

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention du diplôme de master en sciences financières
et comptabilité

Spécialité : **FINANCE D'ENTREPRISE**

THEME :

**L'évaluation d'entreprise dans le cadre
d'introduction en bourse
Cas société coté en bourse
(ALLIANCE ASSURANCES)**

Elaborée par :
Mme AISSANI Larem

Encadré par :
Mr AZOUANI Nacer

Lieu du stage : L'entreprise ALLIANCE ASSURANCES (Chéraga)

Période du stage : Du 1 Juillet au 2 Septembre 2014

Année 2013/2014

REMERCIEMENTS

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

Il n'aurait pu voir le jour sans le soutien de plusieurs personnes que nous tenons à remercier :

Dieu le tout puissant qui nous a donné le courage et la force de faire ce mémoire.

Mon encadreur Mr AZOUANI trouvera ici l'expression de notre grande reconnaissance pour les précieux conseils et les encouragements qu'il n'a cessé de nous endiguer afin de réaliser ce travail dans les meilleures conditions.

En particulier, nous tenons à remercier du fond du cœur Mme HAMADI qui a consacré tout le temps nécessaire pour une aide précieuse en documentations, explications, pour son sérieux et son assistance à chaque étape de notre pratique afin d'élaborer ce travail et ce malgré la charge de travail due à son poste.

Mr SAKHRI, Mr GLIZ, Mr RAIF qui a consacré le temps nécessaire pour une aide précieuse malgré la charge.

Aussi, nous remercions tous nos amis pour leur soutien qui nous a été d'un grand appui et réconfort de proche ou de loin.

Enfin, que tous ceux qui nous ont prêté main forte et contribué à la réalisation de ce travail et que nous n'avons pas pu nommer, qu'ils nous excusent et qu'ils sachent que nous ne pourrions guère les oublier au fond de nous même et que nous les remercions de tout cœur.

Merci...

DEDICACES

Je dédie ce présent travail à mes chers parents “ HOURIA & RAMADAN ” qui ont su me soutenir durant tout mon parcours scolaire et universitaire et qui ont toujours été à mes côtés à chaque instant de ma vie et qui ont toujours tout fait pour participer à la réalisation de mes vœux. Maman, Papa, je ne vous remercierai jamais assez!

A ce à qui je dois ma réussite, mon mari SAMIR pour sa présence, son soutien tout au long de mes études et surtout pour sa générosité.

Aussi à mes chers frères et sœurs, et surtout à la joie de la maison, nos jumeaux : AIMAN & IKRAM.

À mes petits précieux neveux et nièces chacun son nom. Sans oublier ma grande mère DJOUHAR.

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

AISSANI LAREM

Sommaire

Introduction générale	A
Chapitre I : L'introduction en bourse	1
Section 01 : Généralités sur la bourse	2
1.1. Segmentation du marché des capitaux	2
1.2. Présentation du marché financier	3
Section02 : Les motivations et les risques d'introduction en bourse	8
2.1. Les risques et les facteurs de réticence de l'introduction en bourse	8
2.2. Les motivations de l'introduction en bourse	10
Section 03 : Les modes et les coûts d'introduction en bourse	14
3.1. Les modes d'introduction en bourse	14
3.2. Les coûts d'introduction en bourse	16
Section 04 : Présentation de la bourse d'Alger	18
4.1. Organisation du marché boursier algérien	18
4.2. Fonctionnement de la bourse des valeurs mobilières en Algérie	25
Chapitre II : L'évaluation d'entreprise	33
Section 01 : Généralités sur Les fondements de valeur	34
1.1. Notion de valeur	34
1.2. Relation valeur et prix	35
1.3. Différents types de valeur	36
Section 02 : La préparation de l'évaluation (démarche)	39
2.1. Collecter l'information	39
2.2. Diagnostic global	40
2.3. Choisir la bonne méthode d'évaluation	47
2.4. Elaborer un business plan	48
2.5. Déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation	50
2.6. Construire une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur	51
Section 03 : Les méthodes d'évaluation	52
3.1. Approche patrimoniale	52
3.2. Approche dynamique	66
3.3. L'approche comparable ou des multiples	75
3.4. Autres méthodes d'évaluation	79

