forte, car les stock-options représentent un mode de rémunération courant. La proportion de titres à émettre, par rapport aux titres en circulation, peut y être très élevée.<sup>28</sup>

## 2) L'utilisation du PER:

Pour évaluer une société, il faut multiplier son BPA par le PER moyen de l'échantillon, soit :

$$V_{\text{action}} = \text{BPA}_{\text{société}} * \text{PER}_{\text{moyen de l'échantillon}}$$

Pour utiliser le PER à bon escient, il faut bien comprendre les paramètres qui le sous-tendent.

Supposant, par simplification, que le bénéfice de la société va croître à un taux constant (g), sur une période infinie. Dans ce cas, la valeur de l'action est, en retenant le modèle du dividende actualisé et un coût des fonds propres  $R_c$  :

$$V_{\text{action}} = D_1 / (R_c - g)$$

Or le dividende anticipé ( $D_1$ ) est égal au bénéfice par action de l'exercice multiplié par le taux de distribution (d), soit :  $D_1 = \text{BPA}_0 * d$ .

Ce qui revient à :

$$V_{\text{action}} = (\text{BPA}_0 * d) / (R_c - g)$$

$$V_{\text{action}} / \text{BPA}_0 = \text{PER}_0 = d / (R_c - g)$$

Quand bien même l'hypothèse d'une croissance constante à l'infini du dividende ne serait pas vérifiée, cette décomposition du PER met en évidence les trois paramètres fondamentaux

---

<sup>28</sup> Arnaud THAUVRON, *ibid*, p152.

de son estimation : la croissance anticipée, le risque du titre et son taux de distribution des bénéfices est important, le risque est faible et la croissance est forte.

### 3) **Le PER relatif :**

Calcul simple permettant la comparaison entre le PER d'une société et le PER du marché dans son ensemble. Si le PER du marché est de 22, alors que le PER de la société n'est que de 13, alors le PER relatif sera de :  $13 / 22$ , soit 0,59. Un PER relatif inférieur à 1 peut donc être une opportunité d'achat. Il conviendra toutefois de savoir pourquoi la valeur s'écarte tant du secteur dans lequel elle évolue.<sup>29</sup>

### 4) **Le multiple de l'EBITDA :**

- L'Ebitda est la différence entre le chiffre d'affaires et les coûts d'exploitation, sauf les dotations aux amortissements et aux provisions des actifs immobilisés.
- Existe-t-il un équivalent dans la comptabilité française ? Non. Il est souvent confondu avec l'excédent brut d'exploitation (EBE) calculé par les PME françaises.
- Mais les deux concepts ne coïncident pas. Par exemple, la participation des salariés, exclue de l'EBE, est déduite de l'EBITDA. La comptabilité française utilise massivement la notion de produits et charges exceptionnels, exclus de l'EBE. Ils sont intégrés dans l'EBITDA. C'est le cas des frais de restructuration.

## **Section 3 : L'approche prospective actualisée**

### **2.3.1 Méthodes d'actualisation de « flux »:**

#### **Méthode fondée sur les flux de trésorerie (free cash flows = FCF, ou discounted cash flows = DCF)**

Les méthodes précédentes étaient principalement tournées vers le passé ou le présent, c'est-à-dire vers l'exercice en cours. Cependant, si une évaluation est réalisée notamment par un acquéreur potentiel, il est vraisemblable que cet acheteur va plutôt s'intéresser à l'avenir

---

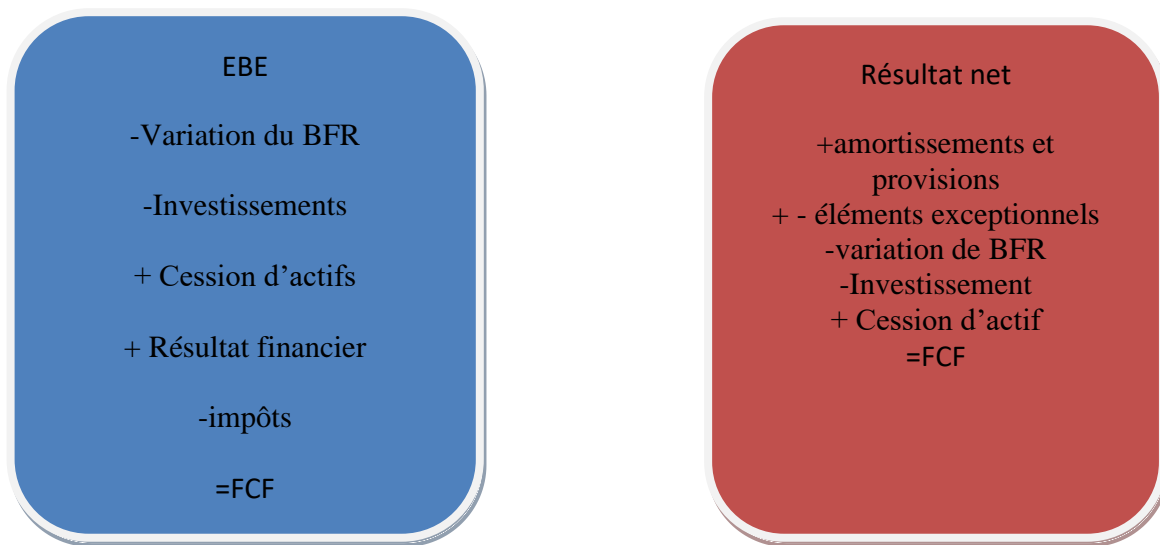
<sup>29</sup> <https://www.edubourse.com/lexique/per-relatif.php> ,26/03/2020.

qu'au passé.

D'où l'idée d'évaluer cette entreprise en fonction de ses performances prévisionnelles futures, à travers l'établissement d'un business plan (BP).

**Les cash-flows ou flux** peuvent se calculer de deux manières, soit à partir de l'EBE, soit à partir du résultat net.<sup>30</sup>

**Figure.8:** calcul des flux



**Source :** Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise

### **1. Méthodologie:**

L'approche de ces méthodes consiste à valoriser une entreprise à partir des flux futurs de trésorerie que va générer son activité dans le futur. Ainsi la valeur se calcule par l'actualisation de ces flux. Leur taux d'actualisation dépend du rendement attendu et aussi du risque estimé, c'est-à-dire de la probabilité d'atteindre ce rendement ou non.

A partir du business plan élaboré par l'entreprise pour les trois à cinq prochaines années, il convient de calculer le cash-flow d'exploitation de l'entreprise.

<sup>30</sup> Gérard CHAPALAIN, **Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise**, EMS Management & Société, France ,2004, p114.

De celui-ci et pour chaque année sont retranchés la variation prévisionnelle du BFR, et le montant Annuel des investissements courants nécessaires pour maintenir la bonne exploitation de l'entreprise ainsi que des investissements supplémentaires nécessaire à la réalisation du business plan

Exemple :

Résultat d'exploitation	350	
-Impôt théorique sur le résultat d'exploitation (33%)	-115.5	
+dotation aux amortissement	+ 155	
= cash-flow d'exploitation	= 389.5	
- Variation du BFR	-44	
-investissements	- 200	
=free cash-flow ( flux de trésorerie disponible )		= 145.5

Ce nouveau montant, appelé flux de trésorerie disponible ou free cash-flow est calculé chaque année à partir du business plan, puis actualisé à un taux risqué, pour devenir un flux de trésorerie disponible actualisé ou discounted cash-flow.

En complément, une valeur terminale est calculée à la fin de la période de trois ou cinq années, en appliquant par exemple le multiple d'aujourd'hui à l'EBIT ou l'EBITDA futur, puis actualisée au même taux risqué.

Une approche plus théorique de la valeur terminale peut consister à actualiser « à l'infini » un flux de trésorerie disponible « normatif » constant ou en faible croissance.<sup>31</sup>

## **2. Approche du taux risqué:**

L'ensemble des flux futurs doivent être actualisés à un taux dit risqué. L'explication de cette notion tient dans le fait qu'investir en capital dans une entreprise présente un risque beaucoup

---

<sup>31</sup> Vincent Juguët and All, *op-cit*, P161.



plus important que de placer cet argent sur un livret de type « caisse d'épargne » l'investisseur n'est jamais certain de récupérer toute la somme qu'il a investie. De plus, la liquidité de cet investissement est aléatoire, surtout si l'entreprise n'est pas cotée. Aussi, ce même investisseur acceptera de prendre un tel risque s'il peut être « conforté » sur la possibilité d'obtenir un rendement plus élevé que le simple placement sur un livret.

Pour calculer le taux risqué servant à actualiser les flux futurs, il convient de définir les notions suivantes :

**Le taux sans risque (i)** : est, la plupart du temps, défini comme la rémunération offerte par les emprunts d'état sur longue période (par exemple dix ans), considérés comme sans risque. à un certain moment ,celui-ci ressort dans une fourchette comprise entre 4,5% et 5% par an.

**La prime du marché action (ipm)** : correspond au surplus de rémunération attendu par les investisseurs en capital, c'est-à-dire sur le marché actions, et vient s'ajouter au taux sans risque est comprise entre 4,5% à 5% l'an. Aussi le taux attendu par les investisseurs sur le marché actions est égale à:  $i_m = i + ipm$  soit compris entre 9% et 10%.

Le coefficient bêta ( $\beta$ ) : propre à chaque entreprise cotée, ce coefficient représente l'élasticité de la valeur des actions de l'entreprise concernée par rapport à celle de son marché. Il illustre la relation qui existe entre les fluctuations de la valeur boursière d'une action et celle de son marché. Il intègre notamment les facteurs de risque l'entreprise, son endettement, sa structure de charges. De longs développements ont été écrits sur le bêta et son approche, ce qui n'est pas à l'ordre de notre thème.

Lorsque l'entreprise n'est pas cotée, il est relativement complexe d'estimer un coefficient beta qui lui est propre. Une approche théorique peut consister à estimer le beta de l'entreprise à évaluer à partir de ceux des acteurs côtés du secteur, en intégrant l'impact de leurs structures financières respectives.

Cependant, le type de tableau suivant, utilisé par les grands cabinets d'audit, permet, selon les

conclusions des réflexions préalables faites précédemment, de déterminer la fourchette de bêta dans laquelle se situe la société :

Exemple de bêtas applicables à une société non cotée en fonction de l'estimation de son risque

Estimation du risque propre à l'entreprise à évaluer	bêta
Très faible	de 0.25 à 0.5
Faible	de 0.5 à 1
Moyen	de 1 à 1.5
Fort	de 1.5 à 2
Très fort	de 2 à 2.5

Par risque, il convient de comprendre la capacité de l'entreprise à réaliser son business plan, la confiance ou le « confort » que l'évaluateur va avoir sur cette faisabilité.

Le taux risqué est alors égal à l'équation suivante :

$$I' = i + [\beta * (i_m - i)]$$

Ou

$$I' = i + [\beta * I_{pm}]$$

Le taux risqué calculé ci-dessus ne concerne que la rémunération d'une source de financement de l'entreprise : le capital. Mais, pour réaliser son business plan, l'entreprise va utiliser d'autres sources de financement (principalement bancaires) qui ont leur propre cout.

La valorisation par les DCF doit intégrer l'impact de l'ensemble de ces financements. Il convient alors de calculer le cout moyen pondéré du capital (CMPC), WACC (weighted average cost of capital) en anglais, représentant le cout moyen de l'ensemble de ses sources de financement de l'entreprise.

Celui-ci consiste à déterminer le cout global du financement de l'entreprise, en intégrant :

- Le rendement attendu des fonds propres, soit le taux risqué appliqué aux fonds propres



fourchette de valeur.<sup>32</sup>

### **3. Méthode alternative:**

Alternativement à l'actualisation de free cash flows (cash flows disponible), flux économique générés par l'activité avant impact de la structure de financement de l'actif économique, il est envisageable d'actualiser des flux de trésorerie après impact de cette structure de financement. Ces flux, que l'on peut appeler flux de résultats distribuables, correspondent chaque année au résultat net augmenté des dotations aux immobilisations et diminué de la variation du BFR, des investissements et des remboursements de la dette financière (nets des augmentations de la dette financière).

