

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET  
POPULAIRE**

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

***École Supérieure de Commerce Kolea***

***Mémoire préparé en vue de l'obtention  
du diplôme de master en sciences commerciales et financières  
Option : Finance d'entreprise***

***Thème :***

**Evaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse**

**Cas : BIOPHARM SPA**

***Présenté par :***

***BOUKEDIRA Rofia***

***Encadré par :***

***OUSLIMANE Meriem***

***Lieu de stage : Mazars Hadj Ali***

***Période de stage : du 01/03/2020 au 26/03/2020***

***Année universitaire : 2019 / 2020***



**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET  
POPULAIRE**

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

*École Supérieure de Commerce Kolea*

*Mémoire préparé en vue de l'obtention  
du diplôme de master en sciences commerciales et financières  
Option : Finance d'entreprise*

*Thème :*

**Evaluation d'une entreprise algérienne cotée en bourse**

**Cas : BIOPHARM SPA**

***Présenté par :***

*BOUKEDIRA Rofia*

***Encadré par :***

*OUSLIMANE Meriem*

***Lieu de stage : Mazars Hadj Ali***

***Période de stage : du 01/03/2020 au 26/03/2020***

***Année universitaire : 2019 / 2020***

# Remerciement

*Nous remercions Allah-puissant qui grâce à son aide nous avons pu finir ce modeste travail.*

*Tout d'abord j'adresse mes remerciements et ma profonde gratitude envers mon encadreur Mme. Ouslimane Meriem, docteur à l'école supérieure de commerce.*

*Je tiens à remercier vivement Mr. AZZAOUÏ, qui m'a soutenu tout au long de ce travail, je le remercie pour ses conseils et ses encouragements, ainsi que Mr. GLIZ, pour son aide et ses précieuses orientations.*

*Mes remerciements vont à tous mes enseignants durant les années des études et au personnel de l'Ecole de supérieure de commerce Alger.*

# Dédicace

*A toutes celles et tous ceux qui ont fait de moi ce que je suis aujourd'hui et à qui je témoigne mon plus profond respect et ma loyale considération et particulièrement mes parents que Dieu les gardent.*

*Je tiens à exprimer ma profonde gratitude et reconnaissance à mes deux chers frères Rami et Ramzi.*

*Mes ultimes mais non moins vifs remerciements vont celles qui m'ont appris " les vraies valeurs en amitié", m'ont soutenue et aidée durant les moments les plus difficiles, tout particulièrement à L.Rania, C.Asma, D.Maroua, H.Woujdene, S.Aya.*

*Mes sincères remerciements à B.MERIEM pour son encouragement, son aide et sa disponibilité durant la réalisation de ce travail.*

---

## Sommaire

### Remerciement

### Dédicace

|  |     |
|--|-----|
| SOMMAIRE .....   | II  |
| LISTES DES TABLEAUX.....   | II  |
| LISTES DES FIGURES .....   | III |
| LISTE DES ABREVIATIONS .....   | III |
| CHAPITRE 01 : NOTIONS ELEMENTAIRES SUR L'EVALUATION DE L'ENTREPRISE.....                 | A   |
| INTRODUCTION DU CHAPITRE 01 .....  | 2   |
| <b>Section 01 : Notions et élémentaires et concepts financiers de l'évaluation</b> ..... | 3   |
| <b>Section 02 : Processus de l'évaluation</b> .....                                      | 10  |
| <b>Section 03 : Motivations de l'évaluation de l'entreprise :</b> .....                  | 18  |
| CHAPITRE 02 : PRINCIPALES METHODES D'EVALUATION.....                                     | 24  |
| INTRODUCTION DU CHAPITRE 02.....   | 25  |
| <b>Section 01 : Méthodes patrimoniales</b> .....   | 26  |
| <b>Section 02 : Méthodes actuarielles (dynamiques)</b> .....                             | 34  |
| <b>Section 03 : Méthodes analogiques</b> .....   | 42  |
| CONCLUSION DU CHAPITRE 02 .....  | 49  |
| <b>Section 01 : Présentation de l'entreprise</b> .....                                   | 51  |
| <b>Section 02 : Diagnostic global du BIOPHARM</b> .....                                  | 61  |
| <b>Section 03 : Evaluation du BIOPHARM</b> .....   | 69  |
| CONCLUSION GENERALE .....  | 79  |
| LISTES DES REFERENCES .....  | 83  |

**Liste des tableaux :**

| <b>N°</b> | <b>Intitulé</b>   | <b>Page</b> |
|-----------|---|-------------|
| 01        | Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation.           | 17          |
| 02        | Traitement des actifs corporels.  | 31          |
| 03        | Traitement de certains éléments incorporels                             | 33          |
| 04        | Valorisation de l'entreprise par les DCF                                | 40          |
| 05        | La composition du capital   | 56          |
| 06        | L'évolution du capital BIOPHARM   | 57          |
| 07        | Tableau récapitulatif du CA de BIOPHARM                                 | 61          |
| 08        | Evolution de la valeur ajoutée.   | 61          |
| 09        | l'évolution de l'EBE  | 63          |
| 10        | Tableau représentant la rentabilité des actifs du BIOPHARM              | 63          |
| 11        | Tableau représentant la rentabilité des capitaux propres du<br>BIOPHARM | 65          |
| 12        | Tableau représentant le ratio de solvabilité de BIOPHARM                | 65          |
| 13        | Calcul de l'EBITDA de BIOPHARM  | 67          |
| 14        | Tableau représentant la décomposition des FCFF                          | 72          |
| 15        | Calcul des FCFF   | 73          |
| 16        | Calculs nécessaires pour l'application de la méthode des multiples      | 75          |

**Liste des figures :**

| <b>N°</b> | <b>Intitulé</b>   | <b>Page</b> |
|-----------|---|-------------|
| 01        | Organigramme de BIOPHARM SPA                                    | 52          |
| 02        | L'évolution du capital social de BIOPHARM                       | 58          |
| 03        | L'évolution du cours boursier de BIOPHARM                       | 59          |
| 04        | L'évolution du CA   | 62          |
| 05        | Graphique illustratif de l'EBE dans les quatre dernières années | 63          |
| 06        | Graphique illustratif de la rentabilité des actifs (ROA).       | 65          |
| 07        | Graphique illustratif de la rentabilité des actifs (ROE).       | 66          |
| 08        | Synthèses d'évaluation de l'action BIOPHARM                     | 76          |

**Liste des abréviations :**

- ANC** : Actif Net Comptable
- ANCC**: Actif Net Comptable Corrigé
- ANR**: Actif Net Réévalué
- BFR**: Besoin en Fonds de roulement
- CA**: Chiffre d’Affaires
- CP**: Capitaux Propres
- CPNE** : Capitaux Permanents Nécessaires à l’Exploitation
- D**: Dette
- DCF**: Discounted Cash-Flow.
- DN**: Dettes Nettes
- EBE**: Excédent Brut d’Exploitation
- EBIT**: Earnings Before Interest and Taxes.
- EBITDA** : Earnings Before Interest, Taxes , Depreciation and Amortization
- FCF**: Free Cash-Flow
- GW**: Goodwill
- PBR** : Price to Book Ratio
- PER** : Price Earning Ratio
- PRP** : Prime de Risque Pays
- RN** : Résultat Net
- ROA**: Return On Asset
- ROE**: Return On Equity
- SIG** : Soldes Intermédiaires de Gestion
- VE** : Valeur semie comptable
- VS** : Valeur Substantielle Brute
- VT**: Valeur Terminale

**Liste des annexes :**

**Annexe N° (01) :** Bilan UNNIMED 2019

**Annexe N° (02) :** Etat de résultat UNNIMED 2019

**Annexe N° (03) :** Etat de trésorerie UNNIMED 2019

**Annexe N° (04) :** Bilan PROMOPHARM 2019

**Annexe N° (05) :** Etat de résultat PROMOPHARM 2019

**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 diagnostic d'entreprise dont le capital investissement, l'introduction en bourse et fusion de deux sociétés.

L'objectif de notre travail est de d'expérimenter deux différentes méthodes ; la méthode DCF et la méthode des multiples qui s'adaptent a de nombreux cas notamment le cas de BIOPHARM et ayant pour but d'évaluation la plus pertinente de celle-ci . De ce fait, cette comparaison peut débouchée sur trois situations possibles : la valeur en bourse proche à la valeur obtenue à partir des deux méthodes, valeur surévaluée ou enfin valeur sous-évaluée.

**Mots clés :** Evaluation d'entreprise, Cotée en bourse, BIOPHARM, Méthodes d'évaluation, surévaluée, sous-évaluée.

**Summary:**

Business evaluation is an operation that calculates the company's value by applying different evaluation method 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 "BIOPHARM" with two different methods to obtain a range of value so that we can compare between the tool and its value, all this to define its situation whether it is overpriced or underpriced.

**Keywords:** Evaluation, Value, Initial Public Offering, BIOPHARM , Method of evaluation,

---

**Introduction générale :**

Les transactions commerciales, avant la création de la monnaie, s'effectuaient par l'échange de produits ou de services ou de produits contre services. Cette opération est appelée "troc". Par la suite la création de la monnaie a donné lieu aux opérations d'achat, de vente de produits et de services. De ce fait, il y a nécessité de déterminer la valeur d'échange, qui représente le prix d'équilibre auquel le vendeur accepte de vendre et l'acheteur accepte d'acheter.

L'entreprise est un moyen de création de partage et de transfert de richesse, agent de production de biens et de services, et elle-même est un bien qui peut faire l'objet d'une transaction. Par conséquent, pour déterminer la valeur de l'entreprise il est nécessaire de connaître son prix d'échange afin de pouvoir négocier sur ce dernier.

L'évaluation de l'entreprise est donc indispensable, pas seulement dans les cas de vente ou d'achat, mais également dans d'autres contextes tels que : fusion, l'introduction en bourse, privatisation, l'investissement des sociétés de capital investissement. En effet, il apparaît utile pour les dirigeants de procéder à une évaluation, dans la mesure où elle représente un outil de gestion et de stratégie qui leur permet d'identifier ses points forts et ses points faibles, de révéler ses sources potentielles, de déterminer sa position sur le marché ; également pour les tiers, tel que l'investisseur dont l'intérêt de l'évaluation consiste à l'essai de prévoir les revenus futurs sur une période donnée de l'entreprise dont il compte investir ses capitaux, cela présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier.

L'une des situations qui motivent le recours à l'évaluation de l'entreprise, est l'introduction en bourse, une opération financière conduite par une société et ses différents conseils qui permettent la cotation des titres de capital d'une entreprise sur un marché boursier, autrement dit, l'introduction en bourse consiste à mettre en vente des titres d'une société afin d'avoir accès aux marchés de capitaux et d'extérioriser la valeur de l'entreprise. Dans la même veine l'évaluation des titres des sociétés en Algérie faisant l'objet d'une introduction en bourse est une obligation réglementaire, et les résultats de l'évaluation doivent figurer dans la notice d'informations de ces sociétés.

Pour ce faire, l'évaluation d'une entreprise peut s'effectuer selon différentes méthodes basées aussi bien sur le passé faisant essentiellement références aux données comptables ainsi que sur des approches axées sur l'avenir de l'entreprise considérant que la valeur d'une action et avant tout liée à sa rentabilité future.

Dans le contexte Algérien, l'évaluation d'une entreprise dont les titres font l'objet d'une demande d'introduction en bourse est exercée par des experts reconnus par la bourse d'Alger, par ailleurs il est estimé que plusieurs entreprises cotées à la bourse d'Alger subissent une contre-performance de leurs cours boursiers, dans la mesure où leurs cours boursiers baissent malgré l'existence de résultats financiers positifs.

Cette situation suscite les chercheurs à mener un débat sur l'évaluation des entreprises singulièrement à la bourse d'Alger et traiter le problème de l'efficacité de cette dernière à déterminer le cours boursier.

### **Problématique de recherche :**

Le problème le plus épineux auquel les dirigeants des entreprises cotées à la bourse algérienne font face est le fait qu'ils dégagent des résultats positifs, alors que le cours de leurs actions diminue. Cela nous a incité à étudier la problématique d'évaluation d'entreprise dans le cadre particulier d'une entreprise cotées en bourse, nous avons choisi BIOPHARM SPA. Au regard du faible développement des mécanismes boursiers en Algérie, nous nous basons sur les marchés boursiers de la région MENA pour l'estimation de certains paramètres tels que le Price Earning Ratio –PER et VE/EBITDA.

Cela nous a conduit à traiter la problématique suivante :

**Est- ce que le cours boursier de BIOPHARM reflète la valeur estimée de cette dernière ?**

Pour répondre à la question principale nous avons fixé un ensemble des sous questions suivantes :

**Q1 :** En quoi consiste l'évaluation de l'entreprise et quelle est sa démarche ?

**Q2 :** Parmi les différentes méthodes d'évaluation comment choisir celle adéquate pour chaque entreprise ?

**Q3 :** Est-ce que le cours boursier de BIOPHARM est sous ou sur évalué par la bourse d'Alger ?

### **Les hypothèses :**

Pour répondre à ces interrogations on peut mettre les hypothèses suivantes :

**H1** : Evaluer une entreprise consiste à proposer une valeur aux actifs ou titres de celle-ci, commençant par collecter les informations relatives à l'entreprise puis faire un diagnostic et finir par effectuer l'évaluation.

**H2** : La méthode d'évaluation est choisie en tenant compte les caractéristiques de l'entreprise à évaluer, les informations disponibles ainsi que les objectifs de l'évaluation.

**H3** : La bourse d'Alger sous-estime le cours boursier.

### **La méthodologie de recherche :**

Pour la réalisation des objectifs assignés à cette étude, et afin de répondre à la problématique et aux questions précédemment évoquées, la démarche à suivre est la suivante :

Une approche descriptive sera adoptée, dans la partie théorique en décrivant les concepts fondamentaux liés à l'évaluation de l'entreprise ainsi que ses principales méthodes.

Quant à la partie pratique, une approche analytique comparative sera adoptée lors de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, pour analyser les résultats de ces derniers et comparer la valeur estimée avec le cours boursier, qui permettra par la suite de confirmer ou d'infirmer les hypothèses mises en place.

### **Les intérêts de recherche :**

- Une meilleure gestion de l'entreprise puisque le processus de l'évaluation va mettre la lumière sur ses forces et faiblesses, ce qui aura pour conséquence l'orientation de sa stratégie .Aussi, cela permettra de situer l'entreprise dans le marché.
- Le placement de dirigeant en position de réactivité voir même de proactivité face aux nombreuses opportunités et menaces qui peuvent se présenter.
- L'évaluation de l'entreprise est essentielle dans toutes les opérations comportant une transaction puisqu'elle contribue à la fixation du prix, condition indispensable de réalisation de la transaction.

### **Plan de recherche :**

Pour répondre à notre problématique on a subdivisé notre travail en deux parties :

Une première partie qui présente les aspects théoriques de l'évaluation de l'entreprise et ses principales méthodes regroupant deux chapitres :

Le premier chapitre intitulé « notions élémentaires sur l'évaluation des entreprises », subdivisé en trois sections, dans la première section nous aborderons la notion et les concepts financiers de l'évaluation, la seconde présentera le processus de l'évaluation, la dernière section abordera les motivations de l'évaluation.

Le deuxième chapitre intitulé « principales méthodes d'évaluation », ou nous présenterons les méthodes patrimoniales dans une première section, dans la seconde section nous exposerons les méthodes actuarielles (dynamiques), la dernière section sera consacrée aux méthodes analogiques.

Enfin, une conclusion générale portera synthèse de recherche et la vérification des hypothèses et de la problématique objet de la recherche.

**Chapitre 01 :**  
**Notions élémentaires**  
**sur l'évaluation de**  
**l'entreprise**

---

**Introduction du chapitre 01 :**

Au cours des trois dernières décennies, l'évaluation des entreprises s'est fortement développée dans un contexte économique et financier en mutation.

L'accélération des échanges et l'internationalisation des groupes ont contribué à la concentration de nombreux secteurs d'activité (télécommunications, transports, industrie alimentaire, services financiers, technologies de l'information, santé etc.) En conséquence, les fusions et acquisitions transfrontalières se sont multipliées ces dernières années. Ainsi l'environnement de l'évaluation des entreprises s'est largement internationalisé.

En règle générale alors, le lancement d'une nouvelle activité d'expansion, d'introduction en bourse, de transaction, de fusion ou de transfert d'une société, quel que soit son champ d'activité, nécessite une réflexion préalable. L'évaluation d'une entreprise est donc une étape cruciale dans toute décision relative à ses activités, sa survie et sa prospérité.

L'objectif de ce premier chapitre est d'introduire quelques concepts de base de l'évaluation des entreprises. Tout d'abord, les définitions les plus courantes de l'évaluation d'entreprise, son objectif et ses concepts financiers sont présentés. Ensuite, nous énumérerons les étapes les plus importantes du processus d'évaluation. Enfin, nous conclurons par les raisons de l'évaluation des entreprises.

---

## Section .01 : notions et élémentaires et concepts financiers de l'évaluation

### 1. Définition de l'évaluation des entreprises

D'une façon générale « L'évaluation est une opération qui consiste à estimer, à apprécier, à porter un jugement de valeur ou à accorder une importance à une personne, un processus, un événement, une institution ou à tout objet à partir d'informations qualitatives, quantitatives, de critères précis en vue d'une prise de décision. Evaluer c'est comprendre, éclairer l'action de façon à pouvoir décider avec justesse de la suite des évènements »<sup>1</sup>. Le processus d'établissement de la valeur d'une entreprise s'appelle "évaluation", selon S. PARIENTE « Evaluer une entreprise consiste à déterminer un prix, acceptable par les parties pour la totalité des actifs et à déduire ensuite l'endettement, afin d'obtenir la valeur résiduelle des capitaux propres »<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>. Evaluer une entreprise c'est essayer de porter un jugement objectif sur sa position concurrentielle et sa stratégie. « Dans une plus large mesure l'évaluation permet de s'interroger sur les perspectives futures de l'entreprise et d'analyser ses forces et faiblesses »<sup>4</sup>.

L'évaluation des entreprises est un ensemble de concepts et de méthodes dont l'objectif principal est de déterminer la valeur des actifs et la valeur de l'entreprise. Elle est réalisée selon un processus qui s'inscrit dans cet environnement économique et réglementaire.

### 2. L'objectif de l'évaluation de l'entreprise

Généralement, les entreprises ont tendance à adopter la pratique de l'évaluation pour prendre des décisions concernant le long terme comme les investissements et le financement ou le court terme touchant ainsi le cycle de l'exploitation. Par conséquent, on déduit que l'évaluation de l'entreprise intervient pour faciliter la décision concernant les trois cycles, l'évaluation d'une entreprise est donc un exercice délicat. Science non exacte et complexe par la multitude d'éléments à considérer, cette analyse financière est souvent associée à de rudes négociations entre l'acheteur et le vendeur de par l'asymétrie d'informations entre ces deux

---

<sup>1</sup> LEGENDRE, Renald, **Dictionnaire actuel de l'éducation, Rubrique Evaluation**, GUERION/ESKA, 1993 Cité par Claude BILLET dans : **le guide des techniques d'évaluation**, édition Dunod, paris, 2008, p11.

<sup>2</sup> PARIENTE, Simon, **Analyse Financière et évaluation d'entreprise**, édition Pearson, 2013, p217.

<sup>3</sup> PALARD, Jean.Etienne et IMBERT, Franck, **guide pratique d'évaluation d'entreprise**, édition Eyrolles, 2013, p20.

<sup>4</sup> Olivier, Lecomte, **évaluation d'entreprise 2/7**, youtube, l'école centrale de Paris, Février 2014.

---

acteurs, ainsi que par la dichotomie entre leurs attentes et leurs compréhensions respectives de l'entreprise et de son avenir. Le but d'une valorisation est de déterminer la valeur de l'entreprise, indépendamment de la structure de financement choisie par le dirigeant.

L'objectif est ainsi de se rapprocher de la valeur intrinsèque de l'entreprise, c'est-à-dire la valeur qu'un acquéreur serait prêt à payer en ayant connaissance de l'ensemble des informations disponibles sur la société.

L'évaluation d'entreprise peut se faire à tout moment de la vie de celle-ci, elle présente un moyen de mesurer l'autonomie financière de l'entreprise ainsi que sa capacité de remboursement. D'un côté cette démarche est un préalable à une meilleure gestion de l'entreprise, car le processus d'évaluation va mettre en avant ses forces et faiblesses, ce qui aura pour conséquence l'orientation de sa stratégie. Aussi, cela permettra de situer l'entreprise dans le marché.

D'un autre côté, cela place le dirigeant en position de réactivité voir même de proactivité face aux nombreuses opportunités et menaces qui peuvent se présenter.

### **3. Les concepts financiers de l'évaluation de l'entreprise :**

#### **3.1.1. Le cout du capital**

Une bonne compréhension des concepts financiers, principalement le cout du capital, le cout des capitaux propres et la structure du capital, est une condition préalable à l'utilisation correcte des méthodes d'évaluation et contribue donc à éviter autant que possible les erreurs méthodologiques.

«Le cout du capital est une notion fondamentale de la finance de l'entreprise .Sa connaissance est primordiale pour la gestion financière optimale de l'entreprise, car il représente le taux de rendement minimal exigé de l'utilisation des ressources financières de l'entreprise. Par exemple, l'entreprise n'acceptera la réalisation d'un projet d'investissement que si son taux de rendement est supérieur au cout du capital»<sup>5</sup>.

Par conséquent, il représente le taux de rendement minimum que les investissements de l'entreprise doivent générer pour répondre aux exigences de rentabilité des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers).

---

<sup>5</sup> GLIZ, Abdelkader, *l'évaluation de l'entreprise*, Berti Edition, Alger, 2020, p 54

---

La valeur du cout du capital est cruciale pour les entreprises en termes de politique financière, car elle sous-tend les mesures de création de valeur et est utilisée à la fois pour la sélection des investissements et l'évaluation des entreprises. Mais deux points fondamentaux doivent être soulignés avant d'aller plus loin<sup>6</sup> :

La valeur du coût du capital est égale à la valeur du cout moyen pondéré du capital, et les flux de trésorerie seront actualisés à ce taux lors du calcul de la valeur des actifs économiques.

Comme il aussi est essentiel de souligner l'importance du coût du capital pour la détermination de la valeur de l'entreprise. Lorsqu'elle est à la recherche de nouveaux financements, elle s'adressera à ses partenaires ou prêteurs. L'une des questions qu'elle se pose est de comparer le coût de ses sources de financement à la source la moins chère. Le CMCP servira d'indicateur de référence.

Par capital, nous entendons les différentes sources de financement de l'entreprise, qu'il s'agisse de capitaux propres ou de dette financière. Le coût du capital ne se réfère pas seulement au capital social.

Les capitaux propres et la dette financière représentent ce que l'on appelle le capital investi. Ces deux sources, de nature différente, ont un point commun : ont un cout exprimé par la rentabilité exigée par ceux qui l'ont fait connaître :

- Les actionnaires pour les capitaux propres.
- Les créanciers financiers pour la dette financière.

Il est nécessaire que le gestionnaire explique ses compromis, que l'actionnaire ait une idée de la rentabilité de l'entreprise et que le créancier ait une idée de la possibilité d'investir dans une telle entreprise.

De même, il fournit une indication du niveau de risque perçu par le marché pour les actifs d'une entreprise.

Par conséquent, pour déterminer le coût du capital, il faudra calculer le coût du capitaux propres, le coût d'emprunt, puis la pondération de ces coûts par l'importance de chaque financement dans le capital financier<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> BANCEL, Franck, **Coût du capital : théories, pratiques et mesures**, Revue Banque & Stratégie, N°331, RB Édition, 2014, p15.

<sup>7</sup> Idem, p20

Alors « le coût du capital  $k$  de l'entreprise est le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC). Le CMPC est donné par l'expression suivante :

$$\text{CMPC} = K_e \frac{E}{E+D} + (1-\Gamma)K_d \frac{D}{E+D}$$

$K_e$  : Cout des capitaux propres ;

$K_d$  : Cout de la dette ;

$\Gamma$  : Taux de l'impôt sur les bénéfices ;

$E$  : Valeur des capitaux propres ;

$D$  : Valeur de la dette ; »<sup>8</sup>

### 3.2. Le cout des capitaux propres

« Dans les économies de marché modernes, une part grandissante de l'épargne transite par le marché financier ou se négocient des actifs financiers tels que les actions, les obligations et les produits dérivées (options, swaps,...). Une question d'importance capitale est de savoir comment se détermine le prix d'un actif financier coté en bourse. La théorie de portefeuille (Markowitz, 1952) et son extension, le Model d'Evaluation des Actifs Financier en Equilibre (Sharpe, 1964, Lintner, 1965 et Mossin, 1966) apportent des éléments de réponse à ces interrogations. La relation risque/rendement a été également abordée par d'autres modèles comme le modèle de marché (Sharpe, 1963) et le Model d'Evaluation par arbitrage – Arbitrage Pricing Theory – APT (Ross, 1976) »<sup>9</sup>.

La théorie de portefeuille a pour objet de montrer comment un investisseur rationnel sélectionne une combinaison d'actifs financiers risqués. Elle permet d'analyser le risque en termes quantitatifs et ceci a été rendu possible grâce notamment aux travaux de Markowitz. De l'extension cette théorie est de montrer comment dans un marché en équilibre, le prix d'un actif financier est-il relié au risque.

La théorie de portefeuille et la relation risque/rendement permettent notamment de déterminer le cout des capitaux propres  $k$ , information nécessaire et cruciale pour l'évaluation de l'entreprise <sup>10</sup>.

<sup>8</sup> CORHAY, Albert, MBANGALA, Mapapa, **Fondement de gestion financière**, Edition de l'université de Liège, 2ème édition, 2007, Belgique, P192.