Chapitre III : L'évaluation d'entreprise algérienne cotée en bourse	81
Section 01 : Présentation d'ALLIANCE ASSURANCES	82
1.1.L'historique	82
1.2.Conformité d'ALLIANCE ASSURANCES	85
1.3.L'introduction en bourse d'ALLIANCE ASSURANCES	86
1.4.L'organigramme d'ALLIANCE ASSURANCES	91
Section 02 : Diagnostic globale de l'entreprise ALLIANCE ASSURANCES	92
1.1. Contexte juridique et fiscal	92
2.2. Le positionnement stratégique	93
2.3. Le positionnement concurrentiel	93
2.4. Le potentialité de l'entreprise	94
2.5. Les principes comptables	94
2.6. Diagnostic de ressources humaines	95
2.7. La production	96
2.8. La technologie	96
2.9. Diagnostic financier	96
2.10. Business plan	108
2.11. Conclusion du diagnostic globale	111
Section 03 : La détermination de la valeur d'ALLIANCE ASSURANCES	114
3.1. La valeur D'A A avant l'introduction en bourse	114
3.2. La valeur d'A A après l'introduction en bourse	117
Conclusion générale	123

Bibliographie

Annexe

Liste des tableaux

N°	Titre	Page
Tableau 1.1	Conditions particulières de l'introduction en bourse d'Alger	31
Tableau 2.1	Les questions nécessaires pour réaliser un diagnostic des moyens d'entreprise	44
Tableau 2.2	Estimation de l'ANRE et son résultat associé	63
Tableau 3.1	La répartition des actions en 2004 d'AA	83
Tableau 3.2	La répartition des actions en 2008 d'AA	83
Tableau 3.3	L'affectation des fonds collectés par l'opération	91
Tableau 3.4	Les résultats réalisés de 2006 à 2009	96
Tableau 3.5	La production nette par branche	97
Tableau 3.6	La marge d'assurance réalisée par Alliance Assurance de 2006 à 2010	97
Tableau 3.7	Les matières & fournitures consommé de 2006 à 2009	97
Tableau 3.8	La répartition des services par rapport au total charges	98
Tableau 3.9	La répartition des frais personnel par rapport au total charges	98
Tableau 3.10	La répartition des impôts et taxes par rapport au total charges	98
Tableau 3.11	l'évaluation des frais financiers de 2006 à 2009	99
Tableau 3.12	Le détail d'évaluation des frais divers de 2006 à 2009	99
Tableau 3.13	L'évolution des dotations de 2006 à 2009	100
Tableau 3.14	L'évaluation de détail du résultat d'exploitation de 2006 à 2009	100
Tableau 3.15	L'évaluation de résultat hors exploitation de 2006 à 2009	101
Tableau 3.16	L'évolution de l'actif de la société de 2006 à 2009	101
Tableau 3.17	L'évolution des immobilisations d'A A de 2006 à 2009	101
Tableau 3.18	Les valeurs incorporelles d'AA de 2006 à 2009	102
Tableau 3.19	L'évolution des équipements de productions de 2006 à 2009	102
Tableau 3.20	Le détaille des créances de 2006 à 2009	103
Tableau 3.21	Le détaille des créances techniques par exercices	104
Tableau 3.22	Le détail des créances d'investissement de 2006 à 2009	104
Tableau 3.23	Les disponibilités d'Alliance Assurances de 2006 et 2009	104
Tableau 3.24	L'évolution du passif d'A A de 2006 à 2009	105
Tableau 3.25	Le détail des fonds propres de 2006 à 2009	105
Tableau 3.26	Les dettes de 'A A de 2006 à 2009	106
Tableau 3.27	Les ratios de performance de 2007 à 2009	107
Tableau 3.28	Les indicateurs de la structure de 2006 à 2009	107
Tableau 3.29	Les indicateurs d'équilibre financière de 2006 à 2009	108
Tableau 3.30	La variation de BFR prévisionnelle	109
Tableau 3.31	La structure de patrimoine prévisionnelle	110
Tableau 3.32	La rentabilité prévisionnelle jusqu'à 2015	110
Tableau 3.33	Les éléments de la marge de solvabilité prévisionnelle	111
Tableau 3.34	Les ratios d'endettement global prévisionnel	111
Tableau 3.35	Le détail de calcul la valeur comptable corrigée	114
Tableau 3.36	L'actif net prévisionnel consolidé d'A A sur l'horizon 2010-2015	114
Tableau 3.37	Le calcul des FCF	115
Tableau 3.38	Résumé des valeurs et pondération	116