Les flux de résultats distribuables, destinés à être distribués aux actionnaires ou réinvestis dans l'entreprise, sont actualisés aux risques. Ils permettent d'obtenir directement la valeur des titres estimée.

En pratique, ils se révèlent complexes à estimer chaque année, car ils supposent notamment un prévisionnel précis des variations de l'endettement année après année, donc de la variation de structure financière de l'entreprise.

### **4. Intérêt et limites :**

Cette approche de valorisation présente de nombreux avantages, Elle intègre d'une façon beaucoup plus complète la gestion de l'entreprise, l'évolution de ses besoins notamment en termes de BFR, d'investissement, etc.

De plus, la création (ou la consommation) de trésorerie mesure clairement la performance, tant économique que de rendement, de la société. Chacun sait que le véritable état de santé d'une entreprise se mesure par son niveau de trésorerie et l'évolution de celle-ci dans le temps.

Cette approche est particulièrement adaptée aux entreprises très capitalistiques, c'est-à-dire

---

<sup>32</sup> Maher Kooli, **Finance d'entreprise**, Chenelière éducation, Montréal, 2013, p156.

ayant besoin d'un niveau d'investissements ou d'actifs significatif, telles que les loueurs de véhicules. Que penser de la valorisation d'une entreprise réalisant 2 M€ de résultat net après une dotation annuelle d'amortissement de 15 M€ pour un CA de 40 M€ qui ne serait évaluée que par le PER, sans tenir compte de son niveau élevé de cash flows ?

Comme pour toutes les méthodes fondées sur un business plan, elle est bien entendu totalement liée à la qualité et au sérieux du travail réalisé pour élaborer ce BP. Cependant, le choix d'un taux d'actualisation plus ou moins élevé pourra compenser une éventuelle difficulté à élaborer ce business plan ou à assurer sa fiabilité.

### **5. Capacités distributives:**

Ces méthodes d'évaluation sont fondées sur le principe selon lequel la valeur d'une entreprise est liée à sa capacité à distribuer des dividendes.

Un grand nombre d'économistes sont intervenus sur ces thèmes et ont laissé des formules d'évaluation peu utilisées en tant que telles, mais apparaissant toujours dans divers travaux d'évaluation.

#### **2.3.2 Modèle d'Irwing-Fisher:**

Le principe de ce modèle est de valoriser une entreprise en fonction des dividendes qu'elle verse chaque année. Sa valorisation correspond à l'actualisation de sa capacité distributive perpétuelle, supposée constante, ou encore à la valeur actuelle des flux futurs de dividendes à recevoir.

Cette actualisation est réalisée au taux risqué ( $i'$ ) décrit ci-dessus.

$$\text{Valeurs des actions} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(\text{dividende})}{(1+i')^t}$$

Où valeur des actions = (dividende (hypothèse : dividende constant)) /  $i'$

Avec  $i'$  = taux risqué (ou rendement attendu) des fonds propres

#### **2.3.3 Modèle de Gordon Shapiro:**

Cette approche est fondée, elle aussi, sur les flux futurs des dividendes, mais en intégrant

une progression constante du montant du dividende.

Valeur des actions = (dividende (hypothèse : dividende en croissance constante) /  $i' - g$ )

Avec { dividende = prochain dividende attendu

$G$  =taux de croissance attendu du dividende (constant)<sup>33</sup>

### **2.3.4 Modèle de Molodovski:**

Toujours fondé sur les flux futurs de dividendes, ce modèle intègre trois périodes de temps avec des taux de progression du dividende différents.

- Le premier connaîtra un taux de croissance fort, sous-tendu par le développement significatif de l'entreprise (durée de deux à trois ans) ;
- Le second temps constatera une croissance en diminution progressive, car la concurrence sera arrivée (durée : cinq ans) ;
- Le dernier temps ne connaîtra plus de croissance.

### **2.3.5 Modèle de Bates:**

La grande innovation apportée par Bates a été d'intégrer, en complément de plusieurs périodes distinctes de croissance (constante à l'intérieur de chaque période), la valeur terminale dans les calculs de valorisation, autrement dit de considérer que les flux de dividendes ne sont pas infinis et qu'il est souhaitable de les « borner ».

Cette notion de valeur terminale peut être assimilée à une revente de l'entreprise à la fin de la période. Par convention, cette valeur intervient à la cinquième ou septième année.

La valeur terminale est calculée selon une méthode telle que l'application d'un PER, en utilisant les multiples connus au moment de l'évaluation. Ensuite, le chiffre obtenu est actualisé au même taux que les flux antérieurs de dividendes.

---

<sup>33</sup> McKinsey & Company and ALL, **la stratégie de la valeur**, éditions d'organisation, France ,2002, p367.

Valeur des actions =  $\frac{\text{dividende}_1}{(1+i)^1} + \frac{\text{dividende}_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\text{dividende}_t}{(1+i)^t} + \text{valeur}$   
0 terminale/ $(1+i)^t$

### **1. Intérêt et limites:**

Ces méthodes sont très limitées dans leur approche, ne valorisant une entreprise que par le flux de dividendes. C'est une approche de type rendement sur investissement sans doute un peu courte pour évaluer économiquement une entreprise.

Ceci est d'autant plus vrai pour les PME que la politique de dividendes du dirigeant est souvent étroitement liée à des considérations d'ordre personnel et patrimoniale qui peuvent être très éloignées d'une approche économique. Que dire de la valeur d'entreprises profitables qui ne distribuent jamais de dividendes ?

Ces méthodes sont peu utilisées, sauf celle de Bates, qui permet indirectement de calculer, pour un fonds d'investissement, une valeur d'acquisition en fonction du taux de rendement de l'investissement (TRI) souhaité.

Ces sont des méthodes très financières, qui laissent peu de place aux aspects stratégiques de l'entreprise. Là encore, le niveau des taux d'actualisation et le nombre d'années pris en considération influencent fortement le résultat final.

# **partie pratique**



## **Chapitre 3: évaluation du groupe GEMA**

## **introduction**

Nous avons entamé notre thème par la mise en évidence de la notion d'évaluation d'entreprise à partir de sa définition , tout en s'étalant sur les qualités et l'esprit critique dont doit être muni l'évaluateur.

à cet effet nous avons eu recours à deux méthodes d'évaluation parmi les plus fréquentes jugées fructueuses dans toute action d'évaluation d'entreprise et qui ont prouvé leur efficacité, en les appliquant au cas du groupe GEMA-Alger. à savoir:

- La méthode patrimoniale qui repose essentiellement sur les acquits postérieurs,
- quant à la seconde méthode dite d'actualisation du Flux de trésorerie, elle repose sur les prévisions de performance à acquérir dans le futur.

l'objectif principale réside dans le fait de subir un rapprochement entre ces deux méthodes dans l'esprit de réduire au maximum l'écart qui peut s'avérer entre leurs valeurs.

Ce volet pratique consiste à construire un procédé susceptible d'assurer l'aboutissement à des résultats fiables relatifs à la valeur de l'entreprise GEMA-Alger.

## **Section 1 : Présentation du Groupe GEMA**

La présente section va atteindre l'objectif de présenter le groupe GEMA avec ces missions, et la présentation de son organigramme. Ainsi que ses différentes filiales le lieu de notre stage.

### **1.1 -Présentation de l'entreprise EPE / Gema – SPA :**

#### **1.1.1 -Historique et domaine d'activité :**

La société Générale Maritime « GEMA » issue de la restructuration de la CNAN, créée en 1987 sous l'appellation de « ENCATM », a pris sa dénomination actuelle en 1991.

Elle est constituée en Société par actions au capital social de Sept cent cinquante million de Dinars (750.000.000,00 DA) détenu à 100% par le Groupe Algérien de Transport Maritime (G.A.T.MA).

Son siège social est situé au 02, Rue JAWAHARLAL NEHRU (ex. BEZIERS) Alger.

Elle est inscrite au centre national du registre de commerce sous le numéro 99 B 8576.

- **Effectif :**

L'entreprise emploie un effectif de 179 agents toutes catégories sociales confondues durant le 1<sup>er</sup> semestre 2019.

- **Domaine d'activité :**

L'entreprise a pour activité principale la consignation de navires et conteneurs, le courtage maritime. Et comme activité annexe ; le transit, l'avitaillement des navires et le ravitaillement des collectivités locales et bases de vie, ainsi que la formation en matière de gestion maritime à travers l'ouverture d'un centre de formation dénommé « Gemaform ».

L'Entreprise est implantée au niveau des principaux ports de commerce à travers neuf (9) Agences Maritimes.

#### **\* La consignation des navires et la consignation des conteneurs :**

La consignation des navires est l'activité principale de GEMA. Le consignataire de navire est un mandataire salarié du transport. Il est chargé d'agencer l'escale du navire dans le port, d'assurer sa conduite en douane, de recevoir les marchandises à embarquer et de délivrer les marchandises débarquées pour le compte de transporteur (armateur) sur document, sans, pour autant, prendre en charge les cargaisons.

Cependant, la consignation des conteneurs est présentée par la réception, la gestion et le suivi des conteneurs depuis leur arrivées jusqu'à leur restitution. La consignation des conteneurs suit leurs mouvement, tient informés leurs propriétaires et établit la facturation.

### **\* La Formation spécialisée dans le domaine maritime:**

A partir du mois d'avril 2015 GEMA a ouvert un Centre de formation dénommé « Gemaform » dans l'objectif d'assurer la relève dans les métiers liés au secteur maritime et portuaire.

Les programmes de formations sont répartis en deux catégories:

- Les séminaires : destinés aux professionnels du secteur maritime.
- Trois autres formations diplômantes (Post-Graduation spécialisé) d'une durée de 18 mois, avec l'élaboration d'un mémoire de fin d'études et soutenance:

1/- PGS en Management de transport maritime et logistique en partenariat avec l'Ecole Supérieure de Commerce ;

2/- PGS en Expertise maritime, aussi en partenariat avec l'Ecole supérieure de Commerce ;

3/- PGS en Droit maritime, en partenariat avec la faculté de droit- Alger.

### **\* L'activité d'avitaillement des navires :**

L'avitaillement des navires consiste en l'approvisionnement des navires en marchandises destinées à être :

- consommées par les passagers et les membres de l'équipage de bord ;
- vendues aux passagers ;
- et toutes autres marchandises nécessaires au fonctionnement et à l'entretien des navires (Les combustibles, les carburants et les lubrifiants...), toutefois, les pièces de rechange et l'équipement en sont exclues.

L'EPE/SPA/GEMA a inscrit dans sa stratégie commerciale de développement et de diversification de ses activités, la promotion et le développement de l'activité d'Avitaillement qu'elle a reprise, ainsi qu'une partie des effectifs, en janvier 2016, dans le sillage de la dissolution anticipée et de la mise en liquidation de la société Comarpex Algérie.

GEMA a repris le marché de l'ENTMV (Entreprise Nationale de Transport de Voyageurs) initialement attribué à la société Comarpex Algérie et œuvre présentement à développer cette activité a même de la hisser à un niveau de performance acceptable.

Actuellement, elle dispose du marché de l'ENTMV au niveau des ports algériens et assure l'avitaillement de quelques navires étrangers qu'ils soient ou non consignés par elle, mais cela demeure insuffisant pour augmenter le chiffre d'affaires et dégager une marge conséquente.

### **1.1.2 -Filiales et participations :**

L'entreprise dispose dans son portefeuille d'actions :

#### **❖ Filiales :**

##### **a) La filiale FILTRANS :**

C'est une filiale qui intervient dans le secteur de la logistique en tant que commissionnaire en transport international, manutentionnaire, transporteur terrestre, entreposage de marchandises sous douane, entreposage de conteneurs vides.