<sup>9</sup> GLIZ, A, Op.Cit, p59

«Le cout des capitaux propres est un terme financier employé pour indiquer le taux de rendement que doit offrir une entreprise à ses actionnaires pour leur attente de retour sur un investissement et couvrir le risque encouru. Ce risque se compose du risque du marché et du risque spécifique aux opérations de la compagnie»<sup>11</sup>.

On peut aussi le définir comme Le rendement attendu des actions ordinaires d'une entreprise est la récompense exigée par les actionnaires pour obtenir des capitaux et assumer les risques liés à l'incertitude des bénéfices futurs. Par conséquent, le coût des capitaux propres comprend une prime de risque en plus du rendement sans risque, qui représente le rendement supplémentaire provenant de la détention d'un titre participatif risqué et non d'un titre sans risque.

Pour n'importe qu'elle société le cout des capitaux propres est un des composants du cout du capital (total).

### 3.3. La structure du capital

La question de la structure du capital et du coût du capital a fait l'objet de nombreuses recherches pendant près d'un demi-siècle, ce sujet a toujours été source de réflexion et de controverse entre les chercheurs, tant sur le plan théorique qu'empirique.

La relation entre le coût du capital et la structure du capital est un sujet important dans la finance d'entreprise. La question est de savoir si la valeur totale d'une société change à la suite de modifications de sa structure de capital. C'est aussi une réponse à la question de savoir s'il existe une structure de capital ou une politique d'endettement optimale et, dans l'affirmative, quels sont les facteurs qui expliquent la politique d'endettement de l'entreprise.<sup>12</sup>.

«Il revient à Modigliani et Miller (1958 et 1963) d'avoir pour la première fois de traiter cette relation avec rigueur dans leur modèle de classes de risque et montrer les limites de l'approche traditionnelle en la matière. En se basant sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers, Hamada (1969) a étendu cette question au cas où les entreprises n'appartiendraient pas à la même classe de risque. Comme l'indique Harris et Raviv (1991), le problème de la détermination de la structure du capital de l'entreprise a été par la suite abordée dans le cadre

<sup>11</sup> [https://www.12manage.com/methods\\_cost\\_of\\_equity\\_fr.html](https://www.12manage.com/methods_cost_of_equity_fr.html), Consulté le 11/07/2020, a 11 :20.

<sup>12</sup> MOUGENOT, Gillese and All, **Tout savoir sur la capital investissement**, extenso- édition, France,2014, p54.

---

d'autres problématiques à l'effet de faire ressortir l'effet de l'information, des coûts d'agence et du contrôle de l'entreprise»<sup>13</sup>.

En examinant la structure financière des entreprises d'un point de vue microéconomique, nous visons à optimiser le ratio endettement/capitaux propres pour minimiser le coût moyen pondéré du capital. Depuis Modigliani et Miller, plusieurs études sur la structure financière des entreprises estiment que dans une structure de marché financier parfaitement équilibrée, la valeur de l'entreprise n'est pas affectée ; cette neutralité soutient fortement la thèse selon laquelle l'existence d'une structure financière optimale dont la valeur de l'entreprise dépend de sa structure financière a été critiquée par les traditionalistes qui estiment que pour maximiser la valeur de l'entreprise, la valeur moyenne des ressources investies doit être réduite au minimum. Becker et Wurgler montrent que les entreprises faiblement endettées sont celles qui ont augmenté leur capital lorsque leur évaluation relative (mesurée par le rapport entre la valeur des actions et la valeur comptable) était généreuse, et vice versa<sup>14</sup>.

La théorie de Modigliani et Miller repose sur le fait que la valeur d'une firme est fondamentalement liée à sa capacité bénéficiaire et donc la structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de la firme. Dans un marché parfait Modigliani et Miller ont montré la non-pertinence de la structure financière :

- La structure financière choisie par l'entreprise ne peut pas modifier sa valeur. Peu importe la façon dont cette structure est partagée entre la dette, les capitaux propres et autres titres de créances, la valeur du placement se maintient.
- Les investissements sont capables de substituer un endettement personnel à un endettement de l'entreprise et de reproduire ainsi toute structure financière que la firme pourrait vouloir atteindre.

L'approche de Modigliani et Miller qui traitent de la structure financière ne permettent pas de bien saisir et expliquer le comportement des entreprises au niveau du choix du financement tel qu'il est observé réellement, ni de comprendre et d'appréhender les nouveaux modes de financement de plus en plus complexes qui ne cessent de se développer et qui peuvent répondre

---

<sup>13</sup> GLIZ, Abdelkader, **cour de structure du capital, coût du capital et valeur de l'entreprise**, Ecole supérieure de commerce, Kolea, juin 2019

<sup>14</sup> KARTOBI, Salah Eddine, **Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement**, thèse de doctorat, Université de Nice Sophia-Antipolis, Nice, avril 2013, p10.

---

à de nouvelles préoccupations des entreprises. Une autre analyse effectuée par Modigliani et Miller inclut la présence de l'impôt sur les résultats et nous permet de déduire que :

- Le financement par emprunts est toujours préféré à celui des capitaux propres.
- La valeur d'une firme est d'autant plus grande qu'elle est endettée.
- La stratégie optimale consiste à s'endetter le plus possible, tant que les prêteurs acceptent de lui fournir des fonds à des taux sans risque<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> <https://www.memoireonline.com/08/11/4650/m-La-structure-financiere-et-son-impact-sur-la-rentabilite4.html>, consulté le 12/07/2020 à 19 :30h

---

## Section .02 Processus de l'évaluation d'entreprise

Au préalable de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, il est primordial de recueillir de l'information sur la société et son environnement. Cette étape est certainement la plus longue et la plus délicate car il est difficile de recueillir d'informations pertinentes et leur traitement et leur mise en perspective avec des données économiques et sectorielles dont le résultat dépend du cadre d'hypothèses retenu, de la méthodologie choisie et de l'évaluateur. L'objectif recherché dans un premier temps va être d'accumuler suffisamment d'informations pertinentes pour être en mesure d'établir des prévisions concernant l'entreprise à évaluer.

### 1. Le processus de l'évaluation de l'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 similaire <sup>16</sup>.

Dans cette section on essaie d'identifier six étapes-clés nécessaires au bon déroulement d'une mission d'évaluation et on représente les points nécessaires pour faire un diagnostic.

### 2. La collecte d'information

La connaissance générale de l'entreprise nécessite la collecte d'informations dans différents domaines :

L'activité de l'entreprise, sa concurrence, ses principaux partenaires, clients, fournisseurs et son organisation et sa structure ;

Ses politiques générales en matière financière, commerciale, sociale, et ses perspectives de développement ;

Son organisation administrative et comptable ainsi que ses politiques et méthodes comptables ;

Le contexte de l'évaluation à réaliser, la date à laquelle l'évaluation se situe, la nature et la disponibilité des documents financiers qui vont servir de base à cette évaluation ; L'existence d'évaluations précédentes et les délais de réalisation de la mission.

---

<sup>16</sup>TOURNIER, Jean-Baptiste, TOURNIER, Jean-Claude, **évaluation d'entreprise**, Eyrolles, Paris ,2007, p65.

---

L'évaluation d'entreprise se fait par la consultation des documents comptables, sociaux, commerciaux que l'entreprise met à la disposition de l'évaluateur. On distingue 2 types de source d'information : <sup>17</sup>

### 2.1. La source interne

Il est nécessaire d'étudier et d'analyser toutes les fonctions de l'entreprise (production, ressources humaines, achats, commerciales, juridiques, comptables...), parmi les sources internes sur site<sup>18</sup> :

- Documents internes : tableaux de gestion, documents de gestion, guides de procédures internes, procès-verbaux de réunions, visites, études de marketing, rapports de service après-vente, bilans et documents comptables, etc...
- Dossiers : clients, fournisseurs, prospects...
- Traitement des demandes externes : lettres et e-mails reçus, requêtes sur le site internet de l'entreprise, CV envoyés ...
- Personnel : commerciaux, acheteurs, responsables du développement, de la production et du service après-vente.
- Mener des entretiens avec les dirigeants, dans un premier temps, puis avec les salariés.

### 2.2. La source externe

Analyse du marché, de son évolution, analyse de l'environnement législatif et réglementaire, analyse de la concurrence et facteurs clés de succès. Cette connaissance externe est plus difficile à obtenir parce que l'information n'est pas directement accessible au sein de l'entreprise. Les points suivants peuvent être identifiés<sup>19</sup> :

- La presse économique et financière : fournit les résultats financiers et économiques de nombreuses entreprises, de leurs sociétés mères ou de filiales françaises et étrangères. Basé sur une vision globale du tissu économique, il donne une vision dynamique et générale ;

---

<sup>17</sup> THAUVRON, Arnaud, **Evaluation d'entreprise**, economica, septembre 2007, p19 .

<sup>18</sup> PALARD, J-E., IMBERT, F.Op.cit., p.85

<sup>19</sup> Idem, p87

- Les associations professionnelles fournissent souvent des informations spécifiques au secteur et facilitent, par exemple, l'interprétation des bilans de l'entreprise évaluée et la comparaison avec ceux de ses concurrents ;
- Les bureaux centraux du bilan sont des organisations qui traitent les informations recueillies auprès de certaines entreprises afin de diffuser les analyses financières par secteur
- Partenaires : fournisseurs, sous-traitants, financiers
- Internet : spécialistes en ligne, sites web clients et fournisseurs, forums et blogs (avis d'experts, avis de consommateurs, etc.), bases de données gratuites ou payantes (technologiques, économiques et financières, etc.), thèses, réseaux sociaux sur internet.

### **3. Effectuer un diagnostic global (Diagnostic stratégique et Financier)**

Le diagnostic de l'entreprise peut être défini comme étant une démarche d'observation et d'analyse de l'entreprise en vue d'identifier ses atouts ainsi que ses dysfonctionnements et leurs causes, ceci afin d'évaluer son positionnement concurrentiel et d'explorer les options et alternatives permettant d'améliorer sa performance. C'est une démarche visant à évaluer les moyens mis en œuvre par l'entreprise (moyens productifs, capacités commerciales, ressources humaines, ressources financières) et le mode de leur mise en œuvre (gouvernance, management, organisation et son système d'information) pour faire face à son environnement (concurrents, clients, fournisseurs, gouvernement...)<sup>20</sup>.

Il sert avant tout à comprendre le modèle économique d'une entreprise ou d'un groupe d'un point de vue stratégique et financier. L'analyse stratégique permet d'examiner la situation concurrentielle de l'entreprise, les opportunités offertes sur un 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.

---

<sup>20</sup> OLIVIER, Meier et GUILLAUME Schier, **stratégie-finance-management**, Dunod, Paris, 2016, p87.

### 3.1. Le diagnostic financier<sup>21</sup>

L'objectif du diagnostic financier est la collecte et l'interprétation des informations permettant de porter jugement sur la situation économique et financière de l'entreprise et son évaluation. La démarche à suivre est la suivante :

- Explorez la rentabilité de l'entreprise : les trois dernières années. L'acheteur compare l'évolution de charges (ou de la production) avec l'évolution des différents postes de coûts. S'il constate que les postes de dépenses ont augmenté plus que le chiffre d'affaires, il doit en découvrir la raison et identifier les moyens de la corriger. L'analyse détaillée du chiffre d'affaires réalisée lors du diagnostic de l'activité servira à identifier les produits/consommateurs/services qui contribuent de manière importante à la rentabilité
- Analyse du seuil de rentabilité : elle correspond au chiffre d'affaires que l'entreprise doit générer pour équilibrer les coûts et les bénéfices.
- Analyse du besoin en fonds de roulement (BFR) : c'est un facteur très important : il se traduit généralement par des besoins de trésorerie que l'entreprise devrait pouvoir satisfaire, et c'est un besoin de financement que les banques n'aiment normalement pas financer...

Le BFR est l'argent qu'une entreprise doit avoir à tout moment à portée de main pour mener à bien ses activités quotidiennes. Par exemple, si une entreprise offre des délais de paiement à ses clients, elle doit être en mesure de financer ce prêt<sup>22</sup>.

- Réalisation d'une analyse financière empirique : analyse critique de plusieurs points directement liés à la situation financière de l'entreprise.

Cette approche consiste, à se poser des questions de bon sens : - Quel est le niveau réel de revenus générés par l'entreprise ? - Comment l'activité est-elle financée ? Le recours au crédit bancaire ou au crédit fournisseurs est-il raisonnable ? - Le dirigeant est-il le financeur indirect de son entreprise ?

Comment les investissements ont-ils été financés ?

---

<sup>21</sup> PALOU, Jean-Michel, **les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revue Fiduciaire, 2eme édition, Paris, 2008, p22.

<sup>22</sup> OLIVIER, Meier et GUILLAUME, Schier, Op.Cit, p82.

- Etablir une synthèse de ce diagnostic : pour bien cerner la rentabilité de l'entreprise et son évolution au cours des dernières années et pour porter un jugement sur sa pérennité et sa solvabilité.
- Prévoir les actions correctives<sup>23</sup>.

### 3.2. Le diagnostic stratégique

Le diagnostic stratégique permet d'inspecter la situation concurrentielle de l'entreprise, les opportunités et les menaces présentes sur son marché et de caractériser ses forces et ses faiblesses. On peut citer quelques outils de diagnostic stratégique : l'analyse SWOT, la matrice BCG, les cinq points forts de Porter, etc.

Ce diagnostic est réalisé en deux étapes : un diagnostic externe et un diagnostic interne :

« Le diagnostic externe a pour objectif d'analyser l'environnement de l'entreprise, notamment les concurrents, lesquels sont généralement considérés comme étant la principale menace à la survie et au développement de l'entreprise»<sup>24</sup>.

Le diagnostic interne a pour objectif la compréhension du fonctionnement de l'entreprise et la détermination des domaines d'activité dans lesquels elle entend se développer. Il se concentre plus particulièrement sur le système de production en termes d'investissements et de stratégie de distribution.

D'autres éléments, comme le diagnostic fonctionnel et un audit général, doivent compléter le diagnostic de l'entreprise<sup>25</sup>.

### 4. Choisir une 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. L'évaluateur doit choisir parmi les diverses méthodes d'évaluation à utiliser pour évaluer l'entreprise et justifier les méthodes d'évaluation à rejeter. Le choix des méthodes dépend de certains éléments tels que :

- Les informations disponibles
- L'objectif des repreneurs et l'horizon de l'investissement

<sup>23</sup> PALOU, Jean-Michel, Op.Cit, p29.

<sup>24</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p93.

<sup>25</sup> MAHER, Kooli, **Finance d'entreprise**, Chenelière éducation, montréal, 2013, p192.

- La taille de l'entreprise
- Capacité à prévoir l'activité

On distingue l'approche patrimoniale, qui évalue une entreprise en fonction de sa capacité à générer des flux de revenus (cash-flow, dividendes, etc.) à moyen terme. Il existe également une approche comparative, dans laquelle une entreprise est mesurée sur la base de données provenant d'entreprises ayant un profil comparable (transactions comparables, benchmarks, données financières concurrentielles...) et l'approche actuarielle. Où chaque approche est plus ou moins utilisée par les professionnels et influence plus ou moins l'évaluation finale en fonction de plusieurs facteurs<sup>26</sup>. Nous avons donc :

«L'approche patrimoniale : L'entreprise vaut ce qu'elle possède.

L'approche dynamique ou méthode actuarielle : L'entreprise vaut ce qu'elle va rapporter.

L'approche de marché ou méthodes analogique : Fondée sur les multiples de sociétés ou de transactions comparables ; l'entreprise vaut ce que des actifs comparables sont payés<sup>27</sup>.

## 5. Elaborer un business plan

Un business plan ou plan d'affaires est un document prévisionnel est établi à partir des éléments du diagnostic sur la base des fondements stratégiques de l'entreprise. Le diagnostic nous permet de connaître la situation passée et présente de l'entreprise et ses conclusions seront utilisées comme base de données pour le développement du plan provisoire communément appelé Business Plan<sup>28</sup>.

La préparation d'un plan d'affaires ou sa mise à jour est particulièrement utile, voire indispensable en cas de création d'une nouvelle entreprise, de lancement d'un nouveau produit ou d'une nouvelle activité, d'accélération de la croissance d'une entité existante, négocier des partenariats stratégiques et rechercher des ressources financières externes.

Les étapes de l'élaboration d'un business plan sont les suivantes<sup>29</sup> :

- 1) Choix et présentation des stratégies : définir le nombre d'hypothèses à explorer en fonction de la variation du chiffre d'affaires et/ou de la variation des dépenses. Un

---

<sup>26</sup> VAN Grenning and All, **L'évaluation d'entreprise en pratique**, Edition d'organisation, France, 2005, p99

<sup>27</sup> AZOUANI, Nacer, **Cour de diagnostic et évaluation d'entreprise**, Ecole supérieure de Commerce, Kolea, 2016.

<sup>28</sup> ARNAULD, Thauvron, **évaluation d'entreprise**, economica, Paris, 2007, p71.

<sup>29</sup> ETTINGER J.C. et WITMEUR. O (2003), **Réussir son projet d'entreprise**, Labor en Bruxelles, p12.

pourcentage de croissance du chiffre d'affaires est attribué à chaque hypothèse et les dépenses sont plus ou moins prévues pour être progressivement réduites jusqu'à ce qu'un niveau égal à celui des concurrents ou une norme définie a priori soit atteinte.

- 2) Définir les moyens nécessaires à chaque scénario et les valoriser. Il en résulte un plan d'action établi pour chacune des hypothèses du business plan. Il se compose d'un budget de vente par produit et d'un plan de soutien qui permet de réaliser le budget de vente.

Le business plan peut être étalé sur un an ou plus et concerne des actions de marketing, des investissements (acquisitions, rénovations, cessions), des technologies, des activités (abandon, développement, statu quo), du personnel (plan social, recrutement, formation...) l'organisation, les procédures et les systèmes de gestion.

Toutes les actions sont valorisées et programmées. Ainsi, le Business Plan se termine par des tableaux financiers provisoires : investissements, comptes de profits et pertes, flux de trésorerie prévisionnels, tableaux de financement, bilans prévisionnels.

## **6. Déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation**

Selon les méthodes d'évaluation utilisées, on doit effectuer un certain nombre d'hypothèses et de retraitements pour obtenir l'évaluation finale de la société. Le tableau suivant résume les principales hypothèses relatives à l'estimation des paramètres dans chacune des approches d'évaluation :

**Tableau N°(1) : Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation.**

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

Source: PALARD, (Jean.Etienne) et IMBERT. (Franck) , F.Op.cit., p. 122.

## 7. Construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur :

« L'évaluateur ou l'analyste doit chercher à construire une fourchette de valeurs en identifiant les valeurs minimales et maximales»<sup>30</sup>.

<sup>30</sup>AZOUANI, Nacer, Op.cit.

### Section .03 Motivations de l'évaluation de l'entreprise

Avant de partir sur les méthodes d'évaluation, il est profitable de réfléchir sur les situations qui nous amènent à évaluer une entreprise, pour bien comprendre l'objectif et le destinataire de cette valeur.

Le débat sur la valeur d'entreprise est un débat récurrent à plusieurs moments de la vie de l'entreprise, il intervient notamment à l'occasion d'une introduction en bourse, d'une fusion, d'une privatisation, d'une liquidation...<sup>31</sup>.

#### 1. L'introduction en bourse

L'introduction en bourse est une étape très cruciale dans la vie d'une entreprise. Pour proposer le meilleur prix par action à ses futurs actionnaires, une entreprise qui souhaite s'introduire en bourse a besoin de connaître sa valorisation.

Ainsi, la valeur de l'entreprise peut être impactée par les motifs de son introduction. Une société qui s'introduit pour se désendetter sera valorisée de façon moindre qu'une entreprise qui s'introduit pour se développer. De même, une société qui souhaite réussir son introduction en attirant de nombreux investisseurs, aura tendance à abaisser sa valorisation pour favoriser une belle carrière boursière<sup>32</sup>. La réalisation de l'introduction en bourse est une opération difficile. Elle nécessite une forte mobilisation des dirigeants de l'entreprise ainsi que le recours à plusieurs spécialistes tels que banques accompagnatrices, commissaires aux comptes, avocats d'affaires, cabinets d'évaluation, intermédiaires boursiers (IOB) et autres intervenants. Le succès de l'opération n'est pas toujours réussi<sup>33</sup>.

Il y a trois façons principales de cession des actions lors d'une introduction en bourse. Lors de la première vente à prix fixe, les actions sont vendues à un prix convenu indépendamment de l'importance relative de la demande par rapport à l'offre. La seconde est une procédure d'enchères et consiste à fournir une garantie pour le prix de l'offre initiale, soit au prix le plus bas, soit dans une fourchette de prix. Cette procédure ne permet pas de vendre des titres en dessous ou en dehors de ce prix minimum. La troisième procédure consiste à créer un livre

<sup>31</sup> VERNIMMEN, Pierre, **Finance d'entreprise**, Dalloz, 6<sup>ème</sup> édition, 2005, Page 45.

<sup>32</sup> EL ATTAR, Abdelilah, **L'évaluation de la valeur de l'entreprise par l'approche basée sur le triptyque coût-qualité-temps**, Dossiers de Recherches en Economie et Gestion, numéro spécial, décembre 2014, P12.

<sup>33</sup> <https://www.binck.fr/formations/espace-bourse-pratique/l-introduction-en-bourse>, consulté le 01/08/2020  
a 19h

d'ordres, également appelé méthode de placement. Cette procédure commence par l'annonce de la fourchette de prix. la banque-chef de file de l'introduction en bourse recueille et réécrit ensuite dans un livre d'ordres les intentions d'achat des investisseurs professionnels, tant en termes de prix que de volume. Enfin, en fonction de la demande, la banque chef de file détermine le prix final et distribue les actions aux investisseurs demandeurs<sup>34</sup>.

En entrant en bourse l'entreprise obtient une notoriété et bénéficie d'une nouvelle source de financement complémentaire à l'offre d'organisations spécialisées (banques, leasing, capital-risque) grâce à l'augmentation de son capital, réduire ses coûts financiers sur les prêts bancaires, sécuriser sa croissance et accroître son indépendance financière.

## 2. La fusion-acquisition

Une opération de fusion/acquisition peut s'avérer très profitable si elle est correctement préparée. Une telle opération est longue à mettre en place, et fait appel à un ensemble de compétences aussi bien au niveau financier, que juridique et social. Il faut donc savoir s'entourer pour préparer une opération de fusion -acquisition<sup>35</sup>.

L'opération de fusion et d'acquisition relève des stratégies de restructuration des entreprises. Elle est souvent qualifiée de marché de contrôle des entreprises (Market For Corporate Control), car en considère qu'il existe une compétition entre les équipes dirigeantes pour le contrôle des entreprises. Lorsqu'une équipe de direction gère une entreprise de façon sous-optimale, elle peut être remplacée par une autre équipe dirigeante, et ce à travers les mécanismes d'acquisition et de fusion. L'une des formes de mécanismes est l'Offre Publique d'Achat –OPA. Afin d'être plus à l'abri du risque d'OPA, l'équipe en place fera toujours de son mieux pour maximiser la valeur de l'entreprise. L'existence du mécanisme de l'OPA est donc une incitation pour les managers à être plus efficaces<sup>36</sup>.

Dans l'opération d'acquisition une première firme A, appelée acquéreur ou firme absorbante, obtient le contrôle d'une seconde firme B, appelée entreprise cible ou firme absorbée. Travers cette prise de contrôles, la firme acquéreuse conserve sa personnalité juridique. Mais en général, celle de l'entreprise cible disparaît car étant absorbée par la firme acquéreuse. Dans le cas où la personnalité juridique de l'entreprise cible ne disparaît pas, on parle de rachat partiel.

<sup>34</sup>GLIZ, Abdelkader, Op.Cit, p13

<sup>35</sup>EL ATTAR, Abdelilah, Op.Cit, P13.

<sup>36</sup><https://www.universalis.fr/encyclopedie/fusions-acquisitions/> consulté 29/07/2020 à 15:30

Dans l'opération de fusion, les deux entreprises A et B concernées se joignent pour former une nouvelle entreprise B juridiquement indépendante avec une nouvelle appellation. La fusion peut porter sur l'entièreté des entreprises concernées ou seulement sur des parties de ces entreprises<sup>37</sup>.

Si un groupe d'investisseurs souhaite acquérir une entreprise, par le truchement d'une OPA ou tout simplement d'un rachat si la société n'est pas cotée, les valorisations tiendront davantage compte des perspectives d'avenir de la société. Une entreprise avec beaucoup d'actifs, mais dégageant de forts déficits sera à coup sûr moins valorisée qu'une entreprise sans réel actif mais avec de forts bénéfices. De plus, le niveau de la valorisation dépendra du vendeur. Un vendeur qui n'est pas pressé pourra faire jouer au maximum la concurrence des acquéreurs potentiels et ainsi faire augmenter le prix. Mais ce prix est aussi fonction de l'acquéreur lui-même et des raisons pour lesquelles il souhaite racheter l'entreprise. Un raider qui investit pour des raisons financières, une société industrielle qui souhaite développer ses parts de marchés, ou une entreprise qui souhaite faire disparaître un concurrent ne valoriseront pas la société cible de la même façon. Un raider agissant via un LBO cherchera avant tout une société dégageant des profits réguliers et des actifs à céder rapidement, alors que l'industriel pistera par exemple les brevets déposés et les complémentarités industrielles. Il en est de même quand un particulier cède sa voiture à un autre particulier ou à un professionnel. Le professionnel a pour objectif de revendre le bien, il exigera donc un prix plus bas que le simple particulier<sup>38</sup>.