Tableau 3.39	L'évaluation du chiffre d'affaire de 2010 à 2013	117
Tableau 3.40	L'évaluation du résultat de 2010 à 2013	117
Tableau 3.41	La structure de patrimoine de 2010 à 2013	118
Tableau 3.42	Les ratios de rentabilité de 2010 à 2013	118
Tableau 3.43	Les indicateurs de structure de 200 à 2013	119
Tableau 3.44	La marge de solvabilité de 201 à 2013	119
Tableau 3.45	Le cours d'action d'A A après l'introduction en bourse	121

Liste des schémas

N°	Titre	Page
Schéma 1.1	Les compartiments du marché financier	4
Schéma 2.1	analyse PEST des influences environnementales	46
Schéma 2.2	matrice de SWOT	47
Schéma 3.1	Les réalisations d'AA de 2010 à 2013	120
Graphe 3.1	L'évaluation du CA après l'introduction en bourse	117
Graphe 3.2	L'évaluation du résultat après l'introduction en bourse	118
Graphe 3.3	Le cours d'action de 2010 à 2013	121

LISTE DES ABREVIATIONS ET ACRONYMES UTILISES

SBF : La société de Bourse Française

OPCVM : Organismes de Placement Collectif en Valeur Mobilières

OPF : Offre à Prix Ferme

OPM : Offre à Prix Minimum

OPO : Offre à Prix Ouvert

OPA : Les offres publiques d'achat

OPV : Les Offres Publiques de Vente

OPE : Les offres publiques d'échange

OPR : Les offres publiques de retrait

R&D : Recherche et Développement

COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

SGBV : La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

IOB : Les Intermédiaires en Opération de Bourse

AMF : Autorité des Marchés Financiers

SPA : Sociétés Par Actions

BTC : Bons du Trésor en Compte Courant

BTA : Bons du Trésor Assimilables

OAT : Obligations Assimilables du Trésor

SICAV : Sociétés d'Investissement à Capital Variable

FCP : les Fonds Communs de Placement

SA : Société Anonyme

PME : La Petite et Moyenne Entreprise

VS : la Valeur Substantielle Brute

VSR : la Valeur Substantielle Réduite

BFR : le Besoin en Fonds de Roulement

BFRE : le Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation

PB : Business plan

MEDAF : Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers

CA : Chiffre d'Affaire

ANC : Actif Net Comptable

ANR : Actif Net Réévaluée

GW : Goodwill

CPNE : les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation

ANRE : l'Actif Net Réévalué d'Exploitation

RPA : Résultat Prévisionnel Associé

ANEX : l'Actif Nécessaire à l'Exploitation

D : Dette

CP : Capitaux Propres

FTD : Flux de Trésorerie Disponible

FCF: Free Cash Flow

EBE: Excédent Brut d'Exploitation

EBITDA: Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

EBIT: Earnings Before Interest and Tax

PER: Price Earning Ratio

DDM: Dividend Discount Model DDM

CMPC: coût moyen pondéré de capitale

VE : valeur d'entreprise

REX : résultat d'exploitation

AA : Alliance Assurances

Résumé

Cette étude s'intéresse à l'évaluation des entreprises dans le cadre d'introduction en bourse, et pour réaliser cette étude nous avons analysé et disséqué l'opération de l'introduction en bourse. Les introductions en bourse sont devenues un objectif à moyen ou long terme et la consécration suprême pour de nombreuses entreprises. L'introduction en bourse représente une étape cruciale dont dépend fortement le futur de l'entreprise. Néanmoins, à l'incertitude entourant cet événement correspondent des avantages et des motivations variés démontrés théoriquement et empiriquement.