Elle est dotée d'un capital social de 10 millions de dinars passé à 200 millions en 2007 par incorporation de réserves, détenu à 100% par GEMA.

##### **b) AVICAT : une filiale dissoute.**

#### **❖ Les prises de participations :**

L'entreprise dispose également de participations dans les sociétés suivantes :

##### **a) ALGERIE-LIGABUE-CATERING (SPA) :**

Elle a été créée en mars 2003 en association avec un partenaire Italien LIGABUE.

Activité : Catering et restauration collective avec comme principal client « bases de vie de Sonatrach ».

Capital social : 300 millions de dinars, détenu à **35% par GEMA** et à 65% par la partie Italienne LIGABUE.

##### **b) S.I.H (Société d'Investissement Hôtelière) (SPA) :**

Créée en 1997, la S.I.H dispose dans son portefeuille de l'hôtel shéaton d'Alger, club des pins et de l'hôtel renaissance à Tlemcen, J.W Marriot à Constantine et l'hôtel Four Point à Oran.

Capital social : **41 527 000 KDA** souscrit à hauteur de **4,93% par GEMA**, représentant **2 048 000 KDA** et 95,07% entre 14 autres organismes publics portuaires et financiers. Une augmentation du capital a été réalisée en 2011 dont la part de GEMA versée en 2012 était de 205 000 KDA. Suite à une série d'augmentation du capital, les nouveaux apports feront ressortir une participation cumulée de GEMA dans le capital de cette société de **1 640 000 000 DA** totalement libérée.

**c) COMARPEX ALGERIE :**

L'entreprise COMARPEX-ALGERIE (SPA) a été créée en janvier 2005 en association avec un partenaire français COFRAPEX. L'entreprise GEMA détenait une participation de **21% dans le capital social de cette société**. En **décembre 2015** cette société a été dissoute et mise en liquidation le **05 janvier 2016**. Une partie de ses effectifs a été redéployée vers GEMA qui œuvre à développer l'activité d'avitaillement et le ravitaillement.

**d) SUDCARGOS ALGERIE :**

Dans laquelle GEMA détient une participation de **38% est dissoute en 2008**.

**e) SAIDAL :**

Acquisition en 2001 de titres pour 79 418 KDA ayant généré des dividendes de 4 000 KDA et 4 500 KDA pour chacun des exercices 2016 et 2017.

- En dehors de la société S.I.H qui finance des programmes d'investissements ambitieux et des participations en liquidation, la Filiale FILTRANS et la participation A.L.C sont rentables et génèrent des dividendes appréciables.

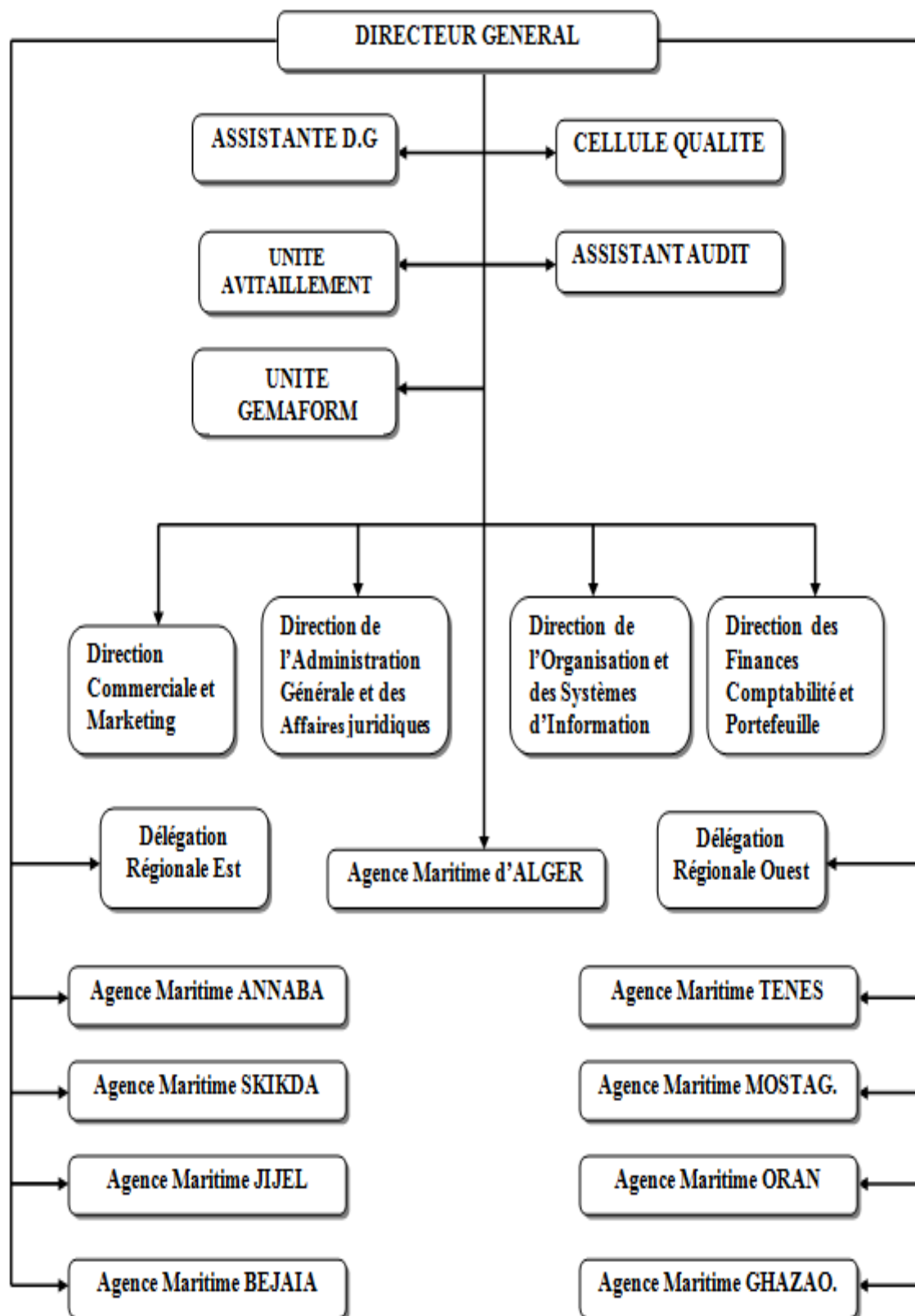
**1.1.3 -L'organisation de l'entreprise GEMA :**

GEMA exerce ses activités commerciales à travers ses neufs agences maritimes installées au niveau des ports Algériens de l'Est à l'Ouest, à savoir :

- Annaba, Skikda, Jijel, Bejaïa, Alger, Ténès, Mostaganem, Oran et Ghazaouet ;

Ainsi que le centre de formation « Gemaform » situé au 37, rue LARBI BEN MHIDI-ALGER CENTRE.

Son organisation est illustrée dans l'organigramme qui suit :



source: Document fournit par GEMA

➤ **Description et missions de chaque Direction :**

**a) Direction Générale :**

Représentée par le Directeur Général, il est chargé du pilotage, de la coordination, de l'animation et du contrôle des actions liées à la gestion et au développement de l'entreprise.

**b) Cellule qualité :**

- Animer et suivre le fonctionnement du système de management de la qualité ;
- Coordonner l'élaboration, l'application et la mise à jour du système documentaire du S.M.Q ;
- S'assurer que les processus nécessaires au S.M.Q de l'entreprise sont établis, mis en œuvre et entretenus ;
- Sensibilisation sur le S.M.Q ;
- Organiser et animer les réunions périodiques du comité de pilotage ;
- Programmer et préparer les réunions de la revue de direction ;
- Planifier et conduire les audits qualité internes ;
- Évaluer les auditeurs internes de qualité ;
- Déterminer les actions de formation prévues dans la démarche qualité ;

**c) Assistante du Directeur Général :**

- Elle assure la gestion du planning du D.G ;
- Elle procède à des triages par importance des informations mises à sa disposition pour sélectionner les actions prioritaires ;
- Elle planifie ses réunions d'affaires ;
- Elle réorganise son agenda en tenant compte des imprévus professionnels ou personnels de celui-ci ;
- Elle assure une fonction d'intermédiaire entre ses supérieurs et les différents partenaires de l'entreprise. Pour ce faire, elle communique par téléphone ou par courriers électroniques les renseignements à diffuser dans tous les services concernés ;

Le secrétariat fait aussi partie de ses responsabilités. Elle organise les dossiers demandés par le D.G et effectue des travaux de classement et d'archivage ;



- Lors des réunions, elle s'occupe des prises de note et rédige un rapport pour le transmettre aux dirigeants et aux autres employés ;

- L'assistante de direction est la représentante directe de son directeur Général à l'extérieur ou à l'intérieur de la société. Elle est en étroite relation avec les collaborateurs et partenaires de l'entreprise. Elle encadre les déplacements du directeur à l'étranger ou sur le territoire national.

**d) Assistant audit :**

- Programme et réalise des missions d'audits de l'ensemble des fonctions de l'entreprise ;
- Elabore le support technique des missions d'audit ;
- Conseille la direction générale sur les actions d'amélioration à promouvoir dans le cadre du contrôle de gestion ;
- Assiste les agences maritimes dans la mise en œuvre des procédures d'audit ;
- Etablit à l'intention de la direction générale des rapports d'audit accompagnés de recommandations.

**e) Unité d'avitaillement des navires :**

- Elle est située au Quai N°07, port d'Alger. Son rôle principal est d'exercer l'activité d'avitaillement des navires au niveau d'Alger, et d'assurer le pilotage et la coordination des opérations commerciales pour l'ensemble des agences maritimes.

- Cette Direction emploie un effectif de vingt et un (21) agents, répartis entre les fonctions administratives et les fonctions opérationnelles ;

**f) Unité Gemaform :**

- Elle est située au 37, rue LARBI BEN MHIDI- ALGER CENTRE, son rôle est de programmer, organiser les formations, et assurer tous les moyens logistiques pour le bon déroulement des programmes, ainsi que le recouvrement des créances relatives au chiffre d'affaires réalisé.

## **Direction Commerciale et Marketing :**

- L'organisation, l'animation et la coordination de l'activité consignment de l'entreprise ;
- Le contrôle et le suivi de la gestion et situations des comptes armateurs à l'endroit de l'ensemble des agences maritimes ;
- La programmation et la réalisation des missions de prospections commerciales ;
- L'établissement des rapports d'évaluation des actions commerciales engagées ;
- La fidélisation de notre portefeuille clients, et le recrutement de nouveaux clients (nationaux ou étrangers) ;
- L'élaboration de la stratégie commerciale, la contribution dans l'élaboration des budgets de l'entreprise ;
- La supervision et l'assistance de l'ensemble des agences maritimes en matière de la mise en œuvre des budgets annuels ;

## **g) Direction de l'Administration Générale et des Affaires Juridiques :**

Elle est composée de deux sous Directions comme suit :

- **Sous-direction administration générale :** Elle est chargée de :
  - L'élaboration et le suivi des procédures de gestion ;
  - L'élaboration des différents documents administratifs ;
  - La coordination entre les agences en matière des achats groupés et autres ;
  - Veillez à la sécurité de l'entreprise ;
  - L'élaboration des différents contrats avec les tiers de l'entreprise ;
  - La gestion des moyens généraux, du patrimoine du siège et la gestion des archives ;
  - L'élaboration de la paie et les différents états de personnel demandés par la hiérarchie;
  - Suivi de toutes les affaires juridiques de l'entreprise ainsi que les contentieux.
- **Sous-direction ressources humaines :** Elle est chargée de :
  - Veiller au respect de l'application de la convention collective ;
  - L'élaboration et le suivi de politiques en matière de gestion du personnel ainsi que la gestion des carrières et de la formation ;
  - L'élaboration et le suivi des procédures relatives à la gestion des ressources humaines ;
  - La centralisation des données RH ;
  - Le contrôle et l'assistance des agences maritimes en matière de la gestion des

compétences.