### 3. Le capital-investissement

Sur le plan théorique, le capital investissement est une piste susceptible d'injecter une bouffée d'oxygène subsidiaire en matière de financement et les fonds dont disposent les capital investisseurs pourraient contribuer à l'amélioration de l'accès de ces entités au financement et ce quel que soient le niveau de développement et le lieu d'implantation.

Le capital investissement est un mode de financement acceptable en termes de délai se situant dans une fourchette allant d'un an à 8 ans. La durée moyenne d'investissement dans une entreprise est de 5 ans. Par conséquent, son délai est moins contraignant que celui des billets de trésorerie<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Maher Kooli, Op-Cit, p251

<sup>38</sup> EL ATTAR, (Abdelilah), Op.Cit, P13.

<sup>39</sup> BOUSHIB, Kaoutar et AKAABOUNE, Mohammed, **capital investissement et petites et moyenne entreprises**, revue économie gestion et société, N°5, juin 2016.

Quelques articles récents ont montré que le capital investissement constitue une solution de financement externe alternative, bien adaptée aux entreprises innovantes, aux entreprises de petite taille. (SOUBEYRAN, 2015). Les sociétés de capital investissement ne sont pas pour autant de simples apporteurs de capitaux, ce sont aussi des experts qui apportent un soutien managérial, en outre de l'apport financier qu'il permet de réaliser, il permet à l'entreprise de bénéficier d'un appui au management durant toute la durée de son implication dans le but de leur ajouter de la valeur. (Pommet et Rainelli, 2012). Également, des études empiriques (Brav et Gompers (1997), Manigart et al (2002) et l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance AFIC (2007)) ont montré que les sociétés qui ont reçu des investissements en provenance du Capital-risque ont connu un fort dynamisme. Les résultats de ces études tendent à montrer que les sociétés financées par capital-risque sont plus performantes<sup>40</sup>.

Il est important aussi de distinguer les différents métiers qui la composent. Ces derniers s'exercent en fait sur quatre segments qui eux-mêmes sont découpés en deux étapes séquentielles : tout d'abord le venture capital (terme anglo-saxon) qui désigne le capital-amorçage, le capital-risque et le capital-développement, trois phases totalement liées au démarrage des entreprises et ensuite le capital-transmission qui désigne les opérations de succession, de reprises d'entreprises et le capital-retournement. On considère généralement que les opérations de capital-transmission et de capital-retournement ne relèvent pas explicitement du financement de l'innovation<sup>41</sup>.

#### 4. La privatisation

« Le concept de privatisation s'est très souvent vu attribuer un contenu différent selon les auteurs. En 1968, Peter Drucker suggérait que le gouvernement consacre davantage de temps à gouverner et achète des produits et des services au secteur privé ou encore cesse de produire des biens et des services<sup>42</sup> ».

Selon Kent, Par privatisation, on entend le transfert au secteur privé de fonctions auparavant exercées exclusivement par l'État, à des prix égaux ou inférieurs à l'ensemble des coûts de

<sup>40</sup> KARTOBI, Salah Eddine, Op.Cit, p182

<sup>41</sup> LEGRAND, Muriel, LEGRAND, Dal-Pont Legrand et POMMET (Sophie), **capital-investissement et stratégies de syndication : le cas de la France**, revue d'économie industrielle, 2<sup>e</sup> trimestre 2011.

<sup>42</sup> P.F. Drucker, **La grande mutation : vers une nouvelle société**, Les Éditions d'organisation, Paris, 1970, p259-261.

---

production, qui devraient être réalisées par des entreprises à des prix où l'offre est égale à la demande, et qui tiennent compte du coût total de production.

La privatisation est aussi inscrite dans l'ordonnance no 01-04 du 20 août 2001 sur l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises économiques publiques.

Au sens de l'ordonnance 01-04, on entend par privatisation toute opération entraînant un transfert de biens à des personnes physiques ou morales de droit privé autres que des entreprises publiques :

- De tout ou partie du capital social d'entreprises détenues directement ou indirectement par l'État ou des personnes morales de droit public, par transfert d'actions, d'actions de sociétés ou par souscription à une augmentation de capital ;
- Actifs constituant une unité autonome d'exploitation d'entreprises d'État.

L'évaluation est une étape importante dans le processus de privatisation. Toutefois, dans le cas des privatisations à petite échelle, l'évaluation n'est pas nécessaire et ne doit pas être faite de manière superficielle. Dans le cas des grandes entreprises, l'évaluation de l'entreprise est nécessaire pour toutes les approches de privatisation. Si le gouvernement décide, par exemple, de négocier avec un acheteur stratégique ou de transférer des employés à un groupe d'employés, le prix demandé est un élément des négociations. De même, si le gouvernement décide de procéder à une introduction en bourse, le prix auquel les actions sont offertes doit être déterminé, ce qui nécessite une évaluation de la société.

«L'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché est une opération fort complexe. En premier lieu, les bouleversements des structures politiques sociales et économiques existantes réduisent fortement la visibilité des perspectives futures de l'entreprise. Il s'ensuit des difficultés certaines dans la prévision des cash-flows, ce qui rend délicate l'utilisation des méthodes des cash-flows actualisés. Une seconde difficulté réside dans la fiabilité de l'information comptable, notamment pour la détermination de la valeur patrimoniale. En troisième lieu, l'inexistence ou le faible développement du marché financier ne permet pas de déterminer de façon objective un prix pour le risque»<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> GLIZ, Abdelkader Op.Cit, p11-12

---

**Conclusion du chapitre 01 :**

Afin de mieux comprendre le processus d'évaluation de l'entreprise et bien cerner le sujet, nous avons essayé de nous concentrer sur certains points clés dans ce chapitre. En fait, l'évaluation d'une entreprise est un mécanisme essentiel, qui intervient dans différentes situations telles que : cession/transfert de l'entreprise, fusion, introduction en bourse, augmentation de capital. Cette diversité des opérations implique une diversité des acteurs impliqués dans cette opération. Un diagnostic préalable à l'évaluation est indispensable.

Quel que soit la situation qui nous amène à une évaluation son objectif reste la détermination d'une fourchette de valeurs qui servira de base, pour les négociations engagées entre l'acheteur et le vendeur, pour arriver à un accord sur le prix de cession. En empruntant le pas aux recherches empiriques qui ont largement étudié l'évaluation de l'entreprise nous porterons un intérêt particulier, dans le deuxième chapitre, à l'étude des méthodes d'évaluations de l'entreprise.

**Chapitre 02 :**  
**Principales méthodes**  
**d'évaluation de**  
**l'entreprise**

---

**Introduction du chapitre 02 :**

L'évaluation de l'entreprise présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement des marchés financiers. Par conséquent, la valeur de l'entreprise peut être obtenue de différentes manières, en se basant à la fois sur des approches historiques, principalement sur des données comptables, et sur des approches axées sur l'avenir de l'entreprise.

Cependant, au lieu d'appliquer des méthodes, le travail sur l'évaluation des entreprises ne consiste pas tant à appliquer des méthodes, mais à ce que chaque méthode ait son propre profil d'entreprise (secteur, taille...). Il est apparu clairement que le choix des méthodes était problématique tant qu'elles étaient appropriées pour l'avenir de l'entreprise.

Afin de fournir une base théorique à ce domaine, ce chapitre propose d'analyser l'évaluation des entreprises en utilisant trois approches.

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

Décrivant les méthodes utilisées, ces présentations sont accompagnées de commentaires sur chaque approche en détail.

---

### Section 01 : Méthodes patrimoniales

La valeur patrimoniale constitue l'une des plus anciennes méthodes utilisées pour l'évaluation de l'entreprise.

C'est une approche comptable que la réglementation en vigueur permet d'aborder en montrant les étapes de sa mise en œuvre. Comme le prévoit la réglementation actuelle, les modifications législatives apportées par le gouvernement dans le domaine des normes comptables, notamment avec le passage des "états financiers nationaux" au "système de comptabilité financière" qui permet l'utilisation de cette méthode de comptabilité, en particulier l'utilisation de l'actif net ajusté et du goodwill<sup>44</sup>

L'évaluation par la méthode patrimoniale est une méthode d'évaluation très simple. Tout d'abord, il peut s'agir d'une simple lecture du total des fonds propres. De manière plus en accord avec la réalité économique, cette évaluation consiste à déterminer le prix d'une entreprise en additionnant la valeur réelle de tous les biens qui la composent et en retranchant les dettes<sup>45</sup>.

Selon TICHEMENI, « L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes qui présentent un caractère historique et non prévisionnel. Ces méthodes sont essentiellement basées sur le patrimoine de l'entreprise. Il s'agit d'une approche plutôt statique, par opposition aux approches prévisionnelles ou prospectives fondées sur l'estimation des flux futurs de bénéfices, de dividendes ou des cash-flow de l'entreprise»<sup>46</sup>.

Elle consiste à étudier systématiquement la valeur de chacun des composants de son patrimoine c'est-à-dire chacun des actifs et passifs inscrits au bilan (actifs nets comptables) et à corriger et revaloriser ces valeurs pour déterminer les actifs nets comptables corrigés (actifs nets comptables corrigés). Mais il existe deux autres mesures de la valeur patrimoniale, à savoir la valeur substantielle et les capitaux propres nécessaires à l'exploitation.

---

<sup>44</sup> Un business model décrit la logique de l'entreprise, la façon dont elle opère et crée de la valeur afin d'assurer sa pérennité. ([www.businessmodelfab.com](http://www.businessmodelfab.com)).

<sup>45</sup> TOURNIER, Jean-Baptiste, TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Que vaut une entreprise ?** Erolles édition d'organisation, p176

<sup>46</sup> TICHEMENI.E, Op.Cit, p8

## 1. Actif net comptable (ANC)

### 1.1. Principe de la méthode

Selon VIZZAVONA, la méthode de l'actif net comptable «consiste à fixer la valeur de l'entreprise au niveau de sa situation nette»<sup>47</sup>.

L'actif net comptable se définit comme étant la différence entre les actifs réels et les dettes réelles. Il peut être calculé de deux façons différentes :

«Soit en base sur le bas du bilan : Les actifs réels de l'entreprise auxquels on déduit l'ensemble des dettes et provisions.

$$\text{ANC} = \text{Actifs réels} - \text{Dettes et provisions pour risques}$$

Tels que, les actifs réels sont les immobilisations, les stocks, les créances clients et la trésorerie.

Soit en base sur le haut du bilan : les capitaux propres auxquels on soustrait les actifs fictifs.

$$\text{ANC} = \text{Capitaux propres} - \text{Actifs fictifs}»^{48}.$$

Il est nécessaire de ventiler les actifs en éléments d'actifs réels et en éléments d'actifs fictifs.

Il est également nécessaire de ventiler les passifs fictifs et réels :

### 1.2. Actifs Réels

Sont valorisés selon une approche de marché empirique (experts immobiliers) ou selon des éléments financiers tels que les revenus attendus ou les coûts de reconstitution sur une base identique. Il s'agit des actifs dont la valeur de marché est égale à la somme des actifs moins l'actif fictif :

- Terrains, bâtiments
- Marchandise, matériel nécessaire à l'opération...<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> VIZZAVONA, Patrice, **Evaluation des entreprises ;cours et étude de cas corrigés**, édition Berti, Paris, 2000, p45

<sup>48</sup> PALARD, Jean-Etienne et IMBERT, Franck, Op.cit, Page 137.

<sup>49</sup> PARIENTE, Simon, **analyse financière et évaluation d'entreprise**, Pearson Education France, 1ere édition, France, 2006, p192

### 1.3. Dettes réelles

« Les dettes réelles sont la somme des dettes de l'entreprise diminuée des dettes fictives. Elles sont aussi les dettes qui sont effectivement dues et payées, contrairement aux dettes fictives »<sup>50</sup>.

### 1.4. Actifs Fictifs

Les « actifs fictifs », qui peuvent être assimilés aux dépenses finales, doivent être exclus de la position nette. Ils correspondent à des valeurs non monétaires qui comprennent :

- Charges à répartir sur plusieurs exercices : il s'agit de charges dont l'impact sur le résultat peut être différé et étalé sur plusieurs exercices (frais d'acquisition d'investissements, frais d'émission de prêts, etc.).
- Frais d'établissement : il s'agit de frais liés à des opérations qui déterminent l'existence ou le développement de l'entreprise mais dont le montant ne peut être lié à la production de biens ou de services spécifiques (coûts de construction, coûts d'augmentation du capital, etc.).
- Primes de remboursement d'obligations : celles-ci interviennent lorsque le montant remboursé sur un prêt obligatoire est supérieur au montant obtenu grâce à ce prêt.
- Les écarts de conversion actif : Cohen (1997) dans son ouvrage «analyse financière» précise que : « les écarts de conversion actif correspondent à des diminutions de créances ou à des augmentations de dettes induites par des fluctuations défavorables des taux de change relatifs aux devises dans lesquelles ces encours sont libellés ».
- Frais de recherche et développement : l'inscription est soumise au respect de certaines conditions fixées dans le plan comptable (projets clairement individualisés et ayant de sérieuses chances de succès et de rentabilité commerciale). Toutefois, pour des raisons de prudence, ces coûts peuvent être considérés comme des non-valeurs.
- Les charges constatées d'avance : sauf pour les fournitures non consommées, les crédits en nature <sup>51</sup>.

### 1.5. Les dettes fictives

- Les produits constatés d'avance.

---

<sup>50</sup> AZZOUANI, Nacer, Op.cit, p25

<sup>51</sup> PALOU, Jean-Michel, **les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revue Fiduciaire, 2eme édition, Paris, 2008, p34.

- Les écarts de conversion passive.

## 2. Actif net comptable corrigé (ANCC)

A partir de l'adoption du Système de Comptabilité Financier, les règles de comptabilisation des actifs et passifs ont changé en se référant aux normes internationales IAS/IFRS. Pour leur comptabilisation initiale les actifs sont évalués à leur cout d'acquisition et les passifs à «leur cout qui est la juste valeur de la contrepartie nette reçue après déduction des couts accessoires encourus lors de leur mise en place»<sup>52</sup>.

«Pour leur comptabilisation ultérieure, les entreprises disposent de deux options. Le premier modèle est celui du cout historique qui est le traitement de référence dans le cadre du SCF. Dans ce cas, les actifs sont réévalués et comptabilisés à leur cout d'acquisition, diminués du cumul de pertes de valeur et le passif à leur cout amorti ou à la juste valeur. Le second modèle autorisé est celui de la juste valeur, définie comme étant la valeur de marché.»<sup>53</sup>.

### 2.1. Principe de la méthode

La méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC) se fonde sur les données comptables patrimoniales de l'entreprise à évaluer : la valeur de l'entreprise est égale à la somme des éléments qui constituent le patrimoine de l'entreprise, qu'ils soient comptabilisés ou non, exprimé en valeur actuelle au jour de l'évaluation<sup>54</sup>.

Quand un chef d'une société prudent serait prêt à payer pour des biens similaires sur le marché, l'évaluation est cruciale. Cette méthode donc sert à déterminer la juste valeur (ou valeur de marché) de chacun des actifs et passifs existants ou non réalisés de l'entreprise ; pour chacun de ces actifs et passifs, la différence entre la juste valeur et la valeur nette comptable ou la réévaluation est calculée ; l'effet fiscal de chaque réévaluation et impôt non réalisé comptabilisé dans les capitaux propres est évalué ; et l'actif net comptable de l'entreprise est ajusté<sup>55</sup>.

«Il existe deux méthodes de calcul pour obtenir l'ANCC :

- L'ANCC égale la somme des capitaux propres comptables et des retraitements appliqués aux valeurs comptables pour les amener aux valeurs réelles.

<sup>52</sup> Arrêté du 26 juillet 2008, article 126-1.

<sup>53</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p118

<sup>54</sup> LEGROS, Georges, *l'évaluation des entreprises*, édition Dunod, Paris, 2011, p47.

<sup>55</sup> PARIENTE, Simon, *analyse financière et évaluation d'entreprise : méthodologie- diagnostic-prix d'offre*, Pearson France, Montreuil, 2013, p269.

- $L'ANCC = \text{les capitaux propres} + \text{les plus-values} - \text{les moins-values} - \text{l'actif fictif}$

La somme des valeurs réelles des éléments de l'actif diminuée des dettes réelles nous donne l'ANCC :

$L'ANCC = \text{l'actif réel corrigé} - \text{les dettes réelles (passif réel exigible)}$

Avec :  $\text{l'actif réel corrigé} = \text{l'actif réel} + \text{les plus-values} - \text{les moins-values}$  »<sup>56</sup>.

## 2.2. Estimation de l'actif net comptable corrigé

« Pour l'évaluation de l'actif net corrigé, l'évaluation doit procéder poste par poste, en faisant systématiquement le parallèle entre les rubriques du bilan et les rubriques de l'inventaire physique »<sup>57</sup>.

### 2.2.1. Actifs corporels

Les actifs corporels sont comptabilisés au coût d'acquisition ; cette valeur correspond à la valeur à laquelle l'actif est inclus dans les capitaux propres de l'entreprise, c'est-à-dire le coût de son acquisition. Ces actifs doivent être valorisés à leur valeur marchande.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux retraitements relatifs aux actifs corporels ainsi que les règles d'évaluation propres à chaque poste en normes IAS/IFRS :

---

<sup>56</sup> LEGROS, Georges, *l'évaluation des entreprises : méthodes et études de cas*, Edition Dunod, 2ème édition, 2015, P40

<sup>57</sup> GLIZ, (Abdelkader), Op.cit, p121.

Tableau N° (02) : Traitement des actifs corporels.

| Type d'actif corporel                                   | Description   | Normes IAS IFRS   | Méthode d'évaluation   |
|---|---|---|--|
| Terrains (IAS 16)                                       | Les terrains peuvent être :<br>Bâties, constructibles ou non constructibles<br><br>Utilisés pour l'exploitation ou loués à des tiers                                      | Non amortissables   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Approche par le marché :</li> <li>• Prix au mètre carré des transactions récentes et des caractéristiques du terrain. Approche par les revenus : actualisation des revenus nets moyens (fermage<sup>58</sup>)</li> <li>Approche par les coûts :</li> <li>• Remise aux normes environnementales après exploitation (mines, nucléaire...).</li> </ul> |
| Constructions (IAS 16)                                  | Ensemble des biens immobiliers détenus par l'entreprise.<br>Les constructions peuvent être utilisées par l'entreprise (propriété) ou louées à des tiers (investissement). | Comptabilisation des constructions séparément des terrains :<br>Amortissables par composant, si elles sont classées en propriété.<br>Non amortissables, si elles sont classées en investissement. | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Approche par le marché : prix au mètre carré des transactions récentes pour des biens ayant des caractéristiques proches.</li> <li>• Approche par les revenus : actualisation des revenus nets moyens (location).</li> <li>• Approche par les coûts : évaluation de la valeur de remplacement par composant et de la remise aux normes.</li> </ul>  |
| Installations techniques, matériel et outillage (IAS16) | Ensembles des équipements et machines utilisés pour la transformation et le conditionnement des matières et fournitures, ou pour les prestations de services.             | Amortissement calculé sur l'écart entre la valeur d'acquisition et la valeur résiduelle.  | En général, pas de réévaluation : la valeur nette comptable (VNC) est une bonne estimation de la valeur d'usage.<br>En cas de revente, réévaluation de l'actif à la valeur de marché (argus <sup>59</sup> , cotation sur un marché d'occasion).  |

<sup>58</sup> C'est un contrat de bail par lequel un propriétaire loue un fond rural à un preneur. Ce dernier cultive la terre en échange d'un loyer.

<sup>59</sup> Publication qui fournit certaines informations spécialisées à ses vecteurs.

|                                  |   |               |  |
|----------------------------------|---|---------------|--|
| Autres actifs corporels (IAS 16) | Installations générales et aménagements | Amortissables | Valeur nette comptable (VNC).<br>Réévaluation à la valeur de marché en cas de revente. |
|----------------------------------|---|---------------|--|

**Source:** PALARD, J-E., IMBERT, F.Op.cit., p.52

Stocks : Selon A.GLIZ l'estimation de la valeur des stocks dans le cas d'une évaluation patrimoniale est différente de celle appliquée par les règles du SCF, en particulier à cause du principe de prudence qui ne peut pas être toujours invoqué.

Il est aussi nécessaire de vérifier leur existence et leur quantité. Si certains produits doivent être jetés (p. ex., produits périmés), leur valeur devrait être réduite par l'inventaire total.

### **2.2.2. Actifs incorporels :**

Il y'a plusieurs méthodes d'évaluation, soit par référence au coût historique pour la valeur marchande, soit par évaluation du revenu net actualisé.

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux retraitements relatifs aux actifs incorporels ainsi que les règles d'évaluation en normes IAS/IFRS :

Tableau N° (03) : Traitement de certains éléments incorporels

| Type d'actif                               | Description   | Norme IAS IFRS   | Méthode d'évaluation   |
|--|---|--|--|
| Frais d'établissements                     | Dépenses réalisées lors de la création de l'entreprise (frais juridiques ...).  | Non immobilisés.   | Actif fictif sans valeur vénale.   |
| Frais de recherche et développement (R&D). | Dépenses de l'entreprise effectuées pour la recherche et le développement de nouveaux produits et services.                                     | Traitement distinct :<br>Recherche : non immobilisé.<br>Développement : immobilisé si le produit fournit des avantages économiques futurs. | Evaluation des avantages économiques futurs générés par les dépenses de R&D.<br>Si ces avantages futurs sont nuls, ces dépenses n'ont pas de valeur vénale <sup>21</sup> et doivent être imputées sur les charges de l'exercice. |
| Brevets                                    | Dépenses réalisées en interne pour le développement et le dépôt de nouveaux brevets.<br>Acquisition de brevets sur le marché.                   | Immobilisés et amortis sur la durée d'utilisation.<br>Comparaison de la valeur économique du brevet et de la valeur nette comptable (VNC). | Evaluation à partir de la capitalisation du profit net dégagé par le brevet sur sa durée d'utilisation.<br>Valeur de cession du brevet si le brevet ne produit plus d'avantages économiques.                                     |
| Marques                                    | Acquisition de marques externes sur le marché.<br>Les marques créées en interne ne sont pas amortissables                                       | Immobilisées mais non amorties (durée de vie indéfinie)  | Valorisation du surprofit lié à l'exploitation de la marque<br>Méthode interbrand : actualisation à l'infini du supplément de résultat attribuable à la marque par rapport au produit générique.                                 |
| Fonds commercial (IAS 38)                  | Eléments incorporels (droit au bail, nom de l'enseigne ...) du fonds de commerce qui permet de développer le potentiel commercial de l'activité | Créé en interne : non immobilisé.<br>Acquis : immobilisation possible mais soumise à des tests de dépréciation.                            | Application du barème de l'administration fiscale (% du chiffre d'affaires ou de l'actif net).<br>Méthode du goodwill.   |
| Ecarts d'acquisition (IAS 36)              | Différence entre le coût d'acquisition d'une entité et la valeur comptable des capitaux propres consolidés                                      | Immobilisés et amortis (pas de durée précise).   | Méthode DCF d'évaluation des unités génératrices de trésorerie (UGT).  |

Source: PALARD, J-E., IMBERT, F.Op.cit., p.156-157.

---

## Section 02 : Les méthodes actuarielles (dynamiques)

«L'approche actuarielle vise à déterminer la valeur d'une entreprise en se fondant sur l'hypothèse qu'elle restera en exploitation durant un avenir prévisionnel »<sup>60</sup>. La valeur de l'entreprise selon cette approche est égale à la somme des flux de trésorerie actualisés qu'elle générera à l'avenir, Il peut s'agir des éléments suivants : des flux de trésorerie, des dividendes, des bénéfices, etc.

### 1. Méthodes basée sur l'actualisation des dividendes

#### 1.1. Principe de la méthode

«Le model des dividendes actualisées est tout comme le modèle des cash flows actualisés relève de l'approche actuarielle. A travers l'actualisation on tient explicitement compte de la valeur temps de l'argent»<sup>61</sup>.

Le nom de ce modèle est Dividend Discounted Model (DDM). Le principe de ce modèle est que le prix de l'action est égal à la somme des flux futurs de dividendes actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires.

Williams et Sorensen (1985) et Miller (1986) ont prouvé empiriquement que les entreprises qui distribuent plus de dividendes (en pourcentage de leurs bénéfices) n'atteignent pas des prix plus élevés parce que l'argent est partagé entre les actionnaires et non réservé aux nouveaux investissements.

Il y'a plusieurs modèles qui permettent l'actualisation des dividendes, Ces modèles se distinguent par deux paramètres principaux : le taux de croissance des dividendes futurs et le taux de distribution.

#### 1.2. La modèle d'Irving Fisher

Irving Fischer pense comme un investisseur qui veut investir plus ou moins longtemps en bourse. Cet investisseur, en achetant des actions qui représentent la valeur de l'entreprise, veut profiter de la rentabilité ou d'un prix de revente supérieur à ce qu'il a payé ou à ce qu'il pourrait récolter en investissant son capital sans risque, par exemple dans des obligations d'État. Ainsi, le prix maximum qu'il fournit pour une action donnée est égal à la valeur actuelle des flux de trésorerie que l'entreprise

---

<sup>60</sup> DUPLAT, Claude-Annie, **Evaluer votre entreprise**, vuibert, Paris, 2007, P.151.

<sup>61</sup> GLIZ, (Abdelkader), Op.cit, p178.

va générer. En termes simples, Fisher estime que la valeur de tout capital est la valeur actuelle de ses revenus futurs<sup>62</sup>.

«Alors, la valeur du titre correspond à l'actualisation des dividendes futurs pendant la période de prévision on rajoutant la valeur de revente de l'action actualisée à un taux constant correspond à la valeur du titre.

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

V : la valeur du titre

Div<sub>t</sub> : dividende anticipé par action pour l'année t.

Ke : taux de rentabilité attendu par les actionnaires.