A ce titre, les principales étapes du processus d'évaluation ont été traitées et analysées : de la collecte de l'information au choix de la méthode jusqu'à la détermination de la fourchette des valeurs. Les outils-clés d'analyse sont également abordés : définition du business model, élaboration du diagnostic stratégique, analyse financière. Et nous avons traité les trois grandes familles de méthodes d'évaluation : les méthodes d'évaluation directes, les méthodes d'évaluation comparables ou indirectes et les méthodes d'évaluation patrimoniales.

Dans le dernier chapitre, le diagnostic sous toutes ses formes (juridique, financier...) de l'entreprise algérienne a été établi et différentes méthodes d'évaluation ont été appliquées à l'entreprise objet de l'étude.

Mots clés : introduction en bourse, évaluation d'entreprise, diagnostic, valeur,...

Introduction générale

Les principaux problèmes traités dans le cadre de la finance d'entreprise sont :

- La décision d'investissement, et particulièrement la façon d'évaluer la pertinence et le rendement prévisibles des décisions d'investissement.
- Et la décision de financement, c'est-à-dire l'optimisation de la structure financière des firmes et les voies d'amélioration des conditions de leur financement.

L'ampleur des besoins des capitaux de l'économie suppose un système de financement adapté aux exigences d'un contexte nouveau. Face à une situation caractérisée par un fléchissement de l'épargne des ménages, une insuffisance de la structure financière des entreprises et un déséquilibre des finances publiques, apparaît plus que jamais la nécessité d'un marché boursier moderne qui soit le lieu de rencontre d'une offre de capitaux à long terme et d'une demande solvable.

Parmi les méthodes de financement est l'émission des titres sur le marché financier et cette décision est une opération de transformer une société fermée (non cotée) en société ouverte (cotée) signifie non seulement un apport immédiat en capital net, mais aussi un changement positif et permanent par rapport à l'environnement externe et financier de l'entreprise. L'accès au financement public semble également constituer une première étape en vue de la croissance et de la maturité de la PME ressort nettement que l'expérience au financement public se révèle très positive.

En effet, le marché financier présente plusieurs fonctions économiques et stratégiques : c'est un instrument de libéralisation économique, de mobilisation de l'épargne, favorise la mutation des structures de production à travers l'acquisition d'actifs ou par la prise de contrôle d'autres sociétés qui peuvent être financées par l'émission de titres sans faire appel la trésorerie de l'entreprise : la diffusion de capital des entreprises : et ce grâce aux introductions en bourse (le capital de l'entreprise devient mobile) et aux émissions d'actions en numéraire (l'entreprise peut compter sur les nouveaux actionnaires pour une prochaine collecte de l'épargne).

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

Donc une introduction en bourse est une opération financière conduite par une société et ses différents conseils qui permettent la cotation de titres de capital de cette entreprise sur un marché boursier, à autre mot 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. Donc l'introduction en bourse est une opération financière.

L'introduction en bourse à une grande importance dans la vie de l'entreprise, elle suppose une minutieuse préparation au bout de laquelle cette dernière sera prête à s'ouvrir au grand public d'où elle suppose au préalable une bonne évaluation de sa valeur dans le but d'estimer son prix sur la bourse et pour prendre des décisions stratégiques.