#### **h) Direction d'Organisation et des Systèmes d'Information :**

Cette structure est composée d'un directeur, et d'une équipe d'informaticiens. Elle est chargée d'assurer :

- La conception et la réalisation des systèmes d'information ;
- La conception et la gestion du dictionnaire des données de l'entreprise ;
- Les choix techniques sur les aspects hardware, software et réseaux ;
- Le développement et la rentabilisation des ressources informatiques ;
- L'efficience des schémas organisationnels et informationnels ;
- La normalisation et la codification des procédures et supports ;
- Conception et mise en œuvre des schémas informationnels de l'entreprise en collaboration avec les fonctions centrales ;
- Participation à la définition du plan informatique conformément au schéma approuvé par la direction générale et dans le cadre de développement de l'entreprise ;

#### **i) Direction des Finances, de la Comptabilité et du Portefeuille :**

- Assurer toute sorte de reporting financier au niveau de l'entreprise ;
- L'élaboration et le suivi des procédures comptable ;
- La gestion centralisée de la trésorerie et la centralisation de la comptabilité des agences maritime et la comptabilité des autres activités (avitaillement, formation) ;
- La gestion du portefeuille de l'entreprise, ses filiales et ses différentes prises de participation ;
- La supervision et la finalisation du bilan comptable et fiscale de l'entreprise et le bilan consolidé du groupe.
- Présentation des rapports financiers lors des Conseils d'Administration, les Assemblées Générales, et les Revues de Direction ;
- Piloter le processus Comptabilité en matière de la gestion qualité ;

A mentionner aussi que la **DFCP** est composé d'un département nommé « comptabilité entreprise » rattaché directement à la **DFCP**. Ce département est structuré par deux services, le service comptabilité Gemaform et le service comptabilité siège.

- **Département comptabilité entreprise :**

Ce département est responsable sur la gestion est la centralisation de la comptabilité de

l'ensemble des activités de l'entreprise GEMA, le suivi de la comptabilité des agences maritimes, et la contribution à l'élaboration du reporting financier de l'entreprise.

Le département comptabilité entreprise chapeaute les responsables financiers au niveau des neuf (9) agences maritimes ainsi que les deux services qui se trouvent au siège central, à savoir :

**1/- Service comptabilité siège :**

La mission principale du service comptabilité siège est la tenue de la comptabilité générale liée au siège de l'entreprise GEMA et ce qui s'en suit des travaux quotidiens d'un cadre financier à savoir : comptabilisation, élaboration des chèques, relation bancaires, analyse des comptes, rapprochements ... etc.

**2/- Service comptabilité Gemaform :**

Ce service a une relation directe avec le centre de formation gemaform, il est chargé de la tenue comptable de ce dernier et fourni les informations nécessaires au département comptabilité entreprise pour le suivi et centralisation des données.

**j) Délégation Régionale Est et Délégation Régionale Ouest:**

Ces deux délégations sont représentées par le Directeur d'agence de Skikda et le Directeur d'agence de Ténès respectivement. Leur mission est d'assurer le pilotage et la coordination opérationnelle des activités commerciales relatives aux agences mises sous leurs responsabilités, ainsi que le reporting périodique au Directeur Général.

**k) Les agences maritimes :**

Les neufs (9) agences sont implantées au niveau des ports commerciaux, et c'est à travers ces agences là que l'entreprise GEMA exerce son métier.

Chaque agence a un certain niveau d'autonomie administrative et commerciale tout en respectant la hiérarchie de la Direction générale.

De ce fait, les agences maritimes quant à elles ont un organigramme composé d'un Directeur d'agence, département d'administration, des départements opérationnels (Shipping, logistique, recouvrement...), et un département finance et comptabilité.

## Section 2 : Diagnostic du Groupe GEMA

Dans le processus d'évaluation, le diagnostic et la connaissance de la société est une étape primordiale pour la constitution des hypothèses d'évaluation et l'appréciation de la situation de la société.

### 1.2.1 Diagnostic des services:

- service de consignation:

La Société Générale Maritime, en abréviation « GEMA » est une Entreprise publique économique, elle intervient dans le marché de la consignation de tous les types de navires (ro/ro, porte-conteneurs, vraquiers...etc.).GEMA consigne aussi bien des navires en lignes régulières qu'en tramping (cargaisons homogènes). Elle exerce son activité dans tous les ports de commerce algériens.

Pour les compagnies maritimes désireuses d'explorer le marché Algérien, GEMA est capable de leur apporter aide et assistance pour toutes les études de marché.

GEMA a capitalisé un savoir faire dans le shipping en général, la gestion des conteneurs, les marchandises réfrigérées, les marchandises hors gabarit...ect

GEMA a développé de solides relations avec l'industrie du transport maritime telle que les sociétés de manutention, les ports secs, les dépôts de conteneurs, les compagnies de transport routier et aussi les autorités portuaires et douanières

Grace à un savoir faire acquis depuis de nombreuses années, et des moyens humains et matériels importants placent sans conteste GEMA comme leader dans les services annexes au transport maritime.

Le chiffre d'affaire enregistré par notre entreprise est en nette évolution, il marque une valeur de 1 306 973 000 DA comme prévision de clôture pour l'année 2018 avec un résultat d'exploitation lui aussi en nette augmentation et affiche une valeur de 240 891 000 DA pour le même exercice.

GEMA dispose de Cinq (05) registres de commerce :

- Registre de commerce principal **consignation**
- Registre de commerce secondaire **formation et consulting**
- Registre de commerce secondaire **vente détaille**
- Registre de commerce secondaire **import**
- Registre de commerce secondaire **export**

- **service d'avitaillement:**

Avant sa dissolution, la société COMARPEX assurait une double activité qui repose essentiellement sur l'avitaillement des navires maritimes, comme elle joue le rôle de prestataire de service en proposant ces services à un tiers représentant. Le rôle de prestataire de services réside dans le fait de fournir des prestations et des solutions aux clients sous forme de soutien au profit d'une autre entreprise que ce soit dans le domaine technologique voire même stratégique.

Devant l'importance et l'immensité du trafic de circulation des navires maritimes au niveau d'un gigantesque port qui est celui d'Alger où règne une activité animée et continue. A cet effet, les autorités compétentes du pays ont opté pour céder l'activité d'avitaillement des navires maritimes à la société GEMA. Ceci est dû également à l'utilisation d'engins géants de manutention, de remorquage et de stockage, dont la maîtrise de la gestion exige la création d'une société autonome bien structurée qui n'est autre que la société GEMA dont l'activité se centralise principalement à l'avitaillement des navires maritimes et la consignation des différents types de produits qui transitent par les différents quais du port d'Alger.

Ainsi, la création de la société GEMA découle du souci de la mise en place d'une structure dotée de moyens humains et matériels adéquats à même prendre en charge de manière efficiente l'avitaillement des navires battants pavillons nationaux qui s'étend à une partie des navires étrangers escales dans les ports algériens.

Ainsi la société GEMA est située au quai N°7 port d'Alger. Son rôle principal est d'exercer l'activité d'avitaillement des navires maritimes au niveau du port d'Alger et d'assurer le pilotage et la coordination des opérations commerciales pour l'ensemble des agences maritimes. Cette direction se compose d'un effectif de 21 agents répartis rationnellement entre les tâches administratives d'une part, et les tâches opérationnelles

d'une autre.

- **service de formation GEMAFORM:**

A part l'Institut Supérieur Maritime de Bousmail, dédié plutôt à la formation du personnel navigant, et les écoles de formation de marins subalternes, il n'existe pas d'école destinée à la formation dans les spécialités liées à la gestion du secteur maritime et portuaire.

Quelques modules en relation avec la logistique (inclus dans notre programme de formation) sont parfois dispensés dans certaines écoles privées, mais de l'avis même des consultants ayant une longue expérience dans le domaine maritime et portuaire, cette formation reste très théorique et de niveau médiocre.

L'objectif de GEMA en créant cette école est de dispenser un enseignement théorique et pratique de qualité en misant sur un corps enseignant compétent réunissant une longue expérience managériale dans le domaine maritime et portuaire et un niveau de connaissances théoriques élevé.

Aussi, la qualité de l'enseignement dispensé par GEMAFORM est rehaussée par le corps professoral universitaire intégré après la conclusion des accords de partenariat avec l'Ecole supérieure de commerce (ESC) et la faculté de Droit de Said Hamdine.

L'école de formation de GEMA est située en plein centre de la ville d'Alger (Rue Larbi Ben M'Hidi) et offre un cadre agréable. Pour ses débuts dans le domaine, GEMA a opté pour la formation de courte durée en proposant plusieurs séminaires d'une durée allant de deux (02) à cinq (05) jours dans différents thèmes liés à la gestion du secteur maritime et portuaire.

- Cette Direction emploie un effectif de huit (8) agents, tout en signalant que les enseignants sont des consultants contractuels.

- **service de transit international :**

Le Groupe GEMA intervient à travers sa filiale FILTRANS dans les activités de transit, transport terrestre de marchandises, entreposage de marchandise, parc sous douane.

Cette filiale détenue à 100 % par GEMA assure :

- Transit et dédouanement tous régimes
- Transport terrestre de marchandises
- Magasinage
- Conseil
- Entreposage sous douane
- Entreposage libre
- Pointage et reconnaissance de marchandises
- Surveillance
- Gestion de Parcs à Conteneurs

- Manutention

### **1.2.2 diagnostic commercial :**

De manière générale, le diagnostic commercial représente une étape de grande importance du fait qu'il permet d'estimer l'état de la société à partir de sa classification et de son rang d'insertion parmi ses concurrents. ce principe reste valable pour tout société exerçant une ou plusieurs activités de productions, entre autre , la société GEMA objet de notre étude. ce qui nous amène à dire que la notion de commerce est souvent assimilée à la notion de production; c'est-à-dire une production à l'échelle national et international . donc produire, entraine la réalisation de profit et de gain. désormais, l'enjeu commercial auquel aspire à réaliser la société GEMA ce traduit par la rente due aux différents types de services quelle assure au profit d'autrui, à trévère l'avitaillement des navires maritimes escalant dans les ports Algérien et de la consignation de produits pour ne citer que les plus importants parmi les divers services qu'elle accomplit.

### **1.2.3 Diagnostic des ressources humaines :**

à partir de l'organigramme relatif au personnel que comporte la société GEMA, ainsi qu'à partir des missions et des prérogatives allouées à chaque fragment de cet organigramme sous la responsabilité de Mr le Directeur générale de la société GEMA, on peut conclure que la répartition des taches est effectuée de façon équitable dans le soucis d'assurer la complémentarité voulue grâce à une coordination efficace. comme, on remarque l'intérêt qu'accorde le staff qui dirige la société GEMA, au volet comptable et financier spécifique à la nature des activités accomplies par cette société. sans omettre la formation périodique à laquelle participe le personnel dans un cadre de recyclage. il reste également à relater la considération qu'accorde les dirigeants de la société au contrôle continu de la comptabilité, la gestion, la commercialisation et la communication.

GEMA étant une entreprise publique algérienne dont le siège de la direction de l'administration générale ce trouve à proximité du port d'Alger, quant à l'engineering composé principalement de dépôts et de hangars réservé à la consignation. comme il est composé d'outils lourds destinés à l'avitaillement des navires maritimes, le tout installé au niveau des quais du port d'Alger. cet ensemble de matériels ce trouve inclus à l'intérieur de l'enceinte du port d'Alger dans des conditions adéquates au activités voulues.