V<sub>n</sub> : la valeur de revente anticipée de l'action

Le principe de ce modèle est que le prix de l'action est équivalent à la somme des flux futurs de dividendes actualisés au taux de rentabilité demandée par les actionnaires»<sup>63</sup>.

### 1.3. Le modèle de Gordon Shapiro

L'hypothèse selon laquelle les dividendes restent constants et augmentent à l'infini tout au long de la vie de l'entreprise est également considérée comme loin de la réalité. Une autre hypothèse, plus acceptable, est que les dividendes augmenteront toujours à un taux de croissance constant.

En pratique, l'application du modèle DDM nécessite l'utilisation de l'hypothèse simplificatrice décrite ci-dessus, qui suppose que les dividendes sont constants et perpétuels dans le temps<sup>64</sup>.

«La valeur de l'entreprise est égale à :

$$V_e = Div_1 \left[ \frac{1}{(1+k_e)} + \frac{1+g}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+k_e)^n} \right]$$

Ve : la valeur du titre ;

Div<sub>1</sub>: le dividende versée en année 1 ;

<sup>62</sup> AZZOUANI, Nacer, Op.cit, p9.

<sup>63</sup> JUGUET, Vincent et JUGUET et GIRAUDON, Philippe et ONNE, Stéphane, **évaluation d'entreprise**, édition Darcos et Pearson, France, 2009, P171.

<sup>64</sup> KERZABI, Dounia, **Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrébines cotées en bourse**, thèse de doctorat, faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion, telemcen, 2014.

$K_e$  : le cout des fonds propres ;

$g$ : le taux de croissance ;

Il s'agit d'une progression géométrique de raison  $q = \frac{1+g}{(1+K_e)}$  et de 1er terme  $a = \frac{1}{(1+K_e)}$

D'après la formule de la somme d'une suite géométrique  $S = a \frac{q^n - 1}{q - 1}$  et sous l'hypothèse d'un horizon à l'infini, on obtient :

$$V_E = \frac{Div_1}{K_E - g} \gg^{65}$$

#### 1.4. Le modèle de Bates

«Le modèle de Bates (1962) est un cas particulier du modèle d'évaluation des actions par les dividendes. IL permet de faire ressortir la relation existante entre le PER d'achat au temps  $t=0$  et le PER de sortie au temps  $t=T$ , ceci en fonction de croissance de bénéfices  $g$ , du taux de distribution des dividendes  $d$  et du taux de rendement attendu par les actionnaires»<sup>66</sup>.

Ce modèle a pour objectif de mieux décrire le futur. Pour ce faire, il introduit :

- Une ou plusieurs périodes consécutives pendant lesquelles le taux de croissance des résultats et, par conséquent, des dividendes, est constant.
- Une valeur terminale qui borne l'horizon d'actualisation sur une période finie et correspondant dans la pratique à la revente du titre sur le marché<sup>67</sup>.

La valeur d'une entreprise selon le modèle de Bates est égale à la somme des dividendes futurs actualisés sur «  $n$  » années plus une valeur terminale actualisée à l'année «  $n$  ».

L'équation de départ du modèle est :

$$v = \sum_1^n \frac{DIV_i}{(1+t)^i} + \frac{v_n}{(1+t)^n}$$

$V$  : valeur actuelle

$DIV$  : dividende pour l'année  $i$

$T$  : taux d'actualisation

<sup>65</sup> PARIENTE, Simon, **analyse financière et évaluation d'entreprise : méthodologie- diagnostic-prix d'offre**, Pearson France, Montreuil, 2013, P253.

<sup>66</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p183.

<sup>67</sup> PALARD, Jean.Etienne et IMBERT, Franck, Op.cit, p264-265

v : valeur terminale.

## 2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

### 2.1. Principe de la méthode

La méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (DCF) est une méthode courante d'évaluation des entreprises et est largement utilisée par les analystes financiers et les cabinets comptables. Cette méthode est basée sur les perspectives de rentabilité de l'entreprise. Le critère de rentabilité considéré ici est la somme des flux de trésorerie futurs.

« Cette méthode d'actualisation des flux de trésorerie traite l'entreprise comme un investissement destiné à générer des flux de trésorerie futurs. De cette manière, l'entreprise est traitée comme des capitaux propres afin d'accroître les actifs de ses propriétaires. Dans ce cas, la valeur de l'entreprise est similaire au critère de la valeur actuelle nette utilisé pour sélectionner l'investissement. La valeur des actions est obtenue en divisant la valeur marchande totale du capital social par le nombre total d'actions»<sup>68</sup>.

Selon Roddick et Filipovic, l'approche méthodologique pour évaluer une entreprise en utilisant la méthode des flux de trésorerie consiste en ce qui suit :

- Définition des flux de trésorerie attendus : en principe, il est nécessaire d'établir une prévision pour une période de trois à cinq ans.
- Déterminer le taux d'actualisation en fonction du risque de l'entreprise et du type de flux actualisés : la valeur des fonds propres ou la valeur du capital selon la nature des flux actualisés.
- Actualisez les flux de trésorerie prévus.
- Déterminer le taux de croissance.
- Une évaluation de la "valeur terminale", également connue sous le nom de "valeur résiduelle".
- La somme de la valeur actuelle des flux de trésorerie actualisés pour arriver à une évaluation des capitaux propres ou à une évaluation de la valeur de l'entreprise, selon la nature des flux actualisés<sup>69</sup>.

<sup>68</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p145

<sup>69</sup> MCKINSEY et COMPANY and ALL, *la stratégie de la valeur, éditions d'organisation*, France2002, p367

## 2.2. Les flux de trésorerie disponibles FCF

«L'estimation des flux de trésorerie nécessite en fait un diagnostic de l'entreprise, qui est la première étape vers l'évaluation de l'entreprise. Dans sa formulation la plus simple, le cash-flow représente la différence entre les encaissements d'une part et les décaissements d'exploitation, d'investissement et de financement, d'autre part. . La détermination des cash-flows est cependant moins simple lorsqu'on tient compte de certaines caractéristiques de l'entreprise telles que les modes de financement, l'impôt sur le bénéfice, la politique d'amortissement,... Le taux d'actualisation est le taux de rendement minimal exigé par l'investisseur, compte tenu de la nature de l'investissement proposé, notamment du risque. Deux approches peuvent être envisagées pour déterminer ces deux paramètres.

- L'approche de la valeur totale.
- L'approche de la valeur des capitaux propres »<sup>70</sup>.

L'approche de la valeur totale consiste à estimer d'abord la valeur totale de V et ensuite à obtenir la valeur des capitaux propres de E par la différence entre la valeur totale de V et la valeur de la dette de D, c'est-à-dire  $E = V - D$ . Pour déterminer la valeur totale de l'entreprise, les cash flows disponibles accumulés par tous les bailleurs de fonds, c'est-à-dire les actionnaires et les prêteurs, sont actualisés au coût du capital.

L'approche des capitaux propres consiste à calculer directement la valeur des fonds propres de l'entreprise E en actualisant les cash flows disponibles attribuables aux seuls actionnaires à un taux d'actualisation égal au taux de rendement attendu par ces actionnaires<sup>71</sup>.

L'estimation des flux de trésorerie :

«Les flux de trésorerie disponibles (Free cash flows) se calcule de la façon suivante :

Résultat d'exploitation

- impôt sur les sociétés

- Variation du besoin en fond de roulement

+ Dotation aux amortissements et provisions

- Investissements

<sup>70</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p146.

<sup>71</sup>RANGEON, Francois, **La notion d'évaluation, les soleils bleus**, Amiens ,2007, p120

= Flux de trésorerie disponible

Le résultat financier et le résultat exceptionnel sont écartés de l'analyse parce que ce qui intéresse l'évaluateur, c'est la trésorerie engrangée par l'activité de l'entreprise, et non celle qui résulterait d'opérations financières (emprunt, crédit) ou d'opérations exceptionnelles (cession d'un matériel, etc.). C'est pourquoi»<sup>72</sup>.

### 2.3. Le taux d'actualisation :

Le CMPC est utilisé comme un taux d'actualisation des flux de trésorerie.

Tchemini (1998) précise que le CMPC représente « c'est un coût d'opportunité pour les investisseur qui évalue le choix qu'ils doivent faire entre investir leur capital dans l'entreprise ou les placer ailleurs»<sup>73</sup>.

### 2.4. La valeur de l'entreprise par la méthode DCF

«La formule de la valeur de l'entreprise par la méthode DCF est la suivante :

$$v = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+t)^i} + \frac{V_r}{(1+t)^n}$$

**n** : année de la prévision de l'année 1 à n.

**F<sub>n</sub>** : Flux de trésorerie prévu de l'année n .

**t** : taux d'actualisation

**V<sub>r</sub>** : valeur calculée sur la période dépassant la période des prévisions (valeur terminale) »<sup>74</sup>.

Le tableau suivant résume l'évaluation par la méthode DCF :

<sup>72</sup> VERNIMMEN, P et QUERY, P et LE FUR, Y, **finance d'entreprise**, 14<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2016, p703

<sup>73</sup> TCHEMENI, Emmanuel, **l'évaluation des entreprises**, Economica, France, 1998, p49.

<sup>74</sup> MAHER, Kooli, Op-Cit, p156

Tableau N° (04) : Valorisation de l'entreprise par les DCF.

|  | 1                        | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|--------------------------|---|---|---|---|
| résultat d'exploitation                                  |                          |   |   |   |   |
| - Impôt sur les sociétés                                 |                          |   |   |   |   |
| + Dotation aux amortissements                            |                          |   |   |   |   |
| - Investissements  |                          |   |   |   |   |
| +/- Variation du besoin en fond de roulement             |                          |   |   |   |   |
| = Flux de trésorerie disponible                          |                          |   |   |   |   |
| Flux de trésorerie actualisé                             | K                        | L | M | N | P |
| Total flux de trésorerie actualisés (A)                  | A = K + L + M + N +<br>P |   |   |   |   |
| Valeur terminale (B)                                     |                          |   |   |   |   |
| Valeur de l'entreprise selon la méthode DCF<br>(A) + (B) |                          |   |   |   |   |

Source : DUPLAT, (Claude-Annie), Op.cit, p141.

### 2.4.1. La valeur terminale

«Le modèle présenté dans Avant suppose implicitement que l'évaluateur sera en mesure de prévoir les flux de trésorerie pour des périodes futures très éloignées, en fait jusqu'à l'infini. Il est évident que prévoir au-delà d'une certaine période devient très difficile, voire impossible. Pour faire face à ces difficultés, il est courant de diviser la période future en trois sous-périodes.

- Une première sous-période de trois à cinq années.
- Une deuxième sous-période à l'intérieur.
- Une troisième sous-période s'étalant à l'infini et débutant au temps t.

En pratique l'horizon de la prévision est subdivisé en deux sous-périodes : une première sous-période de trois à cinq en général ou la prévision est détaillée et une deuxième sous-période s'étalant à l'infini ou on suppose un taux de croissance g des cash flows

Ainsi, cette division de la période de prévision introduit un nouveau besoin d'estimer la valeur terminale, c'est-à-dire la valeur de l'entreprise à la fin de la deuxième sous-période. La valeur

terminale peut être considérée comme la valeur de revente de l'entreprise ou la valeur de la sortie au moment  $t$ <sup>75</sup>.

La valeur terminale peut être estimée de différentes manières, dont les deux suivantes :

- Nous pouvons estimer cette valeur en actualisant le revenu net d'exploitation aux frais financiers du CMPC.

Donc la valeur terminale s'égal à :

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

- La méthode est basée sur l'hypothèse d'une croissance constante du flux de trésorerie disponible aux taux de croissance ( $g$ ). Cette méthode est la plus courante et la plus cohérente.

Où la valeur terminale est égale à :

$$VT = \frac{FCF_{t+1}}{k - g} = \frac{FCF_t(1 + g)}{k - g} \quad 76$$

<sup>75</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p166

<sup>76</sup> PALOU, Juan Miguel, **les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2003.p56

### Section 03 : Méthodes analogiques

Les méthodes d'évaluation connues sous le nom de « analogiques » consistent en l'évaluation des actions de la société par référence au cours de bourse d'un échantillon d'entreprises considérées comme étant similaires à la société à évaluer ou par référence à des transactions également considérées comme comparables (transactions récentes).

#### 1. Principe de la méthode

La méthode analogique, également appelée méthode de comparative ou méthode multiple, consiste à évaluer une entreprise par rapport à d'autres entreprises. Cette approche de l'évaluation est très courante aujourd'hui et est systématiquement utilisée par les analystes financiers <sup>77</sup>.

Cette méthode repose sur l'hypothèse que les marchés sont en équilibre et comportent des informations efficaces : Le cours de l'action reflète les attentes des investisseurs en matière de création de valeur pour l'entreprise à un moment donné<sup>78</sup>.

« Sur la base des prix du marché d'entreprises comparables, on détermine un chiffre appelé "multiple", qui exprime le rapport moyen ou médian entre la valeur des capitaux propres ou la valeur totale de l'entreprise d'une part et un indicateur de performance tel que le bénéfice net, l'EBITDA ou le chiffre d'affaires d'autre part. En appliquant ce multiple, la valeur de l'entreprise est déterminée sur la base de son bénéfice, de son EBITDA ou de son chiffre d'affaires.

Historiquement, le premier multiple qui apparaît est le ratio PER ou Price Earning Ratio. Il s'agit du rapport entre le cours de l'action et le bénéfice par action - BPA. Par la suite, d'autres multiples ont été introduits par les analystes financiers, tels que le ratio de la valeur d'entreprise par rapport à l'EBITDA, le ratio entre le prix de l'action et le montant des ventes (Price to Sales Ratio). Malgré l'application de ces nouveaux multiples, le ratio PER reste le multiple le plus utilisé <sup>79</sup>.

Pour effectuer une telle évaluation on doit pris en compte les paramètres clés suivants :

- Choisissez des entreprises présentant des caractéristiques similaires : il s'agit notamment de similitudes en termes de taille, de marché et de risque. C'est une tâche délicate, compte tenu de la diversité des entreprises existantes, même si elles appartiennent au même secteur d'activité.

<sup>77</sup> AZZOUANI, Nacer, Op.cit, p2

<sup>78</sup> PALARD, Jean.Etienne et IMBERT, Franck, Op.cit, p191

<sup>79</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p231.

- - Sélection des éléments de comparaison : il s'agit du choix des éléments de comparaison qui normalisent le prix des actions. C'est ce prix normalisé qui sera un multiple de la productivité, de la valeur comptable ou du chiffre d'affaires <sup>80</sup>.

## 2. Catégorie des multiples de valorisation

«Il existe 2 types de multiples :

- Multiples de valeur économique et ils ne prennent pas en compte la structure financière de l'entreprise et ce sont des multiples d'agrégats avant frais financier :

CA, EBITDA(EBE) et EBIT(RE) => mesurent la valeur de l'actif économique (valeur d'entreprise)

- Multiples de valeur des CP ils prennent en compte la structure financière et ce sont des multiples d'agrégats après frais financier :

PER => mesure la valeur des capitaux propres.

Remarque :

EBITDA= EBE

EBIT= RE ou RO (Résultat Opérationnel) »<sup>81</sup>.

## 3. Multiples de valeur des Capitaux Propres

### 3.1. Le Price Earning Ratio (PER)

Le multiple le plus utilisé est le PER (Pricing Ratio) il est à la fois simple et le plus dangereux car il normalise la structure financière de la société à évaluer à la valeur moyenne des sociétés de l'échantillon et, selon le cas, peut conduire à surestimer ou sous-estimer les actifs de la société à évaluer. Toutefois, un PER présente l'avantage de combiner les contributions des sociétés mises en équivalence, les intérêts minoritaires et la situation fiscale de l'entité, ce qui est plus complexe lorsqu'on utilise des multiples de la valeur de l'entreprise<sup>82</sup>.

#### 3.1.1. Définition

«Le PER est le rapport entre le prix de l'action et le bénéfice par action –BPA. C'est également le rapport entre la capitalisation boursière de l'entreprise et le bénéfice de l'entreprise. Ce ratio

<sup>80</sup> PALARD, Jean.Etienne et IMBERT, Franck, Op.cit, p196.

<sup>81</sup> CHENG, Agnes, et MACNAMARA, Ray, **The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods**, Review of Quantitative Finance and Accounting volume, december 2000.

<sup>82</sup> Arnauld Thauvron, Op.Cit, p157,

respecte ainsi le principe de cohérence car son numérateur et son dénominateur se rapportent tous les deux à l'action.

La capitalisation boursière est définie ici comme étant la valeur boursière de l'ensemble des actions ordinaires émises par l'entreprise. C'est donc le cours boursier de l'action multiplié par le nombre d'actions ordinaires émises par l'entreprise »<sup>83</sup>.

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

Sa formule de calcul est la suivante :

PER= capitalisation boursière / bénéfice de l'entreprise.

PER= cours de l'action / bénéfice par action.

### 3.1.2. Interprétation

«Si une action à un PER de X, cela signifie que :

- La valeur de l'action est égale à X fois le bénéfice annuel.
- Il faudra X années pour qu'un investisseur qui achète ces actions puisse payer le dividende de l'action, c'est-à-dire qu'il est prêt à attendre 30 ans pour que l'achat de l'action devienne rentable.

La théorie est que plus le prix et la rentabilité de l'action sont bas, plus il est probable qu'elle augmente ; un faible PER signifie qu'il ne faudra pas plus de quelques années pour verser des dividendes. Les investisseurs préfèrent les actions à faible PER, de sorte que le prix de l'action va augmenter.

Pour les investisseurs, la PER est un rendement inverse entre les rendements potentiels des actions et le cours des actions »<sup>84</sup>.

## 3.2. Le Price to Book Ratio –PBR

### 3.2.1. Définition

<sup>83</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p232

<sup>84</sup> <https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/3-bourse/5-gestion-portefeuille/198-per-price-earning-ratio>, consulté le 16/08/2020 à 22 :40.

Le Price-to-Book Ratio (ratio cours/actif net) est l'un des actifs de l'évaluation des actions, que les analystes considèrent comme le plus utile pour identifier les entreprises sous-évaluées. Ce ratio financier compare la valeur comptable des actifs de l'entreprise avec le prix du marché de l'action.

Ce ratio évalue correctement les entreprises possédant un grand nombre d'actifs corporels (par exemple, des usines, des biens immobiliers, etc.), mais il est moins significatif pour les entreprises possédant des actifs incorporels, qui sont difficiles à quantifier (par exemple, des brevets). Faisons un inventaire de cet outil comptable et financier<sup>85</sup>.

«Ce ratio est donc le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable. On a alors :

$$\text{PBR} = \frac{\text{valeur de Marché de l'Action}}{\text{valeur Comptable de l'Action}}$$

$$\text{PBR} = \frac{\text{Valeur de Marché des capitaux propres}}{\text{Valeur Comptable des capitaux propres}}$$

Le PBR peut être supérieur ou inférieur à 1 selon que la valeur de marché des capitaux propres est supérieure ou inférieure à leur valeur comptable »<sup>86</sup>.

### 3.2.2. Interprétation

«Si le ratio PBR est supérieur à 1 : La société est considérée comme surévaluée. Ce ratio indique combien de fois un investisseur serait prêt à payer pour des actions au-dessus de leur valeur comptable, en supposant que la valeur nette actuelle représente une petite fraction de la valeur nette future.

Si le ratio capitalisation PBR est inférieur à 1 : la société est sous-évaluée par les analystes financiers. Cela revient à dire que sa valeur boursière est moindre que sa valeur comptable.

Si le PBR est proche de 1 : il désigne une valeur de rendement dont l'actif net est équivalent à sa capitalisation boursière »<sup>87</sup>.

<sup>85</sup> <https://comptabilite.ooreka.fr/astuce/voir/480133/price-to-book-ratio>, consulté le 16/08/2020 à 00 :30.

<sup>86</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p245.

<sup>87</sup> <https://comptabilite.ooreka.fr/astuce/voir/480133/price-to-book-ratio>, consulté le 17/08/2020 à 12:28h.

## 4. Multiples de valeur économique

### 4.1. Le multiple du chiffre d'affaires

«Il évalue les entreprises sur la base d'un coefficient multiplicateur des ventes en calculant le rapport entre leur valeur ( $Ve$ ) à la date  $t$  et leurs ventes estimées pour la période  $t+1$ , indépendamment de leur structure financière ou de leur rentabilité.

$$\text{Multiple}_{CA} = \frac{Ve}{CA} = \frac{Ve_t}{CA_t} = \frac{\text{Valeur d'entreprise}_t}{\text{Chiffre d'affaire}_t}$$

L'avantage de l'utilisation de cet ensemble est qu'il est plus facile de comparer des entreprises sur différents marchés avec des systèmes comptables différents que de comparer des montants de bénéfices multiples. En conséquence, le chiffre d'affaires est beaucoup moins volatile que le bénéfice net.

Par conséquent, il ne dépend pas du choix d'une méthode de comptabilité et convient également à l'estimation des entreprises ayant de nouvelles technologies et des entreprises à forte croissance ou à pertes (indicateur EBIT négatif) »<sup>88</sup>.

L'inconvénient de ce nombre multiple est qu'il ne tient pas compte de la rentabilité de l'entreprise (marge, frais financiers totaux et niveau de rentabilité), c'est-à-dire que l'estimation reste invariable quelle que soit la rentabilité de l'entreprise. De plus, l'indicateur de chiffre d'affaires de l'entreprise ne prévoit pas ses résultats et ne prend pas en compte la notion de risque financier et opérationnel. Il ne peut être utilisé que si les entreprises évaluées et sélectionnées ont des taux de marge homogènes <sup>89</sup>.

### 4.2. Le multiple d'EBITDA

«Le multiple Valeur de l'entreprise/ EBITDA est le rapport entre la valeur totale de l'entreprise –VE- et EBITDA. On a donc :

$$\text{VE/ EBITD} = \frac{\text{Valeur totale de l'entreprise}}{\text{EBITDA}}$$

Ce multiple satisfait le principe de cohérence, car l'agrégat EBITDA est le revenu de l'ensemble des apporteurs de fonds, les actionnaires et les prêteurs, et le numérateur de ce multiple, la valeur totale de l'entreprise est la somme de marché des capitaux propres et de la valeur de la dette. Cette première variante se présente donc ainsi :

<sup>88</sup> JUGUET, Vincent et GIRAUDON, Philippe et ONNE, Stéphane, Op.cit, p135.

<sup>89</sup> PALARD, Jean.Etienne et IMBERT, Franck, Op.cit, p204.

$$VE/ EBITDA = \frac{\text{Valeur de marché des capitaux propres} + \text{Valeur de la dette}}{EBITDA} \gg^{90}$$

«L'utilisation de ce multiple permet d'éviter les biais dus aux différences de politiques d'amortissement entre les pays.

Le multiple VE/ EBITDA permet de faire des comparaisons en fonction des performances de l'entreprise. Il ne dépend pas de la stratégie d'investissement.

Le multiple VE/ EBITDA n'est pas adapté à l'évaluation des entreprises lorsque l'échantillon et la cible à évaluer présentent des niveaux de marges disparates car il peut surestimer l'évaluation des entreprises à faible rentabilité ou à forte distribution et sous-estimer l'évaluation des entreprises à forte rentabilité ou à faible distribution s'il existe une grande différence de niveau de rentabilité entre les entreprises de l'échantillon et les entreprises évaluées »<sup>91</sup>.

### 4.3. Le multiple d'EBIT

Le multiple du bénéfice d'exploitation EBIT suit le même raisonnement que le multiple de l'EBITDA. Excellente estimation de la capacité, bien qu'elle soit distordue par la politique d'amortissement :

C'est l'une des mesures les plus utilisées car elle correspond le mieux à ce que les performances d'une entreprise peuvent produire ; l'EBIT ou bénéfice d'exploitation est le résultat des activités d'une entreprise, compte tenu de sa politique d'investissement, mais aussi des risques commerciaux et autres<sup>92</sup>.

«Il est destiné à être évalué en termes de bénéfice d'exploitation, sauf cas exceptionnel. Il est égal au ratio :

$$\text{Multiple}_{EBIT} = \frac{V_e}{EBIT} = \frac{V_{e_t}}{EBIT_e} = \frac{\text{Valeur d'entreprise}_t}{\text{Résultat d'exploitation}_e}$$

$$\text{D'où : } V_{FP} = \text{Multiple}_{EBIT} * \text{résultat d'exploitation} - \text{Dette}_{\text{société}}$$

Le ratio EBIT correspond donc à la valeur de l'entreprise par rapport aux résultats engendrés par les activités normales de l'entreprise et donne une image globale des activités d'exploitation de l'entreprise.

<sup>90</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.cit, p241.

<sup>91</sup> PALARD, Jean.Etienne et IMBERT, Franck, Op.cit, p205

<sup>92</sup> LEGROS, Georges, «**Evaluation d'entreprise** », édition Dunod, Paris,2011, p141

---

Cette mesure multiple a des limites qui n'ont pas été harmonisées au niveau international, malgré l'adoption des IFRS. En outre, elle dépend principalement des choix comptables et financiers faits au sein de chaque entité (politique d'investissement de l'entreprise, taux et durées d'amortissement, provisions et amortissements)<sup>93</sup>.

---

<sup>93</sup> JUGUET, Vincent et GIRAUDON, Philippe et ONNE, Stéphane, Op.cit, p136.

**Conclusion du chapitre 02 :**

Les méthodes d'évaluation présentées varient en fonction de leur utilisation et de leur importance. Le problème pour l'évaluateur est également le choix des méthodes.

L'évaluation des entreprises ne se fait pas tant par manque de méthodes d'évaluation que par la coexistence de nombreuses méthodes d'évaluation, dans laquelle les praticiens se perdent. La solution rationnelle consiste à utiliser chacune de ces méthodes et à donner du poids aux résultats obtenus.

Ces méthodes d'évaluation peuvent être utilisées pour évaluer les entreprises commerciales et industrielles.

**Chapitre 03 :**  
**Déroulement de la**  
**mission d'évaluation**  
**de l'entreprise**  
**BIOPHARM**

**Introduction du chapitre 03 :**

Dans ce qui précède, nous avons exposé de manière théorique la démarche générale et les différentes méthodes d'évaluation d'entreprise. A présent, nous allons les mettre en pratique, en réalisons l'évaluation de l'entreprise BIOPHARM.

Ce chapitre comporte trois sections : la première, est consacrée à la présentation de l'entreprise à travers sa création et son historique. La deuxième comprend le diagnostic global de l'entreprise. Quant à la troisième section, elle traite de l'évaluation proprement dite, en appliquant à l'entreprise BIOPHARM les deux méthodes à savoir la méthode DCF et la méthode des multiples et comparer les valeurs obtenus avec son cours boursiers.

---

## Section 01 : Présentation de l'entreprise

La présente section sera réservée à la présentation de l'entreprise sur laquelle nous avons centré notre étude. Biopharm SPA est une des entreprises leaders dans le secteur pharmaceutique, qui a traversé le temps et su opérer les mutations nécessaires pour répondre aux véritables attentes de ces partenaires.

### 1. Identification de l'entreprise

#### 1.1. Historique du BIOPHARM <sup>94</sup>

Biopharm, laboratoire pharmaceutique algérien, est un groupe industriel et commercial qui a investi au début des années 1990 dans le secteur pharmaceutique, et qui dispose aujourd'hui d'une unité de production aux normes internationales et d'un large réseau de distribution aux grossistes et aux pharmacies. Aujourd'hui BIOPHARM contrôle cinq (5) filiales :

- (BIOPHARM DISTRIBUTION SPA) ayant des activités d'importation et de distribution en gros.
- (BIOPURE SPA) ayant pour activité la répartition aux officines.
- (BIOPHARM LOGISTIC) responsable de gérer la logistique pour l'industrie pharmaceutique.
- (HHI : Human Health Information) dont l'activité est de promotion et d'information médicale.
- Le groupe BIOPHARM contrôle également une société, PROFAM qui est inactive. Toutes les filiales sont contrôlées à près de 100%.

BIOPHARM a débuté ses activités au début des années 1990. Le développement du groupe s'est fait en plusieurs étapes comme le montre la chronologie sommaire suivante :

1990 : Les études de faisabilité et d'ingénierie sur la production de médicaments génériques sont complétées et les premières versions de plans d'affaires de BIOPHARM sont développées.  
1991 : BIOPHARM obtient un agrément par le conseil de la monnaie et du crédit pour la production et la commercialisation des produits pharmaceutiques en Algérie.

---

<sup>94</sup> Notice d'information BIOPHARM

---

1995 : Ouverture du premier centre de distribution de produits pharmaceutiques à OuledYaich, Blida d'où une participation à l'amélioration de la disponibilité des médicaments sur le marché algérien.

1997 – 2002 : Ouverture de nouveaux centre de distribution à Oran et à Sétif ainsi qu'une nouvelle plateforme de distribution à Dar El Beida comprenant un centre de distribution qui remplacera celui d'Ouled-Yaich.

2002 : BIOPHARM inaugure son unité de formation et de conditionnement à Dar El Beida comme première étape de son activité industrielle.

2003 : Création d'une filiale spécialisée dans la promotion et l'information médicale appelée Human Health information (HHI) qui assure la promotion des produits de BIOPHARM ainsi que celle des produits de ses partenaires. BIOPHARM SPA Production de médicaments  
BIOPHARM DISTRIBUTION SPA Achats et distribution des produits pharmaceutiques  
BIOPURE SPA Répartition et Commercialisation en gros des produits pharmaceutiques  
BIOPHARM LOGISTIC SPA Gestion de la logistique pour l'industrie pharmaceutique  
Human Health Information SPA Promotion des produits pharmaceutiques  
PROFAM SPA Partenariats Industriels

2005 : Inauguration de l'unité de production située dans la zone industrielle d'Oued-Smar à Alger, d'une capacité de 50 millions d'unités de vente par an. Cette unité conçue aux normes internationales de production pharmaceutique permet à BIOPHARM de fabriquer différentes formes galéniques (sèches, liquides, pâteuses) de sa gamme propre ou dans le cadre d'accords avec ses partenaires.

2006 : Lancement d'une société de répartition aux officines dénommée BIOPURE implantée à Ouled-Yaich, Blida, qui a comme objectif de couvrir le territoire national

2008 : Obtention d'une certification ISO 9001 Version 2008 au bénéfice du réseau de distribution grossiste selon la norme.

2010-2012 : Elargissement de BIOPURE avec l'ouverture d'un un centre de répartition à Constantine, Ouargla, Oran et Tizi-Ouzou. En plus d'un nouveau centre de distribution à Constantine pour ses activités de distribution en gros et de répartition (BIOPURE) remplaçant celui de Setif.

2013 : La filiale BIOPHARM Distribution entre en activité dans le domaine de l'importation et la distribution en gros de produits pharmaceutiques. Elle reprend les activités qui étaient assurées par la société mère BIOPHARM Spa. Le groupe ouvre son capital à hauteur de 49% à un consortium d'investisseurs internationaux.

2014 : Renouvellement pour la seconde fois de la certification ISO 9001 version 2008.

2015 : BIOPHARM obtient le certificat de conformité aux Bonnes Pratiques de Fabrication d'une de ses lignes de production délivrée par l'Agence Française Nationale de Sécurité des Médicaments et des produits de santé (ANSM), pour qu'il soit le premier fabricant pharmaceutique algérien à l'obtenir.

2016 : BIOPHARM est devenue la troisième société privée à être cotée à la bourse algérienne. La même année, CEVITAL Group a acquis 5 % du capital de BIOPHARM par l'intermédiaire de la Bourse algérienne.

2017 : Un rapport préparé par le London Stock Exchange Group au Royaume-Uni a désigné BIOPHARM comme un modèle de réussite sur le marché africain parmi 350 entreprises.

2018 : BIOPHARM a lancé de nouveaux produits dans la gamme OZE dans le segment dermo-cosmétique et dans le segment des compléments alimentaires avec la gamme Nutribio.

En 2018 aussi, BIOHARM a été désignée au conseil d'administration du Centre de recherche en sciences pharmaceutiques (PSRC) de Constantine. Le Centre est chargé de mettre en œuvre des programmes de recherche et de développement technologique dans le domaine des sciences pharmaceutiques sous la direction du ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique.

## **1.2. Forme juridique**

BIOPHARM est une entreprise privée en la forme légale d'une société par actions régie par les dispositions de l'ordonnance 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce modifiée et complétée.

## **1.3. Objet social**

La SPA BIOPHARM a comme objet social la fabrication, le conditionnement, et la commercialisation de produits pharmaceutiques tels indiqués dans son registre de commerce.

#### 1.4. Activités

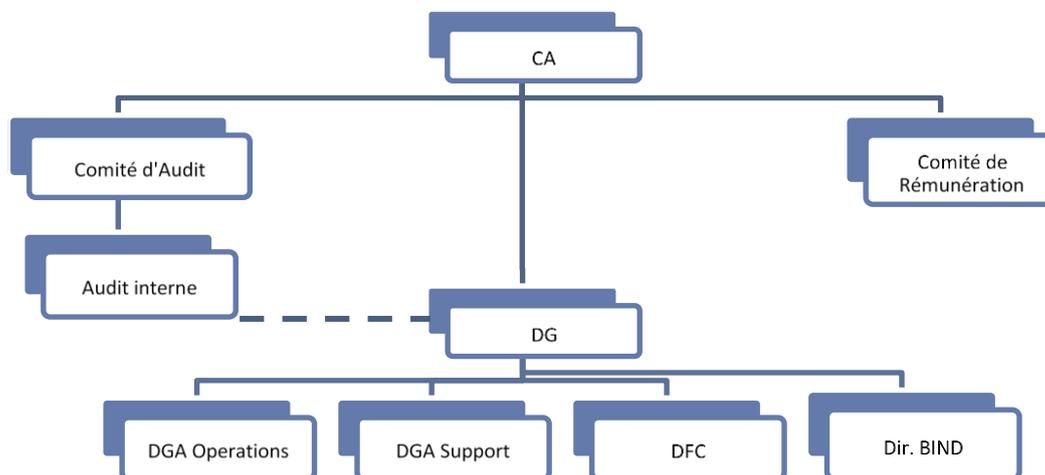
La société "Biopharm" fabrique 130 produits sous diverses formes galéniques et classes thérapeutiques. 104 produits sont des produits portant la marque "Biopharm". Les autres produits sont fabriqués dans le cadre d'accords contractuels avec des laboratoires partenaires. Le groupe produit 60 millions d'unités par an<sup>95</sup>.

Cette entreprise a été la première à recevoir la certification des bonnes pratiques de fabrication de l'Agence nationale pour la sécurité des médicaments et des produits médicaux. Cette certification atteste que les produits de Biopharm sont conformes aux normes européennes de bonnes pratiques de fabrication et qu'ils peuvent exporter leurs produits pharmaceutiques vers les marchés suivants de l'Union européenne.

#### 1.5. Organisation de BIOPHARM

BIOPHARM a développé une organisation autour de ses différents métiers et comprenant les fonctions opérationnelles ainsi que les fonctions de support nécessaires à la conduite et au développement de ses activités. Elle dispose, en outre d'un système d'assurance qualité et d'audit en charge d'assister les différentes structures en termes de procédures et de reporting :

**Figure N°(01) : Organigramme de BIOPHARM SPA.**



Source : [www.biopharm.com](http://www.biopharm.com)

<sup>95</sup> El Watan, <http://archive.wikiwix.com/cache/index2.php?url=https%3A%2F%2Fwww.elwatan.com%2Fpages-hebdo%2Fsante%2Fle-groupe-biopharm-se-lance-les-complement-alimentaires-16-12-2018>, consulté le 28/08/2020 à 10 :15h

## 1.6. Le capital social

Le capital social de BIOPHARM est de cinq milliards cent quatre millions trois cent soixante-quinze mille dinars algériens (5 104 375 000 dinars) divisé en vingt-cinq millions cinq cent vingt et un mille huit cent soixante-quinze actions (25 521 875 actions) d'une valeur nominale de deux cents dinars algériens (200 dinars) chacune, numérotées de 1 à 25 521 875, entièrement souscrites, libérées et attribuées avec toutes leurs spécificités de droit de propriété aux actionnaires suivants :

**Tableau N° (05) : la composition du capital**

| N° | Actionnaires        | Nombre d'actions  | N°....     | à ....     |
|----|---------------------|-------------------|------------|------------|
| 1. | ADP Entreprises WLL | 12 505 713        | 1          | 12 505 713 |
| 2. | KERRAR Madjid       | 10 540 483        | 12 505 714 | 23 046 199 |
| 3. | HAMMOUDI Rachid     | 1 301 615         | 23 046 200 | 23 347 814 |
| 4. | KERRAR Abdelouahed  | 1 171 454         | 23 347 815 | 25 519 268 |
| 5. | KERRAR Hachemi      | 2 603             | 25 519 269 | 25 521 871 |
| 6. | ALSINA Alberto      | 3                 | 25 521 872 | 25 521 874 |
| 7. | LAHMAR Sofiane      | 1                 | 25 521 875 | 25 521 875 |
|    | <b>Totaux</b>       | <b>25 521 875</b> |            |            |

Source ; Notice d'information BIOPHARM, 15/12/2015, p21.

Conformément aux statuts de la société, il est reconnu à ADP Entreprises WLL des actions à droits de vote double pour 1 276 094 actions ce qui donne à ADP Entreprises WLL un total de droits de vote avant et après l'offre publique de vente de 51,4285% des droits de vote. L'ensemble des actions à droit de vote simple dispose conformément aux dispositions du code de Commerce d'un droit prioritaire de souscription à l'émission de nouvelles actions ou d'obligations.

### 1.6.1. Evolution du capital

2013 = Capital social après capitalisation des réserves.

2013 bis =Capital social après restructuration du groupe mais avant entrée d'ADP Entreprises WLL.

2013 ter = Capital social après entrée d'ADP Entreprises WLL.

2013 in Fine =Capital social après capitalisation de la prime d'émission.

2014 = Cession inter-actionnaires.

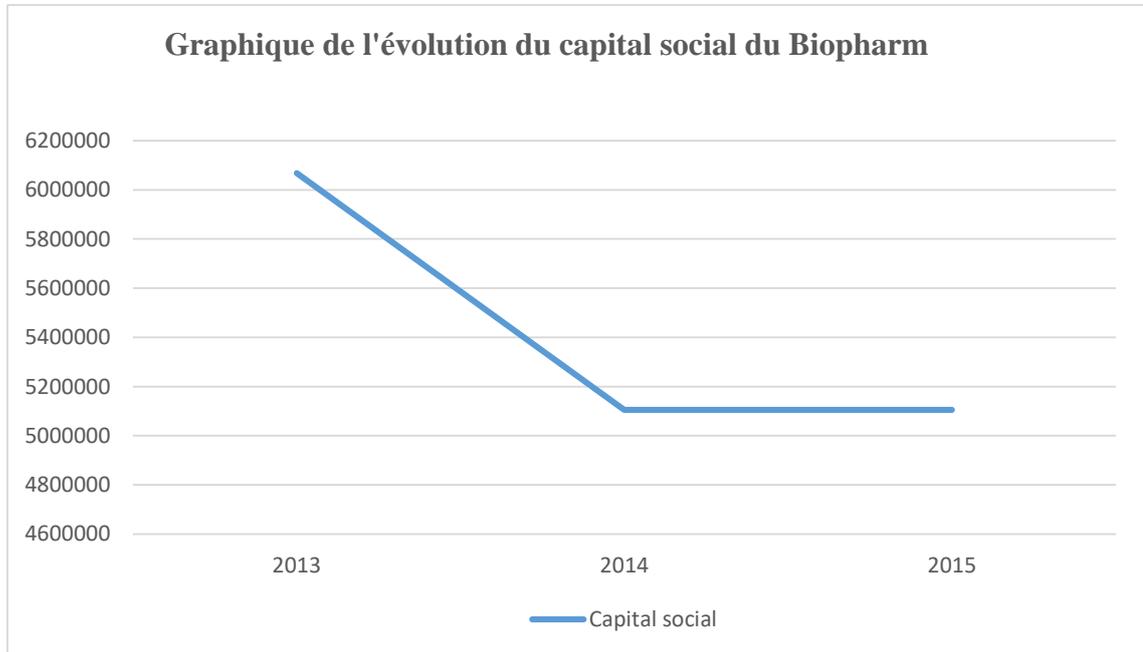
2015 = Cession inter-actionnaires.

Tableau N° (06) : l'évolution du capital en 1000 DA

| Actionnaires                | 2013             | %           | 2013 bis       | 2013 ter         | %           | 2013 In fine     | %           | 2014             | %           | 2015             | %           |
|-----------------------------|------------------|-------------|----------------|------------------|-------------|------------------|-------------|------------------|-------------|------------------|-------------|
| <b>KERRAR Hachemi</b>       | 1 213 600        | 0,02%       | 156 000        | 156 000          | 0,01%       | 520 646          | 0,01%       | 520 600          | 0,01%       | 520 600          | 0,01%       |
| <b>KERRAR Madjid</b>        | 6 031 943<br>944 | 99,41%      | 775 365<br>240 | 775 365<br>240   | 50,70%      | 2 587 763<br>133 | 50,70%      | 2 108 075 600    | 41,30%      | 2 108 097<br>200 | 41,30%      |
| <b>HAMMOUDI Rachid</b>      | 206 312          | 0,00%       | 26 520         | 26 520           | 0,00%       | 88 509           | 0,00%       | 260 323 000      | 5,10%       | 260 323 000      | 5,10%       |
| <b>KERRAR Abdelouahed</b>   | 34 587 600       | 0,57%       | 4 446 000      | 4 446 000        | 0,29%       | 14 838 419       | 0,29%       | 234 290 800      | 4,59%       | 234 290 800      | 4,59%       |
| <b>KERRAR Cherifa</b>       | 12 136           | 0,00%       | 1 560          | 1 560            | 0,00%       | 5 206            | 0,00%       | 5 400            | 0,00%       | 0                | 0,00%       |
| <b>BELAOUINET Boukhatem</b> | 12 136           | 0,00%       | 1 560          | 1 560            | 0,00%       | 5 206            | 0,00%       | 5 400            | 0,00%       | 0                | 0,00%       |
| <b>BENAISSA Abderrachid</b> | 12 136           | 0,00%       | 1 560          | 1 560            | 0,00%       | 5 206            | 0,00%       | 5 400            | 0,00%       | 0                | 0,00%       |
| <b>KERRAR Lies</b>          | 12 136           | 0,00%       | 1 560          | 1 560            | 0,00%       | 5 206            | 0,00%       | 5 400            | 0,00%       | 0                | 0,00%       |
| <b>ADP Enterprises WLL</b>  |                  |             |                | 749 411<br>600   | 49,00%      | 2 501 143<br>469 | 49,00%      | 2 501 142 600    | 49,00%      | 2 501 142<br>600 | 49,00%      |
| <b>ALSINA Alberto</b>       |                  |             |                |                  |             |                  |             | 600              | 0,00%       | 600              | 0,00%       |
| <b>LAHMAR Sofiane</b>       |                  |             |                |                  |             |                  |             | 200              | 0,00%       | 200              | 0,00%       |
| <b>Total</b>                | <b>6 068 000</b> | <b>100%</b> | <b>780 000</b> | <b>1 529 411</b> | <b>100%</b> | <b>5 104 375</b> | <b>100%</b> | <b>5 104 375</b> | <b>100%</b> | <b>5 104 375</b> | <b>100%</b> |

Source ; Notice d'information BIOPHARM, 15/12/2015, p22

Figure N° (02) : L'évolution du capital social de BIOPHARM



Source ; Réalisé par nos soins.

La figure 1 montre bien que le capital social de BIOPHARM en baisse jusqu'à 2014, de 2014 à 2015 une stagnation a eu lieu.

## 2. L'introduction en bourse du Biopharm<sup>96</sup>

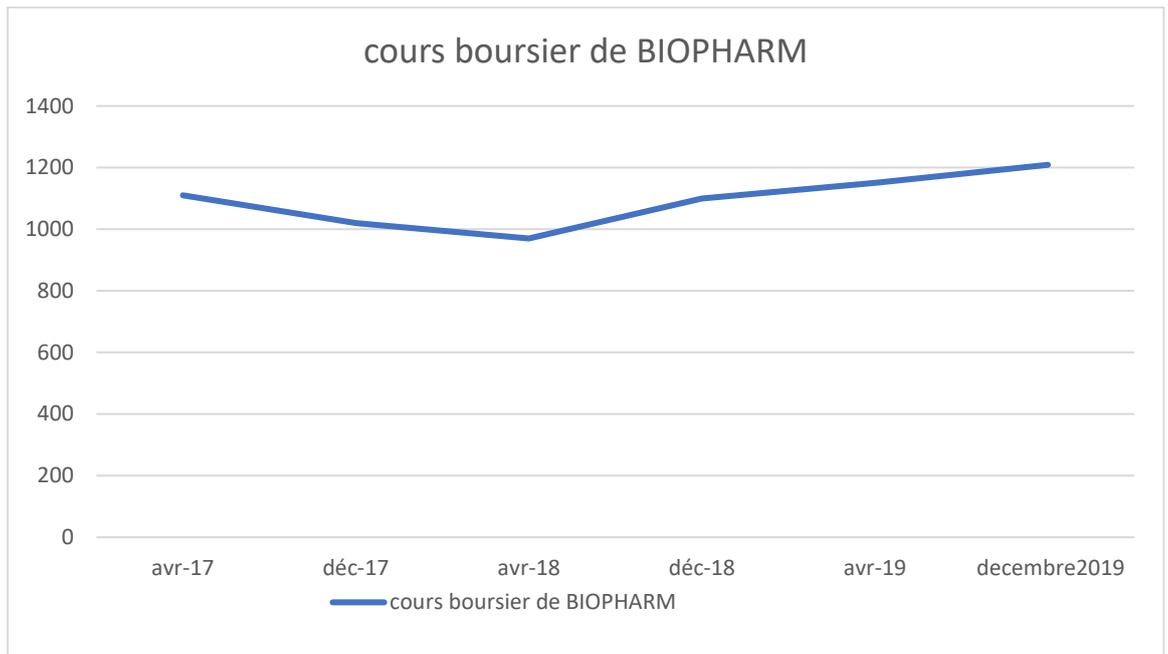
Décisions qui sont à l'origine de l'opération L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, réunie le 28 juillet 2015 a adopté les résolutions suivantes :

- L'assemblée générale extraordinaire autorise la cession des actions de certains actionnaires sur le marché de la bourse d'Alger avec demande d'admission des titres aux négociations en bourse sur le marché principal de la Bourse d'Alger. Cette cession s'effectuera dans le cadre d'une offre à prix ferme d'actions anciennes de valeur nominale de 200 dinars selon les paramètres suivants :
- Nombre d'actions à céder : Un minimum de cinq millions cent quatre mille trois cent soixante-quinze actions (5 104 375 actions) ce qui représente 20% des actions de BIOPHARM et un maximum de douze millions deux cent cinquante mille cinq cent actions (12 250 500 actions) ;

<sup>96</sup> Notice d'information de BIOPHARM

- Prix de cession de l'action : 1 225 dinars, la première cotation a eu lieu le 20 avril 2016 depuis BIOPHARM a perdu plus de 6% de sa valeur comme en le voit dans la figure 02 :

Figure N° (03) : L'évolution du cours boursier de BIOPHARM



Source : réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur le bulletin officiel de la cote

Cette évolution du cours boursier ne semble pas expliquée par les résultats financiers dégagés par l'entreprise.

- Afin de répondre aux exigences légales de l'opération d'entrée en bourse, l'assemblée générale extraordinaire décide d'adopter, article par article puis dans leur ensemble, les statuts harmonisés et amendés de la Société, avec effet à la date d'inscription en compte des titres au nom de l'acquéreur, intervenant lors du dénouement irrévocable de l'opération d'offre au public de titres, au sens de l'article 57 du Règlement COSOB n° 03-01 du 18 mars 2003 portant règlement général du dépositaire central des titres.
- L'assemblée générale extraordinaire autorise, conformément aux dispositions de l'article 715 bis du Code de commerce, la société, après l'admission de ses titres à la cote officielle de la Bourse des valeurs et pour une période d'un an, à négocier ses propres

actions en Bourse afin d'en réguler le cours. A cet effet, il donne au conseil d'administration toute autorité pour déterminer les modalités de la transaction.

- L'assemblée générale extraordinaire donne au conseil d'administration le pouvoir, avec possibilité de subdivision à toute personne de son choix, d'engager et de mener à bien le processus d'offre publique des titres et d'inscription des titres de la société à la Bourse d'Algérie ; ce processus comprend tous les détails nécessaires à la conclusion de l'opération, y compris les formalités de dépôt et la publicité nécessaires.
- L'assemblée générale extraordinaire donne tous pouvoirs à M. Kamel AMEUR, Secrétaire de séance, avec faculté de se substituer tout mandataire de son choix, à l'effet de faire établir dans les formes prescrites par la loi et de signer les actes en conséquence des résolutions qui précèdent, et de faire accomplir toutes formalités y relatives prévues par la législation en vigueur.

**Section 02 : Le diagnostic global de biopharm**

Dès le début, une opération d'évaluation d'entreprise nécessite des recherches historiques, analytiques et approfondies, qui peuvent être résumées dans la section "Diagnostic global de l'entreprise".

**1. Le diagnostic financier**

**1.1. Evolution du CA**

Le chiffre d'affaires présenté ci-après, est défini comme les ventes et produits annexes de l'entreprise, a enregistré durant les quatre derniers exercices l'évolution suivante :

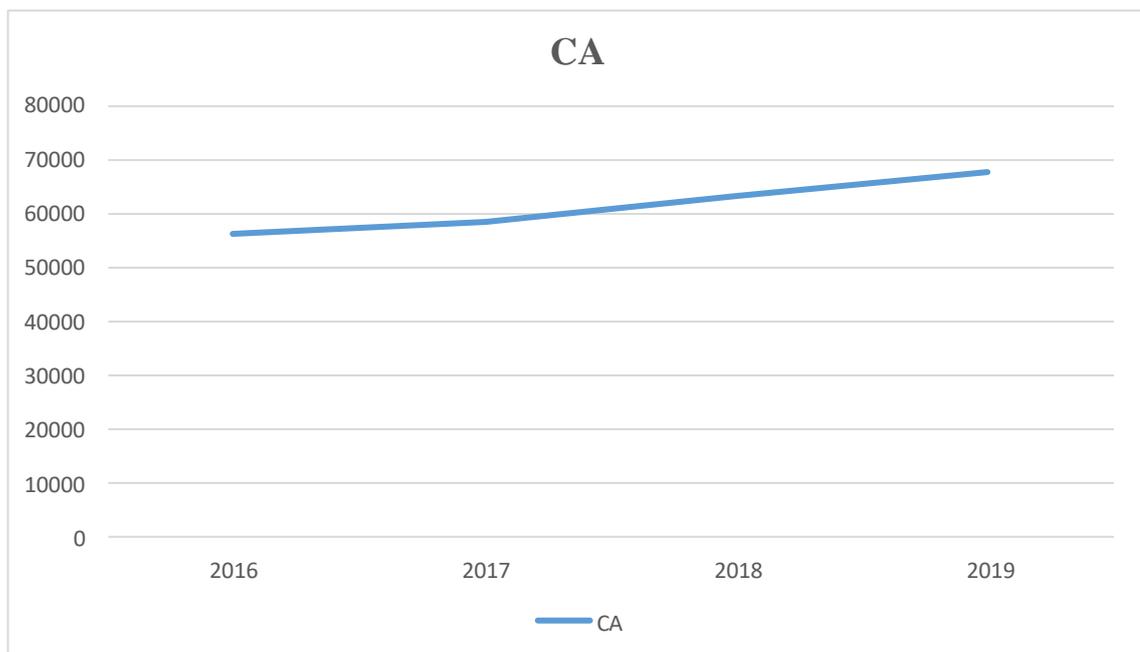
**Tableau N° (7) : La variation du CA de BIOPHARM**

Unité : Millions de dinars.

| Année         | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| CA            | 56376 | 58568 | 63055 | 67836 |
| Variation (%) |       | 3.9   | 7.6   | 7.6   |

Source : Réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur les rapports annuels de BIOPHARM 2017et 2019.