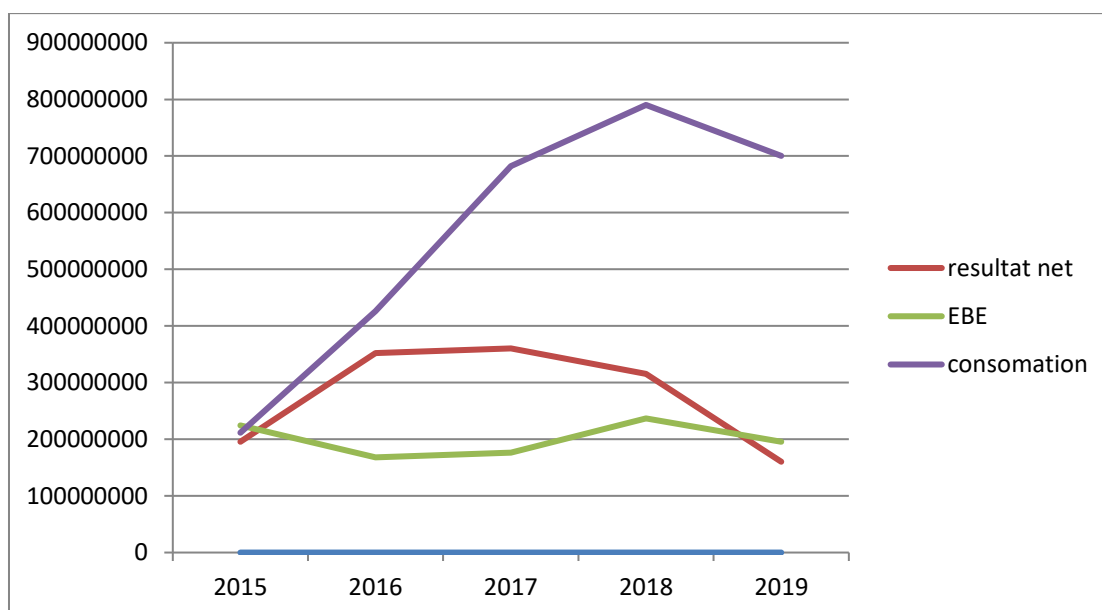
### 1.2.4 Diagnostic financier:

Le diagnostic financier comporte l'analyse des états financiers (Tableau du compte de résultat et le Bilan), l'analyse de solvabilité, la rentabilité, la liquidité.

### 1. Analyse des états financiers :

#### A. Le Tableau du compte de résultat:

**FIGURE 9: Evolutions des soldes intermédiaires de gestion (2015-2019)**



**source:** Réalisé par nous même.

**tableau.5:** variation en % du RN, EBE, consommation

les années	resultat net	EBE	consommation	variations % résultat net	variation % EBE	variation % de la cons
2015	195827167,7	224 152 863,07	211 570 578,80	-	-	-
2016	352123984	168 056 613,66	426 207 520,75	80%	-25%	101%
2017	360388281,6	176 498 167,94	682 322 007,73	2%	5%	60%
2018	315367197,2	236 821 257,35	790 224 176,06	-12%	34%	16%
2019	160297353,8	195717076,2	700276960	-49%	-17%	-11%

**source:** Réalisé par nous même.

Le résultat net ainsi que le EBE demeurent positifs à travers les exercices de 2015 à 2019 inclus, pris comme échantillon d'étude, ceci quel que soit la croissance ou la décroissance de ces valeurs.

- Quant à l'exercice 2016, la valeur du résultat net a connu une nette augmentation qui s'élève à 80% en comparaison avec le taux réalisé dans l'exercice 2015. comme on enregistre une diminution conséquente de la valeur du EBE qui s'élève au taux de 25%. ces taux sont dus et influencés par la remarquable augmentation des consommations opérées par l'entreprise GEMA durant l'exercice 2016 et qui s'élèvent à 101%; sans oublier l'augmentation de la valeur du chiffre d'affaire de l'entreprise qui a atteint le taux de 33% par rapport à l'exercice 2015.
- En ce qui concerne l'exercice 2017, la remarque évidente d'écoule du fait que le chiffre d'affaire au titre de cette année à atteint une augmentation de 30% par rapport à l'exercice 2016. de même la consommation sous ses formes d'achats consommés et services extérieurs a connu une augmentation qui s'élève à 60% en comparaison avec son taux atteint au terme de l'exercice 2016. ce qui justifie la régression du taux qu'a atteint le résultat net, soit 2% d'une part et le taux du EBE qui s'élève à 5%.
- au terme de l'exercice 2018, la rubrique portant sur le EBE montre que ce dernier à connu une augmentation de 34% par rapport à sa valeur obtenue au terme de l'exercice 2017. ceci prouve que l'entreprise GEMA possède une valeur ajoutée suffisante et nécessaire au paiements des différentes charges de personnel ainsi que les impôts et taxes.
- à partir des valeurs requises au terme de l'exercice 2019, on remarque une importante régression de la valeur du résultat net, ce dernier a atteint une diminution de 49% par rapport à sa valeur atteinte au terme de l'exercice 2018. de même pour les consommations et le EBE qui ont atteint successivement les taux de 11% et 17% de diminution par rapport à leurs valeurs atteintes au terme de l'exercice 2018. la diminution de la valeur du chiffre d'affaire ainsi que l'augmentation des valeurs des charges opérationnelles d'une part, et les valeurs des Dotations aux amortissements s'avèrent la cause principale qui influe négativement sur les valeurs du résultat net, du EBE ainsi que sur les consommations sous leurs différents aspects.

## **B. Le bilan :**

Au titre de l'année 2019, le total actif de la société GEMA est évalué à plus de 4.75

milliards de dinars. marquant ainsi une diminution de 3.15 % par rapport à l'année 2018

l'actif non courant représente 78.72% du total actif dominé par l'immobilisation corporelle, car

il s'agit d'une société comportant des installations industrielles importantes.

les capitaux propres de la société GEMA ont connu une augmentation de 0.22%

en comparaison avec l'exercice 2018; ce qui est justifié par la baisse du résultat net d'un taux de 49%

## **2. Analyse financière de la société :**

### **A. Analyse de l'équilibre financier**

Le Fonds de Roulement (FR), le Besoin de Fonds de Roulement (BFR) ainsi que la Trésorerie(TR) de la société pour l'exercice allant de 2015 à 2019 sont calculés dans le tableau suivant :

les années	FR	BFR	Trésorerie net
2015	-367326276,8	-1065692398	698366121,5
2016	-607965617,7	-958838978,9	350873307,7
2017	-520065802,4	-998439830,3	478374028
2018	-742429291	-978675043,3	236245752,3
2019	-685139606,4	-1041172926	345621410,2

### **interprétation:**

- nous constatons que l'entreprise a réalisé un fonds de roulement négatif durant les 5 années (2015-2019) dans ce cas, l'entreprise est en manque des fonds de longs termes pour financer ses emplois stables. Ce qui est un signe négatif pour l'entreprise.

- Par ailleurs, nous observons que l'entreprise dégage, un Besoin en Fonds de Roulement négative, cela signifie que l'entreprise est en bonne santé financière et dispose de suffisamment d'argent pour être capable d'honorer ses dettes de court terme. Autrement dit, les fonds disponibles à l'entreprise lui permettent de financer intégralement son prochain cycle d'exploitation et ses emplois à court terme.

- la trésorerie net est **positive** , cela signifie que la société peut rapidement payer une dette.

C'est un signe positif, de bonne gestion

La situation financière de la société pour les exercices (2015-2019) est en équilibre.

### **B. Analyse de la solvabilité**

C'est la mesure de la capacité d'une personne physique ou morale à payer ses dettes sur le court, moyen et long terme, elle permet d'apprécier la capacité à faire face à ses engagements (court long et moyen terme). L'insolvabilité est l'incapacité à le faire.

On la calcule en divisant les capitaux propres sur le total du bilan.

**Ratio d'autonomie financière = capitaux propres / Total du bilan<sup>34</sup>**

**tableau 6 : les ratios de solvabilités (2015-2019)**

années	2015	2016	2017	2018	2019
Ratio d'autonomie financière	58,28%	56,78%	55,92%	53,80%	55,68%
Ratio d'endettement	42%	43%	44,08%	46,20%	44,32%
RAF+RE=1	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

**Source :** Réalisé par nous même

### **interprétation :**

On remarque que le ratio d'autonomie financière est largement supérieur à 20% allons jusqu'à 58% en 2015 , donc l'entreprise peut contracter facilement des emprunts bancaires du fait de son indépendance **financière**.

### **C. Analyse de la rentabilité :**

Elle représente le rapport entre les revenus d'une société et les sommes qu'elle a mobilisées pour les obtenir. Elle constitue un élément privilégié pour évaluer la performance des entreprises.

On distingue trois types de rentabilité (financière, économique et commerciale) et on les calcule comme suit :

**Rentabilité financière = Résultat / capitaux propres**

---

<sup>34</sup> Maher Kooli, **Finance d'entreprise**, Chenelière éducation, montréal, 2013, p192.

**Rentabilité économique = Résultat / actif**

**Rentabilité commerciale = Résultat net / chiffre d'affaire<sup>35</sup>**

**tableau (7): Taux de rentabilité**

années	rentabilité financière	rentabilité économique	rentabilité commerciale
2015	9%	10%	30%
2016	14%	7%	41%
2017	13%	6%	32%
2018	12%	9%	24%
2019	6%	7%	13%

**source:** Réalisé par nous même

**interprétation:**

La rentabilité financière, économique, commerciale de l'entreprise GEMA est décroissante de 2015 à 2019, ce qui est un mauvais signe pour l'entreprise. La première rentabilité mesure la capacité de rémunérer les associés, la deuxième mesure la capacité de générer des bénéfices à partir des capitaux investis quant à la La rentabilité commerciale, c'est un ratio financier permettant de mesurer la rentabilité d'une entreprise selon son volume d'affaires, donc on résume que la société est on situation à peine acceptable.

**D. Analyse de la liquidité :**

Elle mesure la capacité de l'entreprise à régler ses dettes arrivées à échéances.

**Ratio de liquidité = Actif circulant / Dettes à court terme<sup>36</sup>**

**tableau(8): Ratio de liquidité**

années	2015	2016	2017	2018	2019
Ratio de liquidité	72%	62%	72%	60%	72%

<sup>35</sup> Maher Kooli, *ibid*, p193.

<sup>36</sup> Luc BERNET-ROLLANDE, *Pratique de l'analyse financière*, Dunod, France, 2015, p125.

### **interprétation:**

les taux indiquent que la société n'est pas capable d'assumer ses dettes à court terme car les ratios des 5 années sont inférieurs à 1 donc l'entreprise ne peut pas régler ses dettes à court terme arriver à échéance. Ce qui explique pourquoi le fond de roulement est négatif.

### **1.2.5 Récapitulatif des résultats du diagnostic:**

D'après le diagnostic de l'entreprise nous avons effectué une analyse SWOT, qui présente les forces, les faiblesses, les menaces et opportunités de la société ainsi qu'une appréciation de la situation financière de la société.

#### **A. Analyse SWOT:**

##### **1.opportunités:**

- la possibilité d'élargir son champ d'activité.

##### **2. Les menaces :**

- La situation économique du pays (Perte de change...) .
- la concurrence.
- les incidences de la crise sanitaire (COVID-19)

##### **3. Les Forces :**

- La prise en charge de l'ensemble des activités ;
- Un effectif expérimenté, et la compétence et l'expérience des gérants ;
- La formation du personnel est l'une des premières préoccupations des dirigeants ;
- La qualité des services ;

##### **4. Les faiblesses :**

- champ d'activité limité ( consignation, avitaillement uniquement).
- manque d'encadrement hautement qualifiés dans des spécialités diverses.

### **1.2.6.Appréciation de la situation financière de la société:**

Le diagnostic financier prouve que la situation financière de l'entreprise GEMA est satisfaisante, et ce, en termes d'équilibre financier, rentabilité, solvabilité et liquidité.

## **Section 3 : Evaluation de l'entreprise GEMA**

### **Introduction:**

Deux méthodes d'évaluation ont été utilisées afin de déterminer la valeur approximative de la société GEMA.

La première est la méthode patrimoniale, qui se tourne vers le passé, pour évaluer les actifs tels qu'ils sont présents dans la société.

Elle repose sur les données patrimoniales pour déterminer un prix de base qui servira pour les négociations sur le prix de vente des actions.

Par ailleurs cette méthode doit être soutenue par d'autres approches afin d'orienter les négociations vers un prix qui reflète réellement la valeur de l'entreprise.

ce qui nous a amené à choisir la deuxième méthode dite, la méthode d'Actualisation des Flux de trésorerie qui –contrairement à la première méthode- se base sur le futur de l'entreprise pour estimer sa valeur.

Et Ainsi un rapprochement entre les deux méthodes doit se faire, afin d'aboutir à un prix qui correspond le plus au prix réel des parts.

### **1.3.1 Méthode du Discounted Cash-Flow (DCF):**

#### **a. Critères de constitution des états prévisionnels:**

Les critères utilisés pour l'élaboration des états prévisionnels nécessaires dans le calcul de la valeur de l'entreprise par la méthode DCF sont les suivants :

### **1. L'horizon :**

L'horizon choisi est de 5 ans, et ce, dans le but d'élaborer des prévisions plus réalistes, et nous avons accordé une importance à la valeur terminale, qui projette la valeur des flux de trésorerie vers l'infini.

### **2. Les scénarios :**

Les scénarios utilisés pour l'estimation des données futures pour le calcul des flux de trésorerie futurs, sont optimistes, compte tenu des résultats obtenus du diagnostic effectué dans la section 2 de la partie pratique ci-dessus.

### **3. La méthode d'amortissement :**

Amortissement linéaire.

### **4. Les hypothèses:**

- Evolution Chiffre d'affaires : 5% ;
- Achats consommés : 40% du CA ;
- Services extérieurs : 20% du CA ;

#### **b. Aperçu de la méthode DCF:**

La méthode d'Actualisation des Flux de Trésorerie (Discounted Cash-Flow 'DCF' en anglais) consiste en l'actualisation des flux de trésorerie futurs que dégagera l'entreprise, dans le but de déterminer la valeur de cette dernière.

La valeur de l'entreprise calculée par le DCF, est donnée par la formule suivante :

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+T)^t} + \frac{CF_n * (1+g)}{(T-g)}$$

Où :

- **V** : la valeur de l'entreprise
- **CF** : Cash-Flow (Flux de trésorerie)
- **T** : Taux d'actualisation (méthode de calcul est mentionnée ci-dessous)
- **g**:Taux de croissance, estimé sur la base des données historiques, qui est la moyenne de la croissance du chiffre d'affaires sur les 5 dernières années<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Emmanuel TCHEMENI « l'évaluation des entreprises » (2ème édition), ECONOMICA, 1998, page 48.



### c. Le Calcul du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu pour actualiser les Cash Flows, est le coût moyen pondéré du capital (CMPC), donné par la formule suivante :

$$T = k\alpha + i(1-IBS)\mu$$

Où

- **T** : Le coût du capital (utilisé comme taux d'actualisation)
- **k** : Le coût des capitaux propres (Calculé ci-dessous)
- **$\alpha$**  : la proportion des capitaux propres dans le capital (estimé à 55%)
- **i** : le coût de la dette (estimé à 5,75%)
- **$\mu$**  : la proportion de la dette dans le capital<sup>38</sup> (estimée à 45%)
- **IBS** : l'impôt sur les bénéfices des sociétés (22%)

### Calcul du taux des capitaux propres (k):

Pour calculer le coût des capitaux propres, nous avons utilisé le Modèle d'Evaluation des Actifs financiers 'MEDAF', donné par formule suivante<sup>39</sup>:

$$k = R_f + B * (R_m - R_f)$$
$$k = R_f + B * ERP$$

Où :

- **k** : Le coût des capitaux propres
- **R<sub>f</sub>** : Taux sans Risque, le taux utilisé est le taux des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) sur 10 ans, donné par la banque d'Algérie (3.86%)
- **B** : La mesure de la volatilité d'une action par rapport au marché, nous avons utilisé le taux donné par la base de données Damodaran en suivant le lien suivant :

(Site de DAMODARAN <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> → Data → Current Data → Total Beta By Industry Sector → Emerg Mkt → Engineering/Construction).

Pour le secteur shipbuilding and Marine, le B=0.60. Et afin de prendre en considération la dette de la société, nous avons calculé le B Levered, calculé par la formule suivante :

$$\text{Levered B} = \text{Unlevered B} * (1 + (1 - \text{Impôt}) * (\text{Dettes} / \text{Capitaux propres})).$$

- **ERP** : La prime de risque, (donné par la base de données de Damodaran)

<sup>38</sup> Maher Kooli, **OP-CIT**, p156.

<sup>39</sup> **Albert CORHAY, Mapapa MBANGALA**, Fondement de gestion financière, Edition de l'université de Liège, 2eme édition, 2007, Belgique, P192.

(Site de DAMODARAN <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> → Data → Current Data → Risk Premiums for Other Markets → Cliquer sur April 2020 → PSR Worksheet → Final ERP Algeria);

Ce qui nous donne la prime de risque de l'Algérie, et qui est de 17.91%).

- **Rm**: La rentabilité attendue du marché

Ainsi, le taux d'actualisation utilisé dans l'actualisation des flux de trésorerie (Le coût Moyen Pondéré du Capital), est estimé à comme indiqué dans le tableau ci-dessous:

Cout Moyen Pondéré du Capital "CMPC"	Secteur de logistique
Proportion de la dette dans la capital	45%
Proportion des capitaux propres dans le capital	55%
Impôt	22%
Taux sans risque	3.86%
Prime de marché	17.91%
B Unlevered	0.60
B Levered	0.75
Cout des capitaux propres	17.29%
Cost de la dette	5.75%
<b>CMPC</b>	<b>11.52%</b>

**Source :** Réalisé par nous-même.

#### **d. Le calcul de la valeur de l'entreprise:**

Une fois obtenir le coût d'actualisation, nous allons actualiser les flux de trésorerie futurs auxquels nous rajoutant la valeur terminale actualisée afin de calculer la valeur de la société ;

Les flux de trésorerie sont obtenus à partir des résultats d'exploitation après impôts, auxquels sont rajoutés les Dotations aux Amortissements, en déduisant le montant des variations des Besoins en Fonds de Roulement et les Investissements.

A cet effet, des états financiers prévisionnels ont été élaborés avec des hypothèses optimiste, et ce, en prenant en considération les résultats de notre diagnostic (détaillé dans la section 2).

Le prix d'une action est donné par la division de la valeur des capitaux propres par le nombre d'actions.

La valeur de capitaux propres = La valeur de l'entreprise (V calculée sur la base de DCF) - la dette nette.

Le prix d'une action= la valeur de capitaux propres / Nombre d'actions<sup>40</sup>

Le résultat de l'évaluation est détaillé dans le tableau ci-dessous :

**Tableau. 9:des cash-Flows:**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Résultat d'exploitation (=EBIT)	31699288,42	58 065 488,86	68 206 823,12	78 949 985,30	90 326 962	102 371 377,10
Impôt théorique sur EBIT (=22%)	6 973 843	12 774 408	15 005 501	17 368 997	19 871 932	22 521 703
Dot. aux Amorts. et Provs.	437824716,5	39 296 541,4	42 984 299	46 890 904	51 027 986	55 407 773
Variation du BFR	0	-50 799 108	-53 339 063	-56 006 016	-58 806 317	-61 746 633
Cash-Flows d'exploitation	462 550 161	135 386 730,5	149 524 684,6	164 477 908,6	180 289 333,7	197 004 080,7
Investissements	700 276 960					
Cash-Flows Nets	-237 726 798	135 386 731	149 524 685	164 477 909	180 289 334	197 004 081
Valeur terminale (avec : g=7%)						4 684 319 251,8
FCFF (Free Cash-Flows to Firm)	-237 726 798	135 386 731	149 524 685	164 477 909	180 289 334	4 881 323 332
Taux d'actualisation (cmpr)	0,115	0,115	0,115	0,115	0,115	0,115
FCFF Actualisés	-237 726 798	121 423 076,7	120 271 619,8	118 654 161,1	116 646 191,7	2 832 456 434,5
Charges financières	83031,51	83031,51	83031,51	83031,51	83031,51	83031,51
Impôts (=22%)	18 266,9	18 266,9	18 266,9	18 266,9	18 266,9	18 266,9
Charges financières nets d'impôts	64 764,6	64 764,6	64 764,6	64 764,6	64 764,6	64 764,6
FCFE (Free Cash-Flows to Equity )	-237 791 563,1	135 321 966,0	149 459 920,0	164 413 144,1	180 224 569,2	4 881 258 567,9
Taux d'actualisation (Ke=17,29%)	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
FCFE Actualisés	-237 791 563,1	115 462 428,3	108 810 178,3	102 130 086,4	95 522 031,3	2 207 464 637,4

<b>Valeur Globale</b>	<b>3 071 724 685,3</b>	<b>Prix de l'action</b>	<b>409,6</b>
<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>2 391 597 798,7</b>		<b>318,8797065</b>

**Source :** Réalisé par nous-même.

### **CAPITAL:**

La valeur globale de la société est de **3 071 724 685,3DA** et la valeur des fonds propres, obtenue par la soustraction de la dette nette de la valeur de la société, est estimée à **2 391 597 798,7DA** .

<sup>40</sup> Emmanuel TCHEMENI **op-cit**, page 171

Ainsi, la valeur de l'action de la société GEMA est estimée par la méthode du DCF à **410 DA**.

### **1.3.2 L'évaluation par la méthode patrimoniale:**

#### **a. Aperçu de la méthode:**

La méthode patrimoniale est une méthode qui prend en considération les valeurs réelles de l'actif et du passif de l'entreprise, on parle de l'Actif Net Comptable (ANC). Cette méthode évalue la valeur des actifs tels qu'ils sont présents dans la société, sans qu'ils soient réévalués.

#### **b. le calcul de la valeur de l'entreprise:**

L'évaluation du titre de la société GEMA, par tableau ci-dessous :

**Tableau.10 : Méthode patrimoniale**

en DZD	2019
Total Actif	4759556220
Passif Non Courant	411833950,4
Passif Courant	1697802261
Total Dettes	2109636212
Actif Net Comptable	2649920008
Capital social	750000000
Nombre d'action	7500000
Prix par action	353

**Source :** Réalisé par nous même.

Le prix par action obtenue par la méthode patrimoniale est estimé à **353 Dinars Algériens** par action.

La valeur globale de la société est de **2649920008 DA**

### **1.3.1.l'analyse de la valeur du titre obtenue:**

Les résultats de notre évaluation du titre GEMA se résument comme suit :

- La valeur de l'action GEMA obtenue par la méthode du DCF est de **410 DA** ;
- valeur de l'action GEMA obtenue par la méthode patrimoniale est de **353 DA** ;
- La moyenne des deux valeurs est de : **382 DA** /action ;

## **Remarque:**

Devant l'absence d'une évaluation préalable comme donnée de base permettant d'entreprendre une comparaison concluante avec les valeurs ci-dessus arrêtées. ce qui nous amène à se contenter de déclarer que la société GEMA, au vu des résultat ci-dessus obtenus, et bien susceptible d'être évaluer en la soumettant aux deux méthodes choisies.

il est nécessaire de signaler que la crise sanitaire (COVID-19), s'avère à l'origine de cet handicap qui se traduit par le manque de détention de données nécessaires à l'obtention de résultats assez précis d'une part et d'assurer l'élaboration de comparaisons nécessaires.