**Figure N° (04) : L'évolution du CA**



Source : réalisé par nos soins sur la base des données de tableau (07)

Le chiffre d'affaires a légèrement augmenté en 2017 par rapport à 2016, soit une hausse de 3,9 %. Cela est dû à une augmentation de la production et des ventes, malgré le ralentissement de l'activité d'importation. Après 2017-2019, le chiffre d'affaires a connu une croissance rapide, c'est-à-dire que de 2017 à 2018, il a augmenté de 7,6 % et en 2018 de la même croissance qu'en 2019. Cette croissance est due à l'amélioration des performances de production, à l'élargissement du portefeuille de distribution par le biais de partenaires locaux et à la croissance de la distribution, notamment par l'acquisition d'un nouveau répartiteur IMPSA en 2018.

### 1.2. Evolution de la valeur ajoutée

**Tableau N° (08) : Evolution de la valeur ajoutée**

Unité : Millions de dinars.

| Année                 | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Production</b>     | 55475 | 58220 | 63532 | 67666 |
| <b>Variation (%)</b>  |       | 4.9   | 9.1   | 6.5   |
| <b>Consommation</b>   | 45492 | 46335 | 50339 | 53201 |
| <b>Variation (%)</b>  |       | 1.8   | 8.6   | 5.6   |
| <b>Valeur ajoutée</b> | 9983  | 11885 | 13193 | 14465 |
| <b>Variation (%)</b>  |       | 19.05 | 11.01 | 9.6   |

Source : Réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur les rapports annuels de BIOPHARM 2017 et 2019

La valeur ajoutée, qui représente la richesse créée par l'entreprise, a considérablement augmenté au cours des quatre dernières années, principalement en raison de l'augmentation du CA qui était suffisant pour couvrir la consommation des exercices et également en raison de l'augmentation de la production.

### 1.3. Evolution de l'EBE

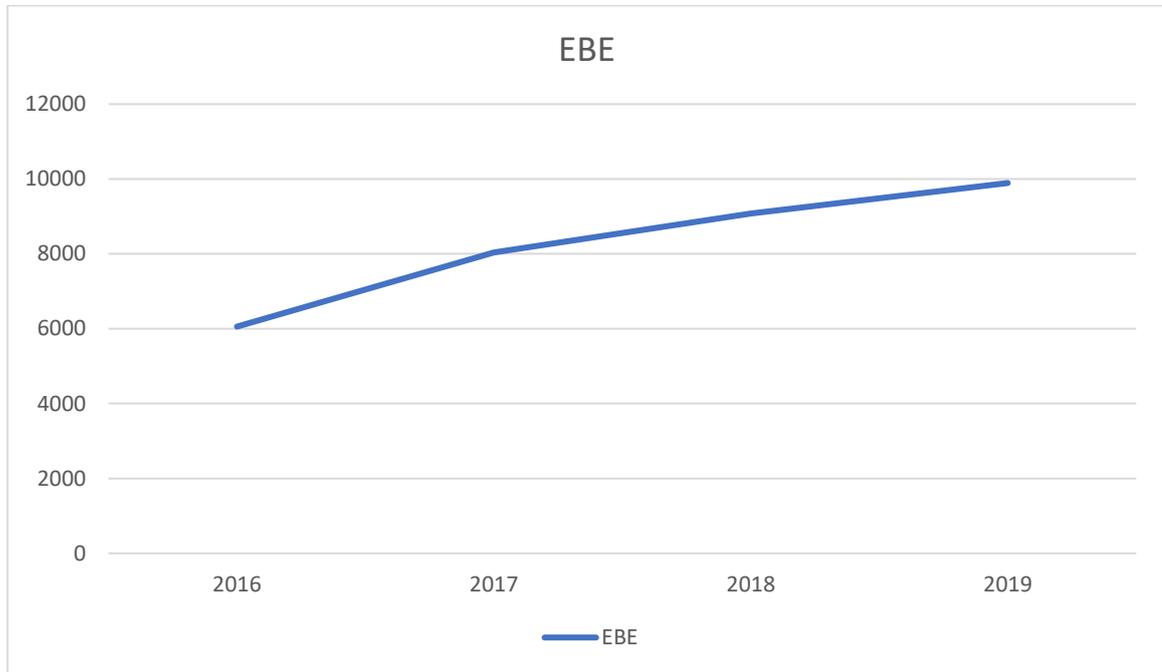
**Tableau N° (9) : l'évolution de l'EBE**

Unité : Millions de dinars.

| Année                | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------|------|------|------|------|
| <b>EBE</b>           | 6057 | 8041 | 9082 | 9893 |
| <b>Variation (%)</b> |      | 32.7 | 12.9 | 9    |

Source : Réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur les rapports annuels de BIOPHARM 2017 et 2019.

Figure N°(05) : L'évolution de l'EBE



Source : réalisé par nos soins sur la base des données de tableau (08)

L'EBE est une ressource qui permet à une entreprise de maintenir et de développer son outil de production et de générer un retour sur le capital investi (fonds propres et dettes).

L'EBE a continué à croître fortement en 2016-2017 et après 2017-2019, avec une croissance faible. Toutefois, cette croissance a été tirée par l'évolution des performances du groupe, en particulier l'adoption d'une stratégie qui se concentre sur la production de nouveaux produits à haute valeur ajoutée.

**1.4. Le résultat financier**

Tableau N° (10) : Tableau représentant le résultat financier

Unité : Millions de dinars.

| Année              | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|------|------|------|------|
| Résultat Financier | -72  | -334 | 256  | -09  |

Source : Réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur les rapports annuels de BIOPHARM 2017 et 2019.

Le résultat financier varie de -72 à -334 en 2016-2017, et cette forte baisse correspond à une diminution de la valeur du dinar par rapport au dollar, notamment à l'euro, tout au long de l'année. Après être passé à 256 en 2017-2018, nous constatons une forte baisse de résultat financier en 2018-2019, principalement due aux fluctuations des taux de change entre les deux années.

### 1.5. La rentabilité

La rentabilité étant généralement considérée comme le but ultime que les entreprises recherchent, le diagnostic exige une grande attention à sa mesure. Pour évaluer la rentabilité d'une entreprise, deux ratios sont le plus souvent utilisés : le ratio de rentabilité financière (ROE) et le ratio de rentabilité économique (ROA), qui sont définis comme suit<sup>97</sup> :

$$ROE = \frac{\text{Résultat Net de l'Exercice}}{\text{Capitaux Propres}} * 100$$

$$ROA = \frac{\text{Résultat Net de l'Exercice}}{\text{Total de l'Actif}} * 100$$

#### 1.5.1. Rentabilité des actifs (ROA)

**Tableau N° (11) : Tableau représentant la rentabilité des actifs du BIOPHARM**

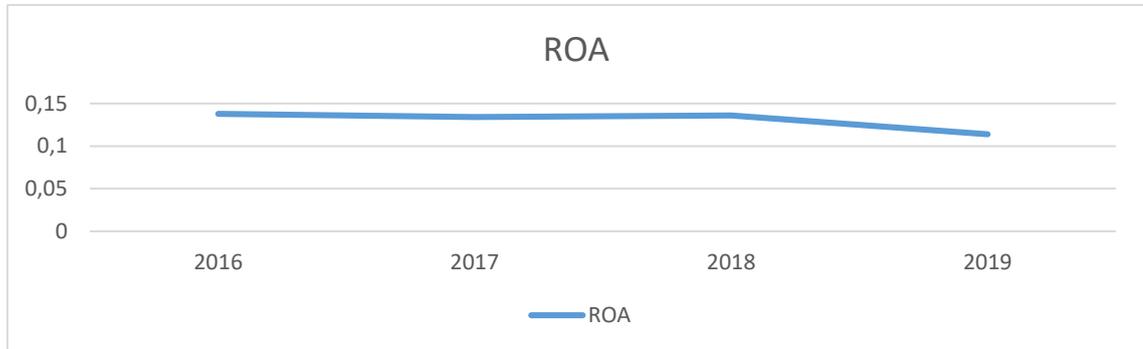
Unité : Millions de dinars.

| Année                | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Résultat net</b>  | 5552  | 6499  | 7525  | 7604  |
| <b>Variation(%)</b>  |       | 17.05 | 15.8  | 1.04  |
| <b>Total actif</b>   | 40255 | 48593 | 55387 | 66700 |
| <b>Variation (%)</b> |       | 21    | 14    | 20    |
| <b>ROA</b>           | 13.8  | 13.4  | 13.6  | 11.4  |

Source : Réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur les rapports annuels de BIOPHARM 2017 et 2019.

<sup>97</sup> Abdelkader, (GLIZ), Op.Cit, p103

**Figure N° (06) : Graphique illustratif de la rentabilité des actifs (ROA)**



**Source :** réalisé par nos soins sur la base des données de tableau (11)

Le ratio de la rentabilité économique marque une diminution d’une année à l’autre due au non exploitation des actifs par l’entreprise. Le ROA baisse de 14% en 2016 à 11% en 2019.

**1.5.2. Rentabilité des capitaux propres (ROE)**

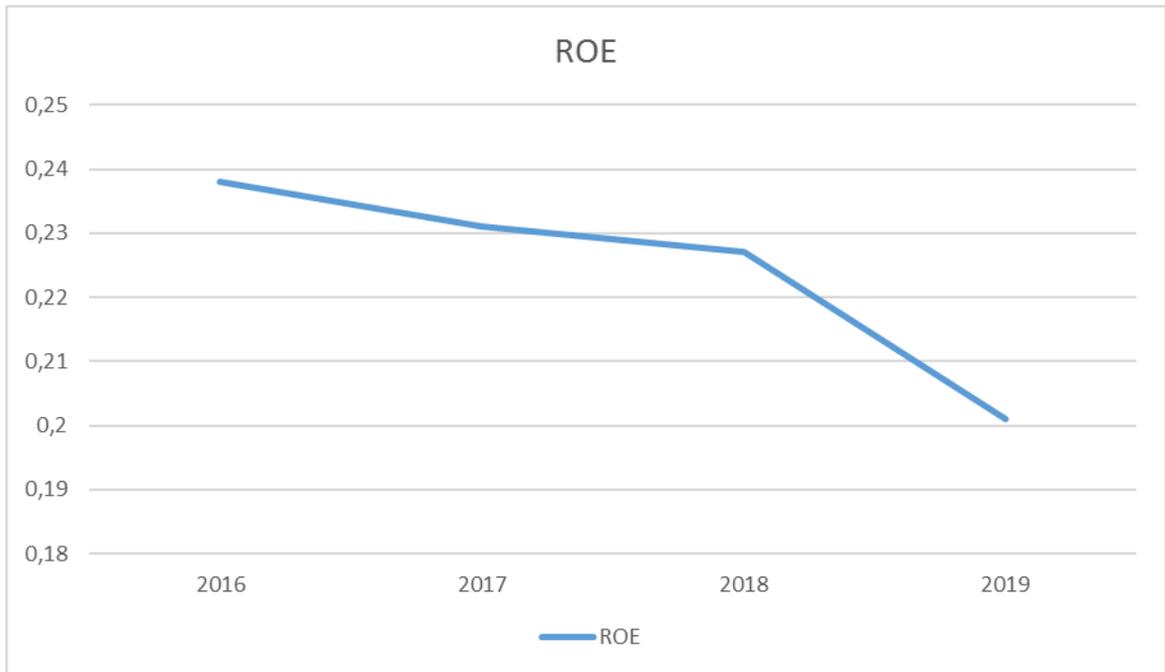
**Tableau N° (12) :Tableau représentant la rentabilité des capitaux propres du BIOPHARM**

**Unité :** Millions de dinars.

| Année                   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Résultat net</b>     | 5552  | 6499  | 7525  | 7604  |
| <b>Variation(%)</b>     |       | 17.05 | 15.8  | 1.04  |
| <b>Capitaux propres</b> | 23298 | 28111 | 33069 | 37737 |
| <b>Variation (%)</b>    |       | 20.6  | 17.6  | 14.1  |
| <b>ROE</b>              | 23.8  | 23.1  | 22.7  | 20.1  |

**Source :** Réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur les rapports annuels de BIOPHARM 2017et 2019.

Figure N° (07) : Graphique illustratif de la rentabilité des actifs (ROE).



Source : réalisé par nos soins sur la base des données de tableau (12)

Le ROE est en diminution ces quatre dernières années il passe de 23.8% à 20.1% mais reste positive sur les quatre exercices. Ce qui veut dire que les capitaux propres sont rentable mais avec un taux faible.

### 1.6. 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.

Le ratio de la solvabilité générale est le suivant :

$$\text{Solvabilité générale} = \frac{\text{Actif total}}{\text{Dettes totales}}$$

**Tableau N° (13) : Tableau représentant le ratio de solvabilité de BIOPHARM**

Unité : Millions de dinars.

| Année                | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------|------|------|------|------|
| Ratio de solvabilité | 2.37 | 2.37 | 2.48 | 2.3  |

Source : Réalisé par nos soins sur la base des données publiées sur les rapports annuels de BIOPHARM 2017 et 2019.

Le ratio de solvabilité est supérieur à 1 dans les quatre dernières années qui est un bon signe pour l'entreprise, donc elle est capable de rembourser ses dettes.

## 2. Le diagnostic stratégique

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.

Sur la base des données que nous avons recueillies dans les rapports annuels, nous identifierons les forces, les faiblesses, les opportunités et les menaces de BIOPHARM.

### 2.1. Les points forts

- L'entreprise dispose des capacités de production importantes.
- Une politique de distribution qui assure l'acheminement des produits qui lui sont confiés au plus près de ses clients grâce à une équipe de commerciaux professionnels et à une orientation satisfaction clients validée par la certification depuis 2008.
- Le développement quantitatif et qualitatif des ressources humaines s'inscrit en harmonie avec la stratégie de renforcement tant du management que de l'encadrement reflétant une plus grande professionnalisation du staff. Un effort continu en matière de formation, de recyclage, de mise à niveau et de perfectionnement.
- Un management moderne, bien formé, motivé et dynamique.
- Personnel qualifié, niveau de compétence professionnelle.
- L'entreprise est dotée de toutes les commodités et elle respecte les normes d'hygiène.

### 2.2. Les points faibles

- La principale difficulté est de respecter la réglementation.

- Un budget énorme pour mettre un nouveau produit sur le marché.
- Le processus de création d'un médicament est généralement long et chargé d'embûches afin de protéger la population.
- La principale difficulté est le respect de réglementation.
- Un budget énorme pour mettre un nouveau produit sur le marché.
- Le processus de développement d'un produit est généralement long et chargé d'embûches pour protéger la société.

### **2.3. Les opportunités**

La technologie permet désormais à chacun d'entre nous de mieux prendre soin de soi et de sa santé. En fait, les montres et les smartphones connectés permettent aux entreprises de stocker plus facilement des informations sur les consommateurs. Cela peut être bénéfique tant pour le public que pour les entreprises pharmaceutiques comme BIOPHARM en fournissant une meilleure information.

### **2.4. Les menaces**

La population se tourne de plus en plus vers les soins naturels et prennent des vitamines pour améliorer leur santé. Cela représente une menace pour les entreprises pharmaceutiques en termes de petits approvisionnements. Les consommateurs sont également de plus en plus conscients des effets de la prise régulière de médicaments pour des "maladies bénignes" et ont tendance à rejeter cette réflexion plutôt néfaste à long terme

## **3. Appréciation de la situation financière de la société**

En outre, le diagnostic financier nous a montré que la situation financière de la société est satisfaisante, en termes de solvabilité, performance économique, aussi en terme de rentabilité bien qu'elle était faible mais reste rentable.

---

## Section 03 : Evaluation du BIOPHARM

### 1. Les méthodes d'évaluation utilisées

Pour procéder à l'évaluation de BIOPHARM on a opté pour les deux méthodes suivantes :

- La méthode DCF
- La méthode des multiples

### 2. Le choix des méthodes d'évaluation

Nous avons choisi ces méthodes en raison de leur pertinence.

Nous avons évité la valeur patrimoniale car elle est souvent qualifiée de valeur de liquidation de l'entreprise. Elle n'est donc pas appropriée pour évaluer une entreprise retable telle que BIOPHARM.

Par conséquent notre évaluation est basée sur les deux méthodes, à savoir la méthode du cash-flow actualisés qui nous a permis de présenter les informations les plus objectives en se basant sur des hypothèses concernant la continuité de l'activité de l'entité et la croissance des flux à l'infini. Et la méthode des multiples qui se réfère à la valeur du marché, c'est-à-dire exactement ce qui est recherché par l'évaluation.

### 3. L'évaluation par la méthode DCF

La méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) est une méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs qu'une entreprise va générer. L'expression générale de la valeur de l'entreprise selon la méthode DCF est :

$$v = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+t)^i} + \frac{V_r}{(1+t)^n}$$

Cette formule montre que les deux principaux paramètres à déterminer sont :

- L'expression du cash-flow.
- L'expression du taux d'actualisation

#### 3.1. La détermination 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 :

$$CMPC = K_e \frac{E}{E+D} + (1-\Gamma)K_d \frac{D}{E+D}$$

$K_e$  : le cout des capitaux propres

$K_d$  : le cout de la dette

$E$  : la valeur des capitaux propres

$D$  : la valeur de la dette

$\Gamma$  : taux de l'impôt sur le bénéfice

Calcul du taux des capitaux propres :

On va utiliser le modèle du Gordon-Shapiro qui est donné par la formule suivante :

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(K_e - g)}$$

$$\text{Ce qui implique : } K_e = \frac{DIV_1}{P_0} + g$$

$DIV$  : Dividende distribuée par action

$P_0$  : Prix de l'action

$g$  : le taux de croissance

Selon le rapport annuel 2019 du COSOB :

Div 2019 = 115 DA

P 2018 = 1360 DA

Pour déterminer le taux de croissance on choisit le taux de croissance à l'infini le plus proche du taux de croissance économique, puisque la tendance économique générale est le déterminant fondamental du taux de croissance des différents secteurs<sup>98</sup>. Comme le secteur pharmaceutique, ce dernier est spécial car il est moins sensible aux fluctuations de l'économie, la moyenne entre le taux de croissance économique et le taux de croissance prévu du secteur pharmaceutique sera utilisée dans notre cas.

Selon le cabinet international IQVIA le marché des médicaments estime pour l'Algérie un taux de croissance régulier entre 2017 et 2021 de 6.5 %.

<sup>98</sup> GLIZ, Abdelkader, Op.Cit, p 267

En ce qui concerne le taux économique nous nous basons sur le rapport de suivi économique de la Banque mondiale pour l'Algérie, qui prévoit une croissance de 1,6 % entre 2018 et 2021. La moyenne des deux taux nous donne un taux de croissance  $g$  égale à 4.05 %

$$K_e = \frac{115}{1360} + 0.0405 = 12.5 \%$$

Calcul de CMPC :

Les états financiers de BIOPHARM de l'année 2019 indiquent les valeurs suivantes :

- Capitaux propres : 33069
- Emprunts et dette financières et trésorerie passif : 1022
- Taux effectif de l'IBS : 15.9 %

Le taux effectif de l'IBS est égal au rapport entre impôts exigibles sur résultats ordinaires et le résultat ordinaire avant impôt.

Le taux d'intérêt est déterminé sur la base de taux d'intérêt des OAT dans 10 ans qui le fixe à 5.75%.

$$CMPC = 12.5\% \frac{33069}{34091} + 6\% (1 - 15.9\%) \frac{1022}{34091} = 12.28\%$$

### **3.2. La détermination de la valeur de l'action par la méthode DCF**

Une fois le taux d'actualisation connu, nous allons actualiser les flux de trésorerie futurs auxquels nous rajoutant la valeur terminale actualisée afin de calculer la valeur totale de la société.

Vu l'importance de l'EBITDA dans le calcul des FCFF nous allons baser sur l'EBITDA des années passées afin de calculer un taux de croissance moyen qui va nous servir pour le calcul des EBITDA futurs et d'autres éléments des FCFF.

Les calculs sont présentés dans les tableaux ci-dessous :

**Tableau N° (14) : Calcul de l'EBITDA de BIOPHARM**

|  | 2015 | 2016       | 2017       | 2018       | 2019        |
|--|------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>Année</b>   |      |            |            |            |             |
|  | 4454 | 5552       | 6499       | 7525       | 7604        |
| <b>Resultat net de l'exercice</b>                              |      |            |            |            |             |
|  | 1250 | 1405       | 1499       | 1509       | 1493        |
| <b>Impot IBS</b>   |      |            |            |            |             |
|  | 264  | 72         | 334        | -256       | 9           |
| <b>Charges financières moins produits financiers</b>           |      |            |            |            |             |
|  | 523  | 71         | 323        | 739        | 673         |
| <b>Amortissement, pertes de valeur et provisions, reprises</b> |      |            |            |            |             |
|  | 6490 | 7100       | 8655       | 9517       | 9779        |
| <b>EBITDA</b>  |      |            |            |            |             |
|  |      | 0,09399076 | 0,21901408 |            | 0,11003253  |
| <b>Taux de croissance EBITDA</b>                               |      |            |            | 0,09959561 | 0,027529684 |

Source : Etablie par l'étudiante sur la base des états financiers publiés.

EBITDA = Résultat net + Charges financières + Dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises + Impôt sur bénéfices.

**Tableau N°(15) : Tableau représentant la décomposition des FCFF**

| Année               | 2015 | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | Moyenne    |
|---------------------|------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>EBITDA</b>       |      | 6490       | 7100       | 8655       | 9517       | 9779       |
| <b>At</b>           |      | 71         | 323        | 739        | 673        |            |
| <b>At/EBITDA</b>    |      | 0,01093991 | 0,04549296 | 0,08538417 | 0,07071    | 0,05313315 |
| <b>It</b>           |      | 515        | 743        | 1797       | 2624       |            |
| <b>It/EBITDA</b>    |      | 0,07935285 | 0,10464789 | 0,20762565 | 0,27571714 | 0,16683588 |
| <b>CA</b>           |      | 56376      | 58568      | 63055      | 67836      |            |
| <b>BFR</b>          | 1142 | 926,728767 | 5134,72877 | 1900,28767 | 2973,63288 |            |
| <b>ΔBFRt</b>        |      | 2 237      | 4 208      | -3234,4411 | 1073,34521 |            |
| <b>ΔBFRt/EBITDA</b> |      | 0,34468413 | 0,59267606 | -          | 0,11278189 |            |
|                     |      |            |            | 0,37370781 |            | 0,16910857 |

Source : Etablie par l'étudiante sur la base des états financiers publiés.

Pour obtenir les FCFF actualisés anticipés pour les trois années 2020 à 2022 on applique le taux de croissance moyen de EBITDA et les proportions présentés dans le tableau N°12 :

Tableau N°(16) : Le calcul des FCFF

| Année                   | 2020       | 2021       | 2022       | Somme      |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>EBITDA</b>           | 10641,9094 | 11899,7831 | 13306,3375 |            |
| <b>At (5,31%)</b>       | 565,085389 | 631,878482 | 706,566519 |            |
| <b>It (16,068%)</b>     | 1775,07049 | 1984,88382 | 2219,49709 |            |
| <b>ΔBFRt (16,91%)</b>   | 1799,54688 | 2012,25332 | 2250,10166 |            |
| <b>FCFFt</b>            | 5152,69547 | 5761,74408 | 6442,78222 |            |
| <b>FCFFt Actualisés</b> | 4589,14809 | 4570,3468  | 4551,62255 | 13711,1174 |
| <b>Valeur terminale</b> |            |            | 57545,1186 |            |
| <b>Valeur totale</b>    |            |            | 71256,236  |            |

Source : Etablie par l'étudiante sur la base des états financiers publiés.

Les cash-flow sont calculés à partir des EBITDA, aux quels sont rajoutés les Dotations aux Amortissements, en déduisant le montant des variations des Besoins en Fonds de Roulement et les investissements.

La valeur terminale est déterminée par le modèle de Gordon-Shapiro :

$$VT = \frac{FCFF(1+g)}{k-g} = \frac{4551.62(1+0.0405)}{12.28\% - 4.05\%} = 57545,12 \text{ DA}$$

La valeur totale de BIOPHARM est donc :

$$V_{2020} = \frac{4589,14}{(1+12.28\%)} + \frac{4570,34}{(1+12.28\%)^2} + \frac{4551,62}{(1+12.28\%)^3} + \frac{57545,11}{(1+12.28\%)^3}$$

$$V_{2020} = 71256,23 \text{ DA}$$

La valeur d'une action est donnée par la division de la valeur des capitaux propres par le nombre d'actions.

La valeur des capitaux propres (E) = Valeur totale – Dette nette

Dette nette = Passif Courant et non Courant –IDP – Trésorerie

$$E_{2020} = 71256,23 - 24230 = 47026.23 \text{ DA}$$

$$\text{Valeur de l'action de BIOPHARM} = \frac{E_{2020}}{\text{Nombre d'actions}} = \frac{47026230}{25521875}$$

$$\text{Valeur de l'action de BIOPHARM} = 1842.58 \text{ DA}$$

#### 4. L'évaluation par la méthode des multiples :

La méthode des multiples permet d'évaluer une entreprise à partir d'un échantillon d'entreprises qui lui sont comparables en termes d'activité et de performance. 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 multiple moyen est ensuite appliqué à l'inducteur de valeur<sup>99</sup>, les deux multiples les plus utilisés pour l'évaluation sont le PER et le VE/EBITDA.

Pour la mise en œuvre de la méthode des multiples la principale difficulté est la constitution de l'échantillon. Dans notre cas nous utilisons deux critères pour sélectionner des entreprises comparables à BIOPHARM :

- Le secteur d'activité, les entreprises de l'échantillon appartient au secteur pharmaceutique, ce sont des entreprises de production de médicament.
- La zone géographique qui est dans notre cas la zone MENA car les pays de cette zone sont les plus proches de l'Algérie.

Pour l'application de la méthode des multiples on doit suivre la même démarche pour toutes les entreprises de l'échantillon. Les éléments de notre démarche sont les suivants :

- La capitalisation boursière est égale à la multiplication du nombre des actions et le cours boursier.
- Le cours boursier utilisé est la moyenne des cours boursiers de l'année en cours.
- La dette nette est égale aux dettes financières et bancaires moins placements financiers moins trésorerie.
- Le PER est le rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net part groupe
- Le ROE est le rapport entre les capitaux propres et le résultat net part groupe

Nous avons pris un échantillon de quatre entreprises cotée en bourse : Adwya (Tunisie), Unimed (Tunisie), Sothema (Maroc), Promopharm (Maroc), elles ont le même secteur d'activité et appartient à la même zone géographique (MENA) dont les caractéristiques financières et comptables sont présentées dans le tableau suivant :

---

<sup>99</sup>Arnaud THAUVRON, op-cit, p149.

**Tableau N°(17) : calculs nécessaire à l'application de la méthode des multiples**

| Entreprises              | Adwiya  | unnimed    | Sothema    | PROMO      | Biopharm   |            |
|--------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Pays                     | Tunisie | Tunisie    | Maroc      | PHARM      | Maroc      |            |
| Unité                    |         |            |            |            |            |            |
| Capitalisation boursière | 2018    | 117399,36  | 279146,667 | 2843550    | 1313437,5  | 27705      |
|                          | 2019    | 87152,52   | 315093,333 | 2953425    | 861508,333 | 32928      |
| CP                       | 2018    | 39003      | 93 439     | 798309     | 272244     | 33069      |
|                          | 2019    | 38336      | 100 086    | 892054     | 324358     | 37737      |
| Dette nette              | 2018    | 31734      | 7349       | 591980     | 268226     | 18879      |
|                          | 2019    | 29164      | 26073      | 633418     | 386245     | 24770      |
| VE                       | 2018    | 149 133    | 286 496    | 3435530    | 1581663,5  | 60774      |
|                          | 2019    | 116 317    | 341 166    | 3586843    | 1247753,33 | 70665      |
| EBITDA                   | 2018    | 15765      | 30909      | 360922     | 161299     | 9517       |
|                          | 2019    | 10958      | 34921      | 369402     | 232270     | 9779       |
| Profit net par grp       | 2018    | 3122       | 18 359     | 217337     | 38745      | 7525       |
|                          | 2019    | 1547       | 17 692     | 214344     | 52114      | 7604       |
| PER                      | 2018    | 37,6038949 | 15,204895  | 13,0835983 | 33,8995354 | 3,68172757 |
|                          | 2019    | 56,3364706 | 17,8099329 | 13,5891496 | 16,5312264 | 4,33035245 |
| VE/EBITDA                | 2018    | 9,45977545 | 9,26900471 | 9,51876029 | 9,80578615 | 6,38583587 |
|                          | 2019    | 10,6147582 | 9,76966104 | 9,70986351 | 5,37199524 | 4,33035245 |
| ROE                      | 2018    | 0,08004512 | 0,19648113 | 0,27224671 | 0,14231719 | 0,22755451 |
|                          | 2019    | 0,04035371 | 0,17676798 | 0,24028142 | 0,16066815 | 0,20149985 |

**Source** : Etablie par l'étudiante sur la base des états financiers et des cours boursiers publiés.

#### 4.1. La détermination de la valeur de l'action par la méthode des multiples :

En se basant sur la méthode des multiples la valeur totale de BIOPHARM est la suivante :

$$V_{2020} = VE/EBITDA * EBITDA \text{ moyen} = 9,18 * 9648568 = 88568640 \text{ DA}$$

La dette nette de BIOPHARM est égale à 24230000 DA

$$E_{2020} = 88568640 - 24230000 = 64338640 \text{ DA}$$

$$\text{La valeur de l'action}_{2020} = \frac{64338640}{25521875}$$

$$\text{La valeur de l'action}_{2020} = 2521 \text{ DA}$$

**5. La synthèse de l'évaluation :**

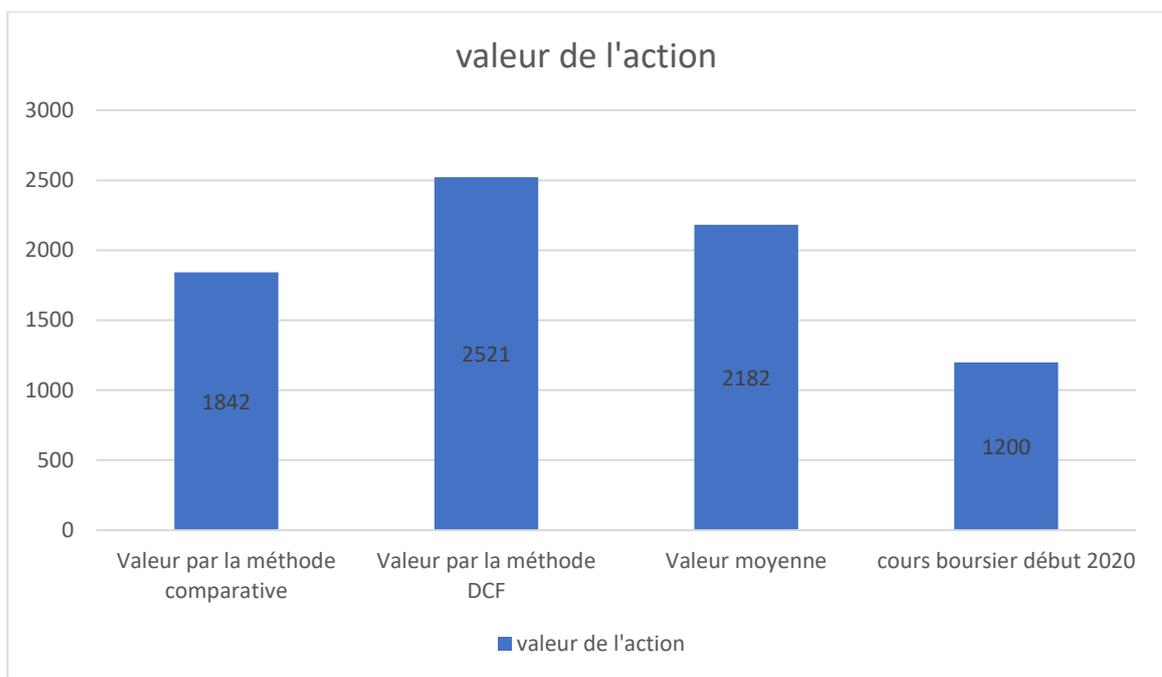
Pour réduire le risque d'erreur inhérent on a utilisé deux méthodes d'évaluation qui nous donne deux valeurs estimées de l'action de BIOPHARM différentes, à savoir 1842 DA par la méthode DCF et 2522 DA selon la méthode comparative. A partir de ces valeurs on obtient une valeur moyenne de l'action de BIOPHARM :

$$\frac{2521+1842}{2} = 2182 \text{ DA}$$

Le cours boursier début 2020 est : 1200 DA

Pour synthétiser les résultats obtenus en comparaison avec le cours boursier de l'action de BIOPHARM début 2020 nous présentons le schéma ci-dessous :

**Figure N ° (08) : Synthèses d'évaluation de l'action BIOPHARM**



**Source :** Réalisé par nos soins à partir des résultats obtenus

D'après le schéma ci-dessus et Les résultats obtenus à partir des calculs de la moyenne des valeurs estimées par les deux méthodes multiples et DCF ainsi que la valeur du cours boursier de BIOPHARM en début de l'année 2020 et la différence entre ces deux valeurs qui est de **982 DA**, nous amènent à juger une sous-évaluation remarquable de l'action de BIOPHARM.

**Conclusion du chapitre 03 :**

Afin de bien cerner la procédure d'évaluation présentée dans la partie théorique, nous avons essayé dans ce chapitre d'appliquer cette dernière sur une entreprise qui est BIOPHARM, une entreprise assez importante dans le secteur pharmaceutique. Pour ce faire, on a commencé par sa présentation, puis on a procédé à l'élaboration du diagnostic financier et diagnostic stratégique pour déterminer ses forces et ses faiblesses.

Nous avons appliqué deux méthodes d'évaluation afin de déterminer la valeur de BIOPHARM

Avec les deux méthodes qu'on a appliqué, on a réussi à trouver la valeur moyenne de BIOPHARM , de **2182 DA**, d'autre part, le titre de BIOPHARM est coté à **1200 DA**.

De ca nous déduisons une sous-évaluation du cours boursier de BIOPHARM.

# **Conclusion Générale**

---

## Conclusion générale

Un intérêt accru a manifesté à l'échelle internationale pour l'évaluation de l'entreprise tant pour les économistes que pour les professionnels, conséquemment l'objectif de cette recherche était d'appréhender l'évaluation de l'entreprise et de présenter les différentes méthodes d'évaluations, A titre de cas pratique, nous avons opté pour l'évaluation de BIOPHARM par l'approche actuarielle et l'approche analogique.

La réalisation de cet objectif passe par la consolidation des recherches menées sur l'évaluation de l'entreprise et les modèles d'application, Néanmoins leur application sur le terrain demeure complexe, notamment dans l'environnement Algérien qui se caractérise non seulement par une faible visibilité des perspectives futures, mais encore par l'absence des mécanismes boursiers développés, A cet effet, pour cadrer la problématique « **Est- ce que le cours boursier de BIOPHARM reflète la valeur estimée de cette dernière ?** » ; nous avons procédé à une revue des contributions d'ordres académique et pratique réalisés autour de notre thémaque.

### Constats et tests des hypothèses :

Cette recherche nous a permis d'atteindre l'objectif recherché qui est introduire et comprendre la notion l'évaluation de l'entreprise et nous a donné un aperçu des approches d'évaluation qui sont applicables, à savoir la méthode patrimoniale, actuarielle et analogique, cette pluralité nous montre que le choix des méthodes est fondé sur les circonstances et les facteurs spécifiques à l'entreprise évaluée.

Ces résultats obtenus dans la premier et le deuxième chapitre nous mènent à confirmer la première et la deuxième hypothèse de recherche «**Evaluer une entreprise consiste à proposer une valeur aux actifs ou titres de celle-ci, commençant par collecter les informations relatives à l'entreprise puis faire un diagnostic et finir par effectuer l'évaluation** » et «**La méthode d'évaluation est choisie en tenant compte les caractéristiques de l'entreprise a évaluer, les informations disponibles ainsi que les objectifs de l'évaluation** ».

A l'issue de notre cas pratique, nous avons procédé à l'évaluation, cette évaluation nous a permis de constaté que l'action BIOPHARM est sous- évaluée par rapport au prix estimé et ce qu' est expliqué par le fait que le prix de l'action que nous avons obtenu par les deux méthodes, multiples et DCF, estimé à un prix moyen de 2182 DA par action, est supérieur au cours de cotation actuelle du titre estimé à 1200 DA/Action ; ces résultats confirment la deuxième hypothèse de recherche « **La bourse d'Alger sous-estime le cours boursier** » .

---

**Principaux résultats de recherche :**

En définitive, les résultats obtenus dans notre recherche nous mènent à confirmer les hypothèses formulées au préalable. Les évaluateurs ne sélectionnent pas les méthodes d'évaluation au hasard, mais au moins ils fondent leurs décisions sur les circonstances également la valeur de l'action de BIOPHARM est sous-estimé par rapport à la valeur que nous avons obtenu par les deux méthodes, DCF et multiples, estimé à une valeur moyenne moyen 2182 DA par action

**L'originalité du thème :**

Cette étude révèle une originalité particulière, qui s'atteste par l'étude de l'impact de la bourse d'Alger sur les cours boursiers particulièrement la proposition d'une explication de la baisse des cours boursiers par rapport aux valeurs estimées par les différentes méthodes d'évaluations.

**Limites de recherche :**

Les limites inhérentes à cette recherche sont essentiellement, le manque des données communiquées par BIOPHARM nécessaires pour le diagnostic et leur interprétation, ainsi que le manque de représentativité et la taille relativement faible de l'échantillon malgré la pertinence des bourses constituant cet échantillon, par rapport l'objet d'étude.

**Recommandations :**

A partir de tout ce que nous avons vu, y'a pas une méthode meilleure qu'une autre. Donc le choix d'évaluation se base sur la situation et l'objectif de la société et nous recommandons :

- Une évaluation par la méthode de comparaison
- L'application de la politique de réduction des couts et la gestion du risque de change

Par contre, le choix de la méthode peut être influencé par le secteur d'activité de la société objet d'évaluation.

---

**Perspectives de recherches futures :**

Ce travail ouvre, cependant, plusieurs autres pistes de recherches futures. D'abord, est proposé d'effectuer des études plus approfondies et d'étudier le fonctionnement de la bourse d'Alger, à fin d'expliquer l'évaluation défavorable réalisée par cette dernière ; également, il est suggéré d'établir des études en se penchant sur l'analyse comparative de la bourse d'Alger par rapport aux autres bourses, pour identifier les spécificités de la bourse d'Alger qui conduisent à la sous-évaluation des entreprises cotées.

Pour conclure, à défaut des mécanismes boursiers adoptés en Algérie, les considérations pratiques demeurent la principale difficulté de l'évaluation, ainsi l'application correcte des méthodes d'évaluation peut être envisagée comme une solution à cette problématique.

# **Bibliographie**

---

**Listes des références :****Ouvrages :**

- ARNAULD, Thauvron, **évaluation d'entreprise**, economica, Paris, 2007, p71.
- CORHAY, Albert , MBANGALA, Mapapa, **Fondement de gestion financière**, Edition de l'université de Liège, 2eme edition, 2007, Belgique.
- DUPLAT, Claude-Annie, **Evaluer votre entreprise**, vuibert, Paris, 2007
- ETTINGER J.C. et WITMEUR. O, **Réussir son projet d'entreprise**, Labor en Bruxelles, 2008.
- GLIZ, Abdelkader, **l'évaluation de l'entreprise**, Berti Edition, Alger, 2020.
- JUGUET, Vincent et JUGUET et GIRAUDON, Philippe et ONNE, Stéphane, **évaluation d'entreprise**, édition Dareios et Pearson, France, 2009
- LEGENDRE, Renald, **Dictionnaire actuel de l'éducation, Rubrique Evaluation**, GUERION/ESKA, 1993 Cité par Claude BILLET dans : **le guide des techniques d'évaluation**, édition Dunod, paris, 2008.
- LEGROS, Georges, «**Evaluation d'entreprise** », édition Dunod, Paris,2011
- LEGROS, Georges, **l'évaluation des entreprises : :méthodes et études de cas**, Edition Dunod, 2ème édition, 2015
- LEGROS, Georges, **l'évaluation des entreprises**, édition Dunod, Paris, 2011.
- MAHER,Kooli, **Finance d'entreprise**, Chenelière éducation, montréal, 2013.
- MCKINSEY et COMPANY and ALL, **la stratégie de la valeur, éditions d'organisation**, France2002
- MOUGENOT, Gillese and All, **Tout savoir sur la capital investissement**, extenso-édition, France,2014.
- OLIVIER, Meier et GUILLAUME Schier, **stratégie-finance-management**, Dunod, Paris, 2016,
- P.F. Drucker, **La grande mutation : vers une nouvelle société**, Les Éditions d'organisation, paris,1970.

- 
- PALARD, Jean.Etienne et IMBERT, Franck, **guide pratique d'évaluation d'entreprise**, édition Eyrolles, 2013.
  - PALOU, Jean-Michel, **les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revue Fiduciaire, 2eme édition, Paris, 2008.
  - PARIENTE, Simon, **analyse financière et évaluation d'entreprise : méthodologie-diagnostic-prix d'offre**, Pearson France, Montreuil, 2013
  - PARIENTE, Simon, **analyse financière et évaluation d'entreprise : méthodologie-diagnostic-prix d'offre**, Pearson France, Montreuil, 2013
  - PARIENTE, Simon, **Analyse Financière et évaluation d'entreprise**, édition Pearson, 2013.
  - PARIENTE, Simon, **analyse financière et évaluation d'entreprise**, Pearson Education France, 1ere édition, France, 2006
  - RANGEON, Francois, **La notion d'évaluation, les soleils bleus**, Amiens ,2007
  - TCHEMENI, (Emmanuel), **l'évaluation des entreprises**, Economica, France, 1998
  - THAUVRON, Arnaud, **Evaluation d'entreprise**, economica, septembre 2007
  - TOURNIER, Jean-Baptiste, TOURNIER, Jean-Claude TOURNIER, **Que vaut une entreprise ?** Erolles édition d'organisation,
  - TOURNIER, Jean-Baptiste, TOURNIER, Jean-Claude, **évaluation d'entreprise**, Eyrolles, Paris ,2007, .
  - VAN Grenning and All, **l'évaluation d'entreprise en pratique**, Edition d'organisation, France, 2005,
  - VERNIMMEN, (P) et QUERY, (P) et LE FUR, (Y), **finance d'entreprise**, 14ème édition, Dalloz, Paris, 2016
  - VERNIMMEN, Pierre, **Finance d'entreprise**, Dalloz, 6 ème édition, 2005
  - VIZZAVONA, Patrice, **Evaluation des entreprises ;cours et étude de cas corrigés**, édition Berti, Paris, 2000

**Reuves et périodiques :**

- BANCEL, Franck, **Coût du capital : théories, pratiques et mesures**, Revue Banque & Stratégie, N°331, RB Édition, 2014
- BOUSHIB, Kaoutar et AKAABOUNE, Mohammed, **capital investissement et petites et moyenne entreprises**, revue économie gestion et société, N°5, juin 2016
- CHENG, Agnes, et MACNAMARA, Ray, The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods, Review of Quantitative Finance and Accounting volume, december 2000.
- EL ATTAR, Abdelilah, **L'évaluation de la valeur de l'entreprise par l'approche basée sur le triptyque coût-qualité-temps**, Dossiers de Recherches en Economie et Gestion, numéro spécial, décembre 2014
- LEGRAND, Muriel, LEGRAND, Dal-Pont Legrand et POMMET (Sophie), **capital-investissement et stratégies de syndication : le cas de la France**, revue d'économie industrielle, 2 eme trimestre 2011
- PALOU, Jean-Michel, **les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revue Fiduciaire, 2eme édition, Paris, 2008
- PALOU, Juan Miguel, **les méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2003

**Travaux universitaires :**

- KARTOBI, Salah Eddine, Déterminants de la structure financière et réactions du marche boursier aux décisions de financement, thèse de doctorat, Université de Nice Sophia-Antipolis, Nice, avril 2013.
- KERZABI, Dounia, Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrebines cotées en bourse, thèse de doctorat, faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion , telemcen, 2014.
- MEZIANI, (El khansa), Modélisation du choix des méthodes d'évaluation d'entreprise, mémoire de magister, Ecole supérieure de commerce, Alger, 2015.
- Lois, règlements, ordonnances et décrets :
- Arrêté du 26 juillet 2008, article 126-1.

- 
- L'arrêté du 26 juillet 2008 décret n°08-156 du 26 mai 2008 portant application des dispositions de la loi n°07-11 du 25 novembre 2007 portant système comptable financier
  - Ordonnance N°01-04 du 20 août 2001
  - Règlement n°97-01 du 08 janvier 1997, portant comptabilisation des opérations sur titres

**Rapports :**

- Document interne de BIOPHARM
- Notice d'information BIOPHARM.

**Cours :**

- AZOUANI, Nacer, **Cour de diagnostic et évaluation d'entreprise**, Ecole supérieure de Commerce, Kolea, 2016.
- GLIZ, Abdelkader, **cour de structure du capital, coût du capital et valeur de l'entreprise**, Ecole supérieure de commerce, Kolea, juin 2019.

**Sites web :**

- <https://comptabilite.ooreka.fr/astuce/voir/480133/price-to-book-ratio>
- <https://www.12manage.com>
- <https://www.binck.fr/formations/espace-bourse-pratique/l-introduction-en-bourse>
- <https://www.centralcharts.com>
- <https://www.memoireonline.com>
- <https://www.universalis.fr/encyclopedie/fusions-acquisitions/>
- [www.businessmodelfab.com](http://www.businessmodelfab.com)

**Autres :**

- El Watan,
- <http://archive.wikiwix.com/cache/index2.php?url=https%3A%2F%2Fwww.elwatan.com%2Fpages-hebdo%2Fsante%2Fle-groupe-biopharm-se-lance-les-complement-alimentaires-16-12-2018.>

# **Annexes**

## Annexe N° (01) : Bilan UNNIMED 2019

**BILAN**  
*Au 31 Décembre*  
*(Exprimé en Dinar Tunisien)*

| Actifs                              | Notes       | 2019                  | 2018                                |
|-------------------------------------|-------------|-----------------------|-------------------------------------|
| <b>Actifs non courants</b>          |             |                       |                                     |
| <b>Actifs Immobilisés</b>           |             |                       |                                     |
| Immobilisations incorporelles       |             | 4 713 996             | 4 292<br>227                        |
| Moins : amortissements              |             | <3 582<br>721>        | <3 212<br>929>                      |
|                                     | <b>IV.1</b> | <b>1 131 275</b>      | <b>1 079<br/>298</b>                |
| Immobilisations corporelles         |             | 143 810<br>846        | 124 524<br>153                      |
| Moins : amortissements              |             | <78 359<br>757>       | <72 105<br>161>                     |
|                                     | <b>IV.2</b> | <b>65 451<br/>089</b> | <b>52 418<br/>992</b>               |
| Immobilisations financières         |             | 9 147 707             | 8 746<br>807                        |
| Moins : provisions                  |             | <161 567>             | <117<br>513>                        |
|                                     | <b>IV.3</b> | <b>8 986 140</b>      | <b>8 629<br/>294</b>                |
| <b>Total des actifs immobilisés</b> |             | <b><u>568 504</u></b> | <b><u>62 127</u><br/><u>584</u></b> |
| Autres actifs non courants          | <b>IV.4</b> |                       | 49 432                              |

|   |             |                       |                          |
|---|-------------|-----------------------|--------------------------|
|   |             | <u>75</u>             |                          |
| <b><u>Total des actifs non courants</u></b> |             | <b><u>568 504</u></b> | <b><u>62 177 016</u></b> |
| <b>Actifs courants</b>                      |             |                       |                          |
| Stocks                                      |             | 39 226 490            | 35 207 413               |
|   |             | <1 585 845>           | <1 210 512>              |
| Moins : provisions                          | <b>IV.5</b> | <b>37 640 645</b>     | <b>33 996 901</b>        |
| Clients et comptes rattachés                |             | 16 212 298            | 17 837 410               |
| Moins : provisions                          |             | <1 071 775>           | <1 067 693>              |
|   | <b>IV.6</b> | <b>15 140 523</b>     | <b>16 769 717</b>        |
| Autres actifs courants                      |             | 17 670 815            | 11 798 732               |
| Moins : provisions                          |             | <619 184>             | <651 682>                |
|   | <b>IV.7</b> | <b>17 051 631</b>     | <b>11 147 050</b>        |
| Liquidités et équivalents de liquidités     | <b>IV.8</b> | 4 206 569             | 7 997 245                |
| <b><u>Total des actifs courants</u></b>     |             | <b><u>039 368</u></b> | <b><u>69 910 913</u></b> |
| <b>Total des actifs</b>                     |             | <b>149 607 872</b>    | <b>132 087 929</b>       |

**BILAN**  
*Au 31 Décembre*  
*(Exprimé en Dinar Tunisien)*

| <b>Capitaux propres et passifs</b>                                    | <b>Notes</b> | <b>2 019</b>              | <b>2 018</b>                              |
|---|--------------|---------------------------|---|
| <b>Capitaux propres</b>   |              |                           |   |
| Capital social  |              | 32 000 000                | 32 000<br>000                             |
| Réserves  |              | 50 377 647                | 43 057<br>969                             |
| Autres capitaux propres   |              | 16 772                    | 21 922                                    |
| <b>Capitaux propres avant résultat de la période</b>                  | <b>IV.9</b>  | <b><u>82 394 419</u></b>  | <b><u>75 079</u></b><br><b><u>891</u></b> |
| Résultat de l'exercice  |              | 17 692 251                | 18 359<br>678                             |
| <b><u>Total des capitaux propres après résultat de la période</u></b> |              | <b><u>100 086 670</u></b> | <b><u>93 439</u></b><br><b><u>569</u></b> |
| <b>Passifs</b>  |              |                           |   |
| <b>Passifs non courants</b>   |              |                           |   |
| Emprunts  | <b>IV.10</b> | 25 904 350                | 15 346<br>103                             |
| Autres passifs non courants   | <b>IV.11</b> | 1 299 977                 | 1 565<br>386                              |
| <b><u>Total des passifs non courants</u></b>                          |              | <b><u>27 204 327</u></b>  | <b><u>16 911</u></b><br><b><u>489</u></b> |
| <b>Passifs courants</b>   |              |                           |   |
| Fournisseurs et comptes rattachés                                     | <b>IV.12</b> | 9 266 954                 |   |

|  |       |                          |                      |
|--|-------|--------------------------|----------------------|
|  |       |                          | 12 744               |
|  |       |                          | 061                  |
| Autres passifs courants                      | IV.13 | 9 709 717                | 8 188                |
|  |       |                          | 482                  |
| Autres passifs financiers                    | IV.14 | 2 304 312                | 804 328              |
| Concours bancaires                           | IV.15 | 1 035 892                |                      |
| <b><u>Total des passifs courants</u></b>     |       | <b><u>22 316 875</u></b> | <b><u>21 736</u></b> |
|  |       |                          | <b><u>871</u></b>    |
| <b><u>Total des passifs</u></b>              |       | <b><u>49 521 202</u></b> | <b><u>38 648</u></b> |
|  |       |                          | <b><u>360</u></b>    |
|  |       |                          | 132 087              |
| <b>Total des capitaux propres et passifs</b> |       | <b>149 607 872 929</b>   |                      |