# **Conclusion Générale**

## **Conclusion Générale:**

L'évaluation d'entreprise est un sujet fondamental qui concorde avec les objectifs et les finalités auxquelles tend à acquérir la finance d'entreprise de manière générale.

en prenant l'évaluation d'entreprise comme principale axe de référence permettant d'arrêter les éléments de réponse à une telle problématique. pour atteindre cet objectif, cela nous a amené à effectuer un stage pratique d'une durée qui a dépassé le mois au niveau de l'entreprise GEMA: qui est une société par action (SPA); qui active dans le domaine Maritime au niveau des quais du gigantesque port d'Alger.

grâce aux informations collectées, on a pu élaboré les différents diagnostics à savoir: le diagnostic des services de l'entreprise, le diagnostic commerciale, le diagnostic des ressources humaines et le diagnostic financier.

Il est nécessaire de rappeler que l'épidémie du COVID-19 fut un handicap majeur qui s'est traduit par un manque d'accès à un certain nombre d'informations tel que les données prévisionnelles et l'absence d'un plan d'affaires au niveau de l'entreprise. ce qui nous a conduit à négliger certaine méthodes est donc infirmer la première hypothèse formulée dans la problématique arrêtée auparavant, a partir de laquelle il a été convenu que: " toutes les méthodes d'évaluation peuvent être utilisées pour évaluer toute entreprise"

cependant, après avoir soumis l'entreprise GEMA aux différentes méthodes d'évaluation retenues, il s'est avéré que cette dernière a dégagé des valeurs différentes. en moyenne la société GEMA a dégagé une valeur avoisinant la somme de 2860822347 DA ce qui représente une valeur assez conséquente qui reflète son véritable poids sur le marché. ce qui confirme la fiabilité de la seconde hypothèse.

cette étude de cas a permit de constater que évaluer une entreprise revient à entreprendre un travail délicat qui nécessite de prendre en considération plusieurs critères à savoir: la taille de l'entreprise, l'environnement dans lequel elle évolue, le contexte dans lequel ce déroule

l'évaluation, les biens tangibles dont elle dispose sans oublier les critères avec lesquels doit être muni l'évaluateur lui-même à savoir:

l'objectivité, la patience, l'esprit critique, la rigueur et la concertation la fiabilité des moyens utilisés dans le processus d'évaluation; cela pour ne citer que les plus importants.

à partir de ce qui précède, on déduit que:

-chaque entreprise se distingue par sa spécificité et donc faire objet d'une étude adéquate.

-la synthèse des différentes méthodes d'évaluation d'entreprise engendre une fourchette de prix et non pas le prix lui-même, ce dernier obéit à la loi de l'offre et de la demande quel que soit la méthode d'évaluation utiliser.

on peut conclure qu'en dépit des difficultés qui se dressent lors de la réalisation et l'application de ce thème qui est l'évaluation d'entreprise sur une entreprise algérienne il est apprécié et jugé comme un fort intérêt; et que le travail élaboré présente une expérience extrêmement bénéfique pour l'ensemble des étudiants en la matière du fait qu'il est une opportunité pour appliquer le volet théorique appris durant les cours sur l'évaluation d'entreprise en Master 2.



## **LES OBSTACLES RENCONTRES**

La crise sanitaire internationale, qui est le COVID-19, a subi des effets néfastes à l'échelle nationale de notre pays sur les divers secteurs particulièrement celui de l'économie. ce dernier a connu une nette régression due principalement au gel total des moyens de transport de tout genre: terrestre, aérien et Maritime.

Vue l'éloignement du lieu de stage à savoir Alger centre par rapport au lieu de ma résidence, les fréquents contacts par e-mail, avec mon encadreur, s'avèrent insuffisants pour obtenir la totalité des données numériques nécessaires pour l'élaboration de certains calculs se rapportant à la partie pratique de l'entreprise. ce qui nous a amené à faire appel à des données forfaitaires dans le souci de soumettre un travail cohérent.

## **Bibliographie :**

### **Ouvrage :**

- **Albert CORHAY, Mapapa MBANGALA**, Fondement de gestion financière, Edition de l'université de Liège, 2eme édition, 2007, Belgique, P192.
- BRILMAN.J et MAIRE.C : « manuel des évaluations des entreprises», les éditions d'organisation, paris, 1990, p19
- Emmanuel TCHEMENI « l'évaluation des entreprises » (2ème édition), ECONOMICA, 1998, page 48.
- F. De LA CHAPELLE: « évaluation Des entreprises », 3eme édition, édition Economica, 2007, p13.
- Gérard CHAPALAIN, **Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise**, EMS Management & Société, France ,2004, p114.
- Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, p14.
- Luc BERNET-ROLLANDE, Pratique de l'analyse financière , Dunod, France,2015,p125.
- Maher Kooli, **Finance d'entreprise**, Chenelière éducation, montréal, 2013, p156.
- McKinsey & Company and ALL, **la stratégie de la valeur**, éditions d'organisation, France ,2002, p367.
- PALARD, J-E., IMBERT, F.*Guide pratique d'évaluation d'entreprise*. Paris : Eyroles, 2013, p. 27.
- QUIRY, P., Le FUR, Y. *Pierre Vernimmen finance d'entreprise*. 14ème édition. Paris: Dalloz, 2016, p.33.
- Simon PARIENT2, Analyse Financière et évaluation d'entreprise, Pearson Education France, Paris, 2007, p210.
- THAUVRON.A : « Evaluation d'entreprise », Edition Economica, ,2005, p7, 8
- Vincent juguet and All, **évaluation d'entreprise**, Dareios &Person Education, France, 2009, P119.
- Van Grenning and All , **l'évaluation d'entreprise en pratique** , Edition d'organisation , France, 2005, p99.

### **Sites internet :**

- [www.insee.fr](http://www.insee.fr), consulté le 21/03/2020.
- <https://docplayer.fr/21628216-Diagnostic-externe-et-interne-de-l-entreprise.html>  
23/03/2020.
- <https://www.edubourse.com/lexique/per-relatif.php> ,26/03/2020.

### **Autres :**

- Documents fournis par l'entreprise GEMA

## Listes des Annexes :

### Annexe N°01: les comptes de résultat

Rubriques	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaire	653 624 316,95	869 166 736,58	1 129 116 513,20	1 329 350 740,09	1194852016
Variation stock produits finis et encours					
Production immobilisée					
Subventions d'exploitation					
<b>I- Production De L'Exercice</b>	<b>653 624 316,95</b>	<b>869 166 736,58</b>	<b>1 129 116 513,20</b>	<b>1 329 350 740,09</b>	<b>1194852016</b>
Achats consommés	15 619 330,24	210 268 167,15	412 860 783,92	499 006 516,32	445272539
Services extérieurs et autres consommations	195 951 248,56	215 939 353,60	269 461 223,81	291 217 659,74	255004421
<b>II- Consommation de L'exercice</b>	<b>211 570 578,80</b>	<b>426 207 520,75</b>	<b>682 322 007,73</b>	<b>790 224 176,06</b>	<b>700276960</b>
<b>III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>	<b>442 053 738,15</b>	<b>442 959 215,83</b>	<b>446 794 505,47</b>	<b>539 126 564,03</b>	<b>494575056</b>
Charges de personnel	204 196 626,99	260 647 086,42	253 786 978,27	282 773 056,17	281524648
Impôts, taxes et versements assimilés	13 704 248,09	14 255 515,75	16 509 359,26	19 532 250,51	17333332,6
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>224 152 863,07</b>	<b>168 056 613,66</b>	<b>176 498 167,94</b>	<b>236 821 257,35</b>	<b>195717076</b>
Autres produits opérationnels	85 576 418,46	21 393 879,58	25 837 033,93	43 232 310,09	52250444
Autres charges opérationnelles	11 805 918,33	11 347 541,12	7 543 224,16	5 600 667,99	48098860,3
Dotation aux amortissements et aux provisions	320 299 062,03	315 849 412,42	300 024 029,94	320 203 781,72	437824717
Reprise sur perte de valeur et provision	38 322 603,47	261 499 435,57	267 444 110,23	270 209 415,15	269655345
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>15 946 904,64</b>	<b>123 752 975,27</b>	<b>162 212 058,00</b>	<b>224 458 532,88</b>	<b>31699288,4</b>
Produits financiers	225 611 280,62	302 928 695,60	286 432 753,37	195 353 114,31	182089452
Charges financières	19 054,67	61 807,77	64 647,32	32 490,26	83031,51
<b>VI- RESULTAT FINANCIER</b>	<b>225 592 225,95</b>	<b>302 866 887,83</b>	<b>286 368 106,05</b>	<b>195 320 624,05</b>	<b>182006420</b>
<b>VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)</b>	<b>241 539 130,59</b>	<b>426 619 863,10</b>	<b>448 580 164,05</b>	<b>419 779 156,93</b>	<b>213705709</b>
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	8 045 457,00	44 406 000,00	42 678 580,00	53 770 400,00	1190210
Impôt différé (Variations) sur résultat ordinaire	-2 333 494,06	-14 910 120,86	-4 486 697,50	-4 358 440,24	2781854,89
Participations des Travailleurs au bénéfice de l'exercice	40 000 000,00	45 000 000,00	50 000 000,00	55 000 000,00	55000000
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 003 134 619,50</b>	<b>1 454 988 747,33</b>	<b>1 708 830 410,73</b>	<b>1 838 145 579,64</b>	<b>1698847258</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>807 307 451,85</b>	<b>1 102 864 763,37</b>	<b>1 348 442 129,18</b>	<b>1 522 778 382,47</b>	<b>1538549904</b>
<b>VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>195 827 167,65</b>	<b>352 123 983,96</b>	<b>360 388 281,55</b>	<b>315 367 197,17</b>	<b>160297354</b>
Elements extraordinaires (Produits) (A Préciser)					
Elements extraordinaires (Charges) (A Préciser)					
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>					
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>195 827 167,65</b>	<b>352 123 983,96</b>	<b>360 388 281,55</b>	<b>315 367 197,17</b>	<b>160297354</b>

## Annexe N° 02 : CDR Prévisionnel

2020	2021	2022	2023	2024
1254594617	1317324348	1383190566	1452350094	1524967599
1254594617	1317324348	1383190566	1452350094	1524967599
501837846,9	526929739,3	553276226,2	580940038	609987039
250918923,5	263464869,6	276638113,1	290470019	304993520
752756770,4	790394608,9	829914339,3	871410056	914980559
501837846,9	526929739,3	553276226,2	580940038	609987039
287155140,7	292898243,5	298756208,3	304731333	310825959
18199999,24	19109999,2	20065499,16	21068774,1	22122212,8
196482707	214921496,6	234454518,7	255139931	277038867
50000000	50000000	50000000	50000000	50000000
19648270,7	21492149,66	23445451,87	25513993,1	27703886,7
39296541,4	42984299,32	46890903,74	51027986,2	55407773,5
29472406,05	32238224,49	35168177,81	38270989,6	41555830,1
58065488,86	68206823,12	78949985,3	90326962	102371377
182089452	182089452	182089452	182089452	182089452
83031,51	83031,51	83031,51	83031,51	83031,51
182172483,5	182172483,5	182172483,5	182172483	182172483
240237972,3	250379306,6	261122468,8	272499445	284543861
1783789620	1872979101	1966628056	2064959459	2168207432
1615477399	1696251269	1781063832	1870117024	1963622875
168312221,4	176727832,5	185564224,1	194842435	204584557
168312221,4	176727832,5	185564224,1	194842435	204584557