Annexe N° (02) : Etat de résultat UNNIMED 2019 :

***Etat de Résultat***  
***Pour l'Exercice clos au 31 Décembre***  
***(Exprimé en Dinar Tunisien)***

|  | Notes | 2              | 2 018         |
|--|-------|----------------|---------------|
|  |       | 019            |               |
| <b>Produits d'exploitation</b>           |       |                |               |
| Revenus                                  | V.1   | 107 205        | 87 087        |
|  |       | 828            | 749           |
| Autres produits d'exploitation           | V.2   | 41             | 44 364        |
|  |       | 872            |               |
| <b>Total des produits d'exploitation</b> |       | <b>107 247</b> | <b>87 132</b> |
|  |       | <b>700</b>     | <b>113</b>    |
| <b>Charges d'exploitation</b>            |       |                |               |
| Variation stocks des produits finis      | V.3   | 2 542 142      |               |

|   |      |                               |                               |
|---|------|-------------------------------|-------------------------------|
|   |      |                               | 2 624                         |
|   |      |                               | 400                           |
| Achats d'approvisionnements consommés                           | V.4  | <48 626<br>163>               | <36 406<br>533>               |
| Charges de personnel  | V.5  | <14 854<br>356>               | <12 957<br>874>               |
| Dotations aux amortissements et aux provisions                  | V.6  | <7 170<br>198>                | <7 289<br>716>                |
| Autres charges d'exploitation                                   | V.7  | <10 323<br>058>               | <9 207<br>806>                |
| <b>Total des charges d'exploitation</b>                         |      | <b>&lt;78 431<br/>633&gt;</b> | <b>&lt;63 237<br/>529&gt;</b> |
| <b><u>Résultat d'exploitation</u></b>                           |      | <b><u>28 816 067</u></b>      | <b><u>23 894<br/>584</u></b>  |
| Charges financières nettes                                      | V.8  | <5 658<br>094>                | <749<br>934>                  |
| Produits des placements   | V.9  | 8<br>013                      | 9 845                         |
| Autres gains ordinaires   | V.10 | 523<br>253                    | 81 512                        |
| Autres pertes ordinaires  | V.11 | <1 595<br>592>                | <363<br>420>                  |
| <b><u>Résultat des activités ordinaires avant<br/>Impôt</u></b> |      | <b><u>22 093 647</u></b>      | <b><u>22 872<br/>587</u></b>  |
| Impôt sur les sociétés  | V.12 | <4 401<br>396>                | <4 512<br>909>                |
| <b><u>Résultat des activités ordinaires après impôt</u></b>     |      | <b><u>17 692 251</u></b>      | <b><u>18 359<br/>678</u></b>  |
| <b>Résultat net de la période</b>                               |      | <b>17 692 251</b>             | <b>18 359<br/>678</b>         |

## Annexe N° (3) : Etat de flux de trésorerie UNNIMED 2019

**Etat de Flux de Trésorerie**  
**Pour l'Exercice clos au 31 Décembre**  
**(Exprimé en Dinar Tunisien)**

|  | Notes              | 2 019                    | 2 018                    |
|--|--------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>Flux de trésorerie liés à l'exploitation</b>              |                    |                          |                          |
| Résultat net   | <b>Ajustements</b> | 17 692 251               | 18 359 678               |
| <b>pour:</b>   |                    |                          |                          |
| Amortissements & provisions                                  |                    | 7 170 198                | 7 289 716                |
| Plus ou moins-value sur cession d'Immo.                      |                    | <26 015>                 | <81 479>                 |
| Quote-part des subventions d'investissement                  |                    | <26 151>                 | <29 484>                 |
| Variation des stocks   |                    | <4 019 077>              | <11 805 435>             |
| Variation des créances                                       |                    | 1 625 112                | <2 760 522>              |
| Variation des autres actifs                                  |                    | <5 872 083>              | <5 845 457>              |
| Variation des fournisseurs d'exploitation                    |                    | <3 477 107>              | 7 892 261                |
| Variation des autres dettes                                  |                    | 1 514 997                | 360 753                  |
| <b><u>Flux de trésorerie provenant de l'exploitation</u></b> |                    |                          |                          |
|  | <b>VI.1</b>        | <b><u>14 582 125</u></b> | <b><u>13 380 031</u></b> |
| <b>Flux de trésorerie liés à l'investissement</b>            |                    |                          |                          |
| Décassements pour acqu. d'Imm. Corp & Incorpor.              |                    | <18 057 977>             | <17 805 058>             |
| Encaissements suite à la cession d'Imm. Corp. &              |                    | 94 447                   | 103 000                  |

|   |             |                                  |                                  |
|---|-------------|----------------------------------|----------------------------------|
| Incorp.   |             |                                  |                                  |
| Décassements pour acqu. d'Imm. Financières                              |             | <400 900>                        | <454 591>                        |
| <b><u>Flux de trésorerie affectés à l'investissement</u></b>            | <b>VI.2</b> | <b><u>&lt;18 364 430&gt;</u></b> | <b><u>&lt;18 156 649&gt;</u></b> |
| <b>Flux de trésorerie liés au financement</b>                           |             |                                  |                                  |
| Dividendes & autres distributions                                       |             | <11 033 761>                     | <7 515 831>                      |
| Encaissements des subventions d'investissements                         |             | 21 000                           | 6 720                            |
| Encaissements d'emprunts  |             | 11 200 000                       | 11 000 000                       |
| Remboursement d'emprunts  |             | <1 231 502>                      | <1 544 218>                      |
| <b><u>Flux de trésorerie affectés au (provenant du) financement</u></b> | <b>VI.3</b> | <b><u>&lt;1 044 263&gt;</u></b>  | <b><u>1 946 671</u></b>          |
| <b>Variation de trésorerie</b>  |             | <b>&lt;4 826 568&gt;</b>         | <b>&lt;2 829 947&gt;</b>         |

Trésorerie au début de la période 7 997 245 10 827 192

Trésorerie à la clôture de la période 3 170 677 7 997 245

|  |                          |                  |
|--|--------------------------|------------------|
| <b>Liquidités à l'actif du bilan</b>         | <b>4 206 569</b>         | <b>7 997 245</b> |
| <b>Concours bancaires au passif du bilan</b> | <b>&lt;1 035</b>         | <b>-</b>         |
| <b>Trésorerie selon le bilan</b>             | <b>892&gt; 3 170 677</b> | <b>7 997 245</b> |

## Annexe N° (04) : Bilan PROMOPHARM 2019

## 2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

U: DA

| ACTIF  | 31/12/2019               |                          |                          | 31/12/2018               |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
|  | MONTANTS BRUTS           | AMORTIS OU PROVISIONS    | MONTANTS NETS            |                          |
| <b>ACTIF NON COURANT</b>                           |                          |                          |                          |                          |
| Écart d'acquisition (ou goodwill)                  | 141 648 564,00           | 0,00                     | 141 648 564,00           | 115 414 200,00           |
| Immobilisations incorporelles                      | 465 669 052,05           | 291 611 807,29           | 174 057 244,76           | 139 733 986,51           |
| <b>Immobilisations corporelles</b>                 |                          |                          |                          |                          |
| Terains  | 3 805 721 423,42         | 0,00                     | 3 805 721 423,42         | 2 391 687 791,42         |
| Bâtiments  | 13 199 283 086,61        | 5 707 118 136,67         | 7 492 164 949,94         | 2 312 989 288,09         |
| Autres immobilisations corporelles                 | 20 621 201 809,67        | 14 989 073 641,21        | 5 632 128 168,46         | 3 976 090 139,77         |
| Immobilisations en concession                      | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     |
| Immobilisations en cours                           | 3 580 260 802,98         | 0,00                     | 3 580 260 802,98         | 10 759 890 495,72        |
| <b>Immobilisations financières</b>                 |                          |                          |                          |                          |
| Titres mis en équivalences – entreprises associées | 2 960 993 718,84         | 0,00                     | 2 960 993 718,84         | 1 433 217 458,23         |
| Autres participations et créances rattachées       | 102 167 575,00           | 53 407 519,13            | 48 760 055,87            | 223 859 928,10           |
| Autres titres immobilisés                          | 2 500 000 000,00         | 0,00                     | 2 500 000 000,00         | 3 000 000 000,00         |
| Prêts et autres actifs financiers non courants     | 107 512 187,56           | 0,00                     | 107 512 187,56           | 152 869 240,73           |
| Impôts différés actif                              | 329 960 563,53           | 0,00                     | 329 960 563,53           | 324 860 044,51           |
| <b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>                     | <b>47 814 418 783,66</b> | <b>21 041 211 104,30</b> | <b>26 773 207 679,36</b> | <b>24 830 612 573,08</b> |
| <b>ACTIF COURANT</b>                               |                          |                          |                          |                          |
| Stocks et encours                                  | 7 449 789 735,69         | 562 259 114,50           | 6 887 530 621,19         | 6 288 271 950,21         |
| <b>Créances et emplois assimilés</b>               |                          |                          |                          |                          |
| Clients  | 5 073 699 027,73         | 1 896 165 287,33         | 3 177 533 740,40         | 3 681 013 225,61         |
| Autres débiteurs                                   | 1 436 866 591,79         | 7 500,00                 | 1 436 859 091,79         | 1 391 490 814,49         |
| Impôts   | 222 336 344,63           | 0,00                     | 222 336 344,63           | 228 705 651,05           |
| Autres actifs courants                             | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     |
| <b>Disponibilités et assimilés</b>                 |                          |                          |                          |                          |
| Placements et autres actifs financiers courants    | 18 559 989,19            | 0,00                     | 18 559 989,19            | 18 559 989,19            |
| Trésorerie   | 2 000 587 077,07         | 82 435 666,36            | 1 918 151 410,71         | 3 135 689 758,29         |
| <b>TOTAL ACTIF COURANT</b>                         | <b>16 201 838 766,10</b> | <b>2 540 867 568,19</b>  | <b>13 660 971 197,91</b> | <b>14 743 731 388,84</b> |
| <b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>                         | <b>64 016 257 549,76</b> | <b>23 582 078 672,49</b> | <b>40 434 178 877,27</b> | <b>39 574 343 961,92</b> |

## 2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

II : DA

| PASSIF  | 31/12/2019               | 31/12/2018               |
|---|--------------------------|--------------------------|
| <b>CAPITAUX PROPRES</b>                       |                          |                          |
| Capital émis                                  | 2 500 000 000,00         | 2 500 000 000,00         |
| Dotations de l'Etat                           | 0,00                     | 0,00                     |
| Autres fonds propres                          | 411 677 000,00           | 411 677 000,00           |
| Primes et réserves - (réserves consolidées)   | 14 067 153 641,65        | 13 461 406 696,77        |
| Ecart de réévaluation                         | 2 686 752 011,24         | 1 272 192 408,65         |
| Ecart d'équivalence                           | 1 905 284 336,88         | 1 016 986 928,55         |
| Résultat Net                                  | 793 514 004,08           | 1 174 214 390,98         |
| Autres capitaux propres - report à nouveau    | -1 178 074 235,34        | -866 679 031,92          |
| Intérêts minoritaires                         | 609 971 657,90           | 826 612 003,56           |
| <b>TOTAL I</b>                                | <b>21 776 278 416,42</b> | <b>19 796 410 396,58</b> |
| <b>PASSIF NON COURANT</b>                     |                          |                          |
| Emprunts et dettes financières                | 10 403 266 267,81        | 10 923 905 958,66        |
| Impôts (différés et provisionnés)             | 21 011 203,32            | 19 887 217,01            |
| Autres dettes non courantes                   | 593 645 268,24           | 593 645 268,24           |
| Provisions et produits comptabilisés d'avance | 1 446 788 017,73         | 1 433 885 167,65         |
| <b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>            | <b>12 464 710 757,10</b> | <b>12 971 323 611,56</b> |
| <b>PASSIF COURANT</b>                         |                          |                          |
| Fournisseurs et comptes rattachés             | 1 556 885 668,31         | 2 249 615 538,04         |
| Impôts  | 116 625 268,50           | 201 334 246,61           |
| Autres dettes                                 | 3 708 972 235,69         | 3 734 753 856,30         |
| Trésorerie passif                             | 810 706 531,25           | 620 906 312,83           |
| <b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>               | <b>6 193 189 703,75</b>  | <b>6 806 609 953,78</b>  |
| <b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>                   | <b>40 434 178 877,27</b> | <b>39 574 343 961,92</b> |

## Annexe N° (05) : Etat de résultat PROMOPHARM 2019

| TABIEAU DES COMPTES DE RESULTAT                            | 31/12/2019                | 31/12/2018                | R/O            | Evol.<br>2019/2018 |
|--|---------------------------|---------------------------|----------------|--------------------|
| Chiffre d'affaires   | 9 392 750 935,10          | 10 317 577 775,54         | 74,78%         | -8,96%             |
| Variation stocks produits finis et en cours                | 1 085 935 007,08          | 272 122 098,95            | 693,44%        | 299,06%            |
| Production immobilisée                                     | 0,00                      | 0,00                      | /              | /                  |
| Subscription d'exploitation                                | 0,00                      | 0,00                      | /              | /                  |
| <b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>                        | <b>10 478 685 942,18</b>  | <b>10 589 699 874,49</b>  | <b>84,48%</b>  | <b>-1,05%</b>      |
| Marchés consommés  | -4 577 729 593,68         | -4 624 142 242,57         | 100,13%        | -1,00%             |
| Services extérieurs et autres consommations                | -1 113 922 480,89         | -1 067 499 186,54         | 110,35%        | 4,35%              |
| <b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>                    | <b>-5 691 652 074,57</b>  | <b>-5 691 641 429,11</b>  | <b>101,98%</b> | <b>0,00%</b>       |
| <b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>        | <b>4 787 033 868,61</b>   | <b>4 898 058 445,38</b>   | <b>70,16%</b>  | <b>-2,27%</b>      |
| Charges de personnel                                       | -3 514 951 683,35         | -3 329 762 210,93         | 103,29%        | 5,56%              |
| Impôts, taxes et versements assimilés                      | -154 310 399,06           | -169 982 582,04           | 91,12%         | -9,22%             |
| <b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>                   | <b>1 117 771 786,20</b>   | <b>1 398 313 652,41</b>   | <b>34,39%</b>  | <b>-20,86%</b>     |
| Autres produits opérationnels                              | 687 941 345,58            | 1 159 167 515,64          | 5869,92%       | -40,65%            |
| Autres charges opérationnelles                             | -75 628 723,04            | -188 852 963,84           | 115,89%        | -59,95%            |
| Dotation aux amortissements provisions et pertes de valeur | -1 399 508 829,03         | -1 454 793 798,08         | 140,64%        | -3,80%             |
| Reprises sur pertes de valeurs et provisions               | 664 533 494,03            | 380 029 983,32            | 1060,72%       | 74,86%             |
| <b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>                           | <b>995 169 063,74</b>     | <b>1 293 874 389,45</b>   | <b>43,94%</b>  | <b>-23,09%</b>     |
| Produits financiers  | 152 968 301,58            | 200 013 164,65            | 118,42%        | -23,52%            |
| Charges financières  | -343 123 098,91           | -254 951 764,57           | 67,94%         | 34,58%             |
| <b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>                             | <b>-190 154 797,33</b>    | <b>-54 938 599,92</b>     | <b>50,59%</b>  | <b>246,12%</b>     |
| <b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>       | <b>804 954 266,41</b>     | <b>1 238 935 789,53</b>   | <b>42,62%</b>  | <b>-35,03%</b>     |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires                  | -77 823 523,00            | -127 206 062,00           | 27,22%         | -58,82%            |
| Impôts différés (variation) sur résultats ordinaires       | 5 579 922,73              | -21 222 781,46            | -46,46%        | -126,28%           |
| <b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>         | <b>11 984 129 083,37</b>  | <b>12 328 920 538,10</b>  | <b>95,06%</b>  | <b>-2,80%</b>      |
| <b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>          | <b>-11 262 578 272,69</b> | <b>-11 195 958 029,11</b> | <b>102,46%</b> | <b>0,60%</b>       |
| <b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>        | <b>721 550 810,68</b>     | <b>1 132 962 508,99</b>   | <b>44,68%</b>  | <b>-36,31%</b>     |
| Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)           | 0,00                      | 0,00                      | /              | /                  |
| Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)            | 0,00                      | 0,00                      | /              | /                  |
| <b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>                        | <b>0,00</b>               | <b>0,00</b>               | <b>/</b>       | <b>/</b>           |
| <b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>                      | <b>721 550 810,68</b>     | <b>1 132 962 508,99</b>   | <b>44,68%</b>  | <b>-36,31%</b>     |
| Résultats minoritaires                                     | 19 736 411,44             | 44 778 352,20             | /              | -55,92%            |
| Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence    | 53 226 781,96             | -3 526 470,31             | /              | 1560,99%           |
| <b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>                          | <b>793 514 004,08</b>     | <b>1 174 214 390,98</b>   | <b>49,14%</b>  | <b>-32,42%</b>     |

# **Table des matières**

## TABLE DES MATIÈRES

|   |            |
|---|------------|
| <b>SOMMAIRE.....</b>  | <b>I</b>   |
| <b>LISTE DES TABLEAUX :.....</b>  | <b>II</b>  |
| <b>LISTE DES FIGURES : .....</b>  | <b>III</b> |
| <b>LISTE DES ABREVIATIONS :.....</b>  | <b>IV</b>  |
| <b>LISTE DES ANNEXES : .....</b>  | <b>V</b>   |
| <b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>  | <b>A</b>   |
| Chapitre 01 : Notions élémentaires sur l'évaluation de l'entreprise .....         | A          |
| Section .01 : notions et élémentaires et concepts financiers de l'évaluation..... | 3          |
| 1. Définition de l'évaluation des entreprises : .....                             | 3          |
| 2. L'objectif de l'évaluation de l'entreprise : .....                             | 3          |
| 3. Les concepts financiers de l'évaluation de l'entreprise : .....                | 4          |
| 3.1.1. Le cout du capital : .....   | 4          |
| 3.2. Le cout des capitaux propres : .....   | 6          |
| 3.3. La structure du capital : .....  | 7          |
| Section .02 Processus de l'évaluation d'entreprise.....                           | 10         |
| 1. Le processus de l'évaluation de l'entreprise : .....                           | 10         |
| 2. La collecte d'information : .....  | 10         |
| 2.1. La source interne : .....  | 11         |
| 2.2. La source externe : .....  | 11         |
| 3. Effectuer un diagnostic global (Diagnostic stratégique et Financier) : .....   | 12         |
| 3.1. Le diagnostic financier : .....  | 13         |
| 3.2. Le diagnostic stratégique : .....  | 14         |
| 4. Choisir une bonne méthode d'évaluation : .....                                 | 14         |
| 5. Elaborer un business plan : .....  | 15         |
| 6. Déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation : .....            | 16         |
| 7. Construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur : .....    | 17         |
| Section .03 Motivations de l'évaluation de l'entreprise : .....                   | 18         |
| 1. L'introduction en bourse : .....   | 18         |
| 2. La fusion-acquisition : .....  | 19         |
| 3. Le capital-investissement : .....  | 20         |
| 4. La privatisation : .....   | 21         |
| Conclusion du chapitre 01 : .....   | 23         |
| CHAPITRE 01 : Principales méthodes d'évaluation de l'entreprise.....              | 24         |

---

|  |    |
|--|----|
| Section 01 : Méthodes patrimoniales .....                    | 26 |
| 1. Actif net comptable (ANC) .....                           | 27 |
| 1.1. Principe de la méthode .....                            | 27 |
| 1.2. Actifs Réels .....                                      | 27 |
| 1.3. Dettes réelles : .....                                  | 28 |
| 1.4. Actifs Fictifs : .....                                  | 28 |
| 1.5. Les dettes fictives sont : .....                        | 28 |
| 2. Actif net comptable corrigé (ANCC) : .....                | 29 |
| 2.1. Principe de la méthode : .....                          | 29 |
| 2.2. Estimation de l'actif net comptable corrigé : .....     | 30 |
| 2.2.1. Actifs corporels : .....                              | 30 |
| 2.2.2. Actifs incorporels : .....                            | 32 |
| Section 02 : Méthodes actuarielles (dynamiques) .....        | 34 |
| 1. Méthodes basée sur l'actualisation des dividendes : ..... | 34 |
| 1.1. Principe de la méthode : .....                          | 34 |
| 1.2. La modèle d'Irving Fisher : .....                       | 34 |
| 1.3. Le modèle de Gordon Shapiro : .....                     | 35 |
| 1.4. Le modèle de Bates : .....                              | 36 |
| 2. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie : .....    | 37 |
| 2.1. Principe de la méthode : .....                          | 37 |
| 2.2. Les flux de trésorerie disponibles FCF : .....          | 38 |
| 2.3. Le taux d'actualisation : .....                         | 39 |
| 2.4. La valeur de l'entreprise par la méthode DCF : .....    | 39 |
| 2.4.1. La valeur terminale : .....                           | 40 |
| Section 03 : Méthodes analogiques .....                      | 42 |
| 1. Principe de la méthode : .....                            | 42 |
| 2. Catégorie des multiples de valorisation : .....           | 43 |
| 3. Multiples de valeur des Capitaux Propres : .....          | 43 |
| 3.1. Le Price Earning Ratio (PER) : .....                    | 43 |
| 3.1.1. Définition : .....                                    | 43 |
| 3.1.2. Interprétation : .....                                | 44 |
| 3.2. Le Price to Book Ratio –PBR : .....                     | 44 |
| 3.2.1. Définition : .....                                    | 44 |
| 3.2.2. Interprétation : .....                                | 45 |

---

|   |    |
|---|----|
| 4. Multiples de valeur économique : .....   | 46 |
| 4.1. Le multiple du chiffre d'affaires : .....  | 46 |
| 4.2. Le multiple d'EBITDA : .....   | 46 |
| 4.3. Le multiple d'EBIT : .....   | 47 |
| Conclusion du chapitre 02 : .....   | 49 |
| Section 01 : Présentation de l'entreprise .....   | 52 |
| 1. Identification de l'entreprise : .....   | 52 |
| 1.1. Historique du BIOPHARM : .....   | 52 |
| 1.2. Forme juridique : .....  | 54 |
| 1.3. Objet social : .....   | 54 |
| 1.4. Activités : .....  | 55 |
| 1.5. Organisation de BIOPHARM : .....   | 55 |
| Source : <a href="http://www.biopharm.com">www.biopharm.com</a> .....                     | 55 |
| 1.6. Le capital social : .....  | 56 |
| 1.6.1. Evolution du capital : .....   | 56 |
| 2. L'introduction en bourse du Biopharm : .....   | 58 |
| Section 02 : Le diagnostic global de biopharm .....                                       | 61 |
| 1. Le diagnostic financier : .....  | 61 |
| 1.1. Evolution du CA : .....  | 61 |
| 1.2. Evolution de la valeur ajoutée : .....   | 62 |
| 1.3. Evolution de l'EBE : .....   | 62 |
| 1.4. Le résultat financier : .....  | 63 |
| 1.5. La rentabilité : .....   | 64 |
| 1.5.1. Rentabilité des actifs (ROA) : .....   | 64 |
| 1.5.2. Rentabilité des capitaux propres (ROE) : .....                                     | 65 |
| Tableau N° (12) : Tableau représentant la rentabilité des capitaux propres du BIOPHARM .. | 65 |
| 1.6. La solvabilité : .....   | 66 |
| 2. Le diagnostic stratégique : .....  | 67 |
| 2.1. Les points forts : .....   | 67 |
| 2.2. Les points faibles : .....   | 67 |
| 2.3. Les opportunités : .....   | 68 |
| 2.4. Les menaces : .....  | 68 |

---

|  |           |
|--|-----------|
| Section 03 : Evaluation du BIOPHARM.....   | 69        |
| 1. Les méthodes d'évaluation utilisées :.....                                      | 69        |
| 2. Le choix des méthodes d'évaluation : .....                                      | 69        |
| 3. L'évaluation par la méthode DCF :.....  | 69        |
| 3.1. La détermination du taux d'actualisation : .....                              | 69        |
| 3.2. La détermination de la valeur de l'action par la méthode DCF : .....          | 71        |
| 4. L'évaluation par la méthode des multiples : .....                               | 74        |
| 4.1. La détermination de la valeur de l'action par la méthode des multiples :..... | 75        |
| 5. La synthèse de l'évaluation : .....   | 76        |
| Conclusion du chapitre 03 : .....  | 77        |
| <b>CONCLUSION GENERALE.....</b>  | <b>78</b> |
| <b>CONCLUSION GENERALE.....</b>  | <b>79</b> |
| <b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>  | <b>82</b> |
| <b>ANNEXES .....</b>   | <b>87</b> |
| <b>TABLE DES MATIERES .....</b>  | <b>98</b> |