**Source : Réaliser par nous même à base des années précédentes**

## Annexe N °03 : les bilans

libelle	2015	2016	2017	2018	2019
des comptes	nets	nets	nets	nets	nets
<b>actif immobilise (non courant)</b>					
Ecart d'acquisition (goodwill positif ou négatif)					
immobilisation incorporelles	436 858,34	324 108,34	212 233,34	138 266,67	970966,67
immobilisation corporelles	425 540 170,75	777 602 684,49	1 119 800 866,81	1 494 633 761,83	156115341,3
Terrains			124 827 935,00	124 827 935,00	124827935
Batiments	123 654 788,90	278 638 449,54	504 726 574,84	485 191 261,90	465606353,7
autres immobilisations corporelles	61 151 791,76	58 449 473,90	60 550 517,51	101 177 470,58	84625459,48
immobilisations en concession	204 325 100,00	207 041 100,00	207 041 100,00	296 944 147,00	296944147
immobilisations en cours	36 408 490,09	233 473 661,05	222 654 739,46	486 492 947,35	590111416,2
immobilisation financières	2 492 196 574,13	2 639 588 814,04	2 477 536 130,65	2 291 562 957,50	2153807257
Titre mis en equivalence					
autres participations et créances	1 235 800 105,21	1 540 282 959,26	1 874 282 959,26	1 680 782 959,30	1571145404
autres titres immobilisés	1 220 000 000,00	1 050 000 000,00	550 000 000,00	550 000 000,00	550000000
prêts et autres actifs financiers non courant	1 675 998,80	8 601 302,00	11 951 810,00	15 120 196,57	14220196,57
impot différé actif	34 720 470,12	40 704 552,78	41 301 361,39	45 659 801,63	48441656,52
<b>Total actif non courant</b>	<b>2 918 173 603,22</b>	<b>3 417 515 606,87</b>	<b>3 597 549 230,80</b>	<b>3 786 334 986,00</b>	<b>3746893565</b>
<b>actif courant</b>					
stocks et en court	1 542 877,44	4 541 526,17	6 745 697,51	6 610 421,52	10411909,67
créances et emplois assimilés	238 233 606,38	618 379 504,90	876 803 712,75	885 335 170,20	656629334,9
clients	57 132 348,56	230 045 492,01	335 469 442,09	353 742 394,54	355418832,5
Autres Débiteurs	136 204 591,32	294 743 466,72	414 222 962,07	389 582 458,92	196184814,7
impôts	44 896 666,50	93 590 546,17	127 111 308,59	142 010 316,74	105025687,7
Autres actifs courants					
Disponibilités et Assimulés	698 366 121,52	355 129 972,36	478 374 027,97	236 245 752,30	345621410,2
Placements et autres actifs financiers courants					
trésorerie	698 366 121,52	355 129 972,36	478 374 027,97	236 245 752,30	345621410,2
<b>total actif courants</b>	<b>938 142 605,34</b>	<b>978 051 003,43</b>	<b>1 361 923 438,23</b>	<b>1 128 191 344,02</b>	<b>1012662655</b>
<b>total générale de l'actif</b>	<b>3 856 316 208,56</b>	<b>4 395 566 610,30</b>	<b>4 959 472 669,03</b>	<b>4 914 526 330,02</b>	<b>4759556220</b>

**Source : Documents fournis par l'entreprise GEMA**

<b>LIBELLE</b>	2015	2016	2017	2018	2019
des comptes	nets	nets	nets	nets	nets
Capital Emis (ou compte de l'exploitant)	327 900 000,00	327 900 000,00	327 900 000,00	750 000 000,00	750000000
Primes Et Réserves/(Réserves Consolidées(1))	1 722 118 033,99	1 814 435 201,64	1 912 434 185,60	1 577 310 701,83	1663119075
Ecart De Réévaluation	1 503 579,82	1 503 579,82	1 503 579,82	1 503 579,82	1503759,82
Ecart D'Equivalence(1)					0
Résultat Net/(Résultat Net Part Du Groupe(1))	195 827 167,65	352 123 983,96	360 388 281,55	315 367 197,17	160297353,8
Autres Capitaux Propres-Report à Nouveau			171 000 000,00		0
Part De La Société Consolidante (1)					
Part Des Minoritaires(1)					
	2 247 348 781,46	2 495 962 765,42	2 773 226 046,97	2 644 181 478,82	2649920008
<b>PASSIF NON COURANT</b>					
Emprunts et dettes financières					
Impôts	12 815 927,09	3 889 888,89			
Autres dettes non courantes	204 325 100,00	204 325 100,00	204 325 100,00	294 228 147,00	294228147
Provisions et produits constatés d'avance	86 357 517,90	105 372 180,84	99 932 281,48	105 496 069,17	117605803,4
Liaisons inter-unités			0	0	
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT</b>	<b>303 498 544,99</b>	<b>313 587 169,73</b>	<b>304 257 381,48</b>	<b>399 724 216,17</b>	<b>411833950,4</b>
Fournisseurs et comptes rattachés	7 219 693,47	39 821 312,68	70 178 595,34	119 522 150,05	182593201,4
Impôts	22 185 023,11	64 804 602,03	63 222 882,03	91 860 805,05	20404004,84
Autres Dettes	1 276 064 165,53	1 477 134 095,73	1 748 587 763,21	1 659 237 679,93	1494805055
Autres Crédeurs					0
Compte transitoires ou d'attente					
Trésorerie passif		4 256 664,71	0		
<b>TOTAL PASSIF COURANT</b>	<b>1 305 468 882,11</b>	<b>1 586 016 675,15</b>	<b>1 881 989 240,58</b>	<b>1 870 620 635,03</b>	<b>1697802261</b>
<b>TOTAL GENERAL DU PASSIF</b>	<b>3 856 316 208,56</b>	<b>4 395 566 610,30</b>	<b>4 959 472 669,03</b>	<b>4 914 526 330,02</b>	<b>4759556220</b>

Source : Documents fournis par l'entreprise GEMA

# Table de matières

## Partie Théorique

<b>Introduction générale .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapitre 01 : Généralité sur l'évaluation d'entreprise .....</b>	<b>5</b>
<b>introduction.....</b>	<b>6</b>
▪ <b>SECTION 01 : Les notions de l'évaluation d'entreprise.....</b>	<b>7</b>
1.1 . L'évaluation d'entreprise .....	7
1.1.1. Définition .....	7
1.1.2. Notion de prix /valeur .....	7
-Le prix d'une entreprise.....	8
-La valeur d'une entreprise .....	8
-commentaire.....	8
1.1.3. Les objectifs de l'évaluation des entreprises .....	9
Réaliser un investissement .....	9
Désinvestir .....	10
Évaluer une entreprise dans le cas d'une succession.....	10
Déterminer un cours d'introduction d'une société en Bourse.....	11
Calculer les parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés.....	11
Répondre, au moins pour les sociétés cotées, à certaines obligations réglementaires...	11
1.1.4. Définitions d'éléments relatifs à l'évaluation d'entreprise .....	12
Le bilan.....	12
Le compte de résultat.....	12
Le Goodwill.....	13



La capitalisation boursière.....	13
L'endettement net .....	13
L'actualisation.....	14
L'annexe des états financiers.....	14
Le business plan.....	14
▪ <b>SECTION 02 : Le processus de l'évaluation.....</b>	<b>14</b>
1.2.1 les différentes étapes de l'évaluation d'entreprise.....	14
Étape 1 : collecter l'information.....	14
Étape 2 : effectuer un diagnostic économique de l'entreprise.....	15
Étape 3 : choisir la bonne méthode d'évaluation.....	15
Étape 4 : élaborer un <i>business plan</i> .....	16
Étape 5 : déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation.....	16
Étape 6 : construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur.....	16
Étape 7 : négocier et fixer un prix de cession.....	16
1.2.2 L'évaluateur .....	18
1.2.3 les outils-clés de l'évaluation d'entreprise .....	19
1.2.4 Le diagnostic externe.....	20
1.2.5 Le diagnostic interne.....	22
▪ <b>SECTION 03 : Les intervenants dans l'évaluation.....</b>	<b>25</b>
1.3.1 Les acteurs de l'opération et leur position de force relative.....	25
<b>Les acteurs principaux.....</b>	<b>25</b>
Le vendeur.....	25
L'acheteur .....	26
Le vendeur face à l'acheteur .....	26
Les autres types d'acteurs .....	27
<b>Les acteurs auxiliaires.....</b>	<b>28</b>

1.3.2 Y a-t-il un arbitre?.....	29
1.3.3 l'étendue de l'évaluation.....	30
<b>Chapitre 02 : Les différentes approches .....</b>	<b>33</b>
<b>introduction.....</b>	<b>34</b>
▪ <b>SECTION 01 : L'approche patrimoniale .....</b>	<b>35</b>
2.1.1 Actif net réévalué – ANR, ou actif net comptable corrigé – ANCC.....	35
<b>Calcul de l'actif net réévalué .....</b>	<b>35</b>
<b>Actif.....</b>	<b>35</b>
Immobilisations incorporelles.....	35
Immobilisations corporelles.....	36
Titres de participation.....	36
Stocks.....	37
Clients.....	37
<b>Passif.....</b>	<b>38</b>
Provisions.....	38
Avances clients.....	39
Hors bilan.....	39
Démarche.....	39
Endettement financier net (ou endettement net).....	40
2.1.2 Intérêt de cette méthode.....	42
2.1.3 Limites de cette méthode.....	43
▪ <b>SECTION 02 : La méthode analogique (les méthodes comparatives.....</b>	<b>44</b>
2.2.1 Présentation de la méthode.....	44
2.2.2 Choix des inducteurs de valeur.....	46
2.2.3 Constitution de l'échantillon d'entreprises.....	47
Choix d'un échantillon sectoriel.....	48

Ajustement des multiples.....	49
2.2.4 Les multiples de résultats.....	50
Le calcul du PER.....	50
L'utilisation du PER.....	51
Le PER relatif .....	52
Le multiple de l'EBITDA .....	52
▪ <b>SECTION 03</b> : La méthode prospective actualisé .....	<b>52</b>
2.3.1 Méthodes d'actualisation de « flux ».....	52
Méthodologie.....	53
Approche du taux risqué.....	54
Méthode alternative.....	58
Intérêt et limites .....	58
Capacités distributives.....	59
2.3.2 Modèle d'Irwing-Fisher.....	59
2.3.3 Modèle de Gordon Shapiro.....	59
2.3.4 Modèle de Molodovski.....	60
2.3.5 Modèle de Bates.....	60

## **Partie Pratique**

<b>Chapitre 01 : évaluation du groupe GEMA.....</b>	<b>63</b>
<b>introduction.....</b>	<b>64</b>
▪ <b>SECTION 01</b> :Présentation du groupe GEMA.....	<b>65</b>

1.1 -Présentation de l'entreprise EPE / Gema – SPA .....	65
1.1.1 -Historique et domaine d'activité .....	65
1.1.2 -Filiales et participations .....	67
1.1.3 -L'organisation de l'entreprise GEMA .....	68
▪ <b>SECTION 02 :Diagnostic du groupe GEMA.....</b>	<b>75</b>
1.2.1 Diagnostic des services.....	75
1.2.2 diagnostic commercial .....	78
1.2.3 Diagnostic des ressources humaines.....	78
1.2.4 Diagnostic financier.....	79
1.2.5 Récapitulatif des résultats du diagnostic.....	84
1.2.6.Appréciation de la situation financière de la société.....	85
▪ <b>SECTION 03 :évaluation de l'entreprise GEMA.....</b>	<b>85</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>85</b>
1.3.1 Méthode du Discounted Cash-Flow (DCF).....	90
1.3.2 L'évaluation par la méthode patrimoniale.....	90
1.3.1.l'analyse de la valeur du titre obtenue.....	90
<b>Remarque.....</b>	<b>91</b>
<b>CONCLUSION GENERALE.....</b>	<b>92</b>
<b>LES OBSTACLES RENCONTRES .....</b>	<b>95</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>96</b>
<b>Listes des Annexes .....</b>	<b>98</b>