Introduction générale

Le suivi des marchés boursiers nécessite la prise en compte d'une dimension supplémentaire, avec l'apparition vers 1997 d'une distinction entre les valeurs de la « nouvelle économie » et les autres valeurs qualifiées de « traditionnelles ».

Il n'est donc pas surprenant que la valorisation des actions de la « nouvelle économie » suscite des débats. Ces incertitudes sont partiellement reflétées par la volatilité et les évolutions parfois étonnantes enregistrées par le cours de ces actions. Le débat sur la pertinence des valorisations atteintes apparaît ouvert et non conclusif.

Il est, en outre, indissociable d'autres questions, telles que celle de l'allocation rationnelle des capitaux entre les différents secteurs d'activité d'une part, les circuits de financement appropriés d'autre part. Des dysfonctionnements dans ces deux domaines peuvent, en effet, alimenter des bulles financières, accroissant encore la difficulté de dégager une opinion partagée sur le « juste prix » des actifs.

L'évaluation des entreprises présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier, de ce fait la valeur de l'entreprise peut être dégagée selon différentes méthodes basées aussi bien sur le passé faisant essentiellement références aux données comptables ainsi que sur des approches axées sur le devenir de l'entreprise considérant que la valeur d'une action et avant tout liée à sa rentabilité futur, c'est-à-dire aux dividendes.

L'évaluation est surtout fondée sur les méthodes utilisées dans la bourse. Elle est influencée également par le souci du dirigeant de donner une bonne image de l'entreprise face aux conditions du marché financier à une période déterminée.

Les différentes méthodes de valorisation que nous étudierons ensemble ont pour but de déterminer une fourchette de valeur pour l'entreprise introduite. Cette fourchette de valeur servira généralement de base de négociation pour une transaction. Dans cette introduction, nous verrons à quelle occasion on peut avoir besoin de valoriser une entreprise.

L'objectif de notre travail de recherche est d'étudier l'impact de l'introduction en bourse sur la valeur de l'entreprise, cela bien sûr après savoir l'opération de l'introduction en bourse et la détermination de valeur à travers les différentes approches financières et comptables.

Pour étudier ces différentes idées nous proposons la problématique de notre mémoire suivante : **Est ce que l'introduction en bourse a un impacte sur la valeur de l'entreprise ?**

On a décomposé cette problématique en sous questions suivantes :

Q₁) Comment déterminer la valeur d'une entreprise cotée ?

Q₂) Qu'elle est la meilleure méthode pour déterminer la valeur d'une entreprise ?

Q₃) Est-ce qu'elle est démontrée que l'introduction en bourse a un impact sur la valeur d'entreprise en Algérie?

Introduction générale

Pour aboutir au bout de nos deux objectifs, nous proposons trois hypothèses basées des théories déjà existantes afin de les vérifier empiriquement :

H₁) Pour déterminer la valeur d'une entreprise on utilise plusieurs méthodes d'évaluation dont les principales sont les modèles actuariels, les approches de marché et les méthodes patrimoniales.

H₂) Pas de meilleure méthodes car chaque méthode a des avantages et des inconvénients.

H₃) N'est pas démontré que l'introduction en bourse un impacte sur la valeur d'entreprise en Algérie.

Afin de répondre à la problématique exposée plus haut, nous allons traiter trois chapitres :

- Chapitre I : L'introduction en bourse pour donnée une idée sur le marché financier et sur l'organisation et fonctionnement de la bourse de façons générale et une présentation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger. Et on représente les risques, les motivations, les modes et les coûts d'introduction en bourse ;

- Chapitre II : L'évaluation d'entreprise : on décompose ce chapitre en quatre sections, la première section parle d'une généralité sur les fondements de la valeur. La deuxième section explique la démarche d'évaluation de la collection de l'information à la fixation des prix. La troisième section résume les différentes méthodes d'évaluation et comment liée chaque méthode par son champ d'application.

- Chapitre III : Etude de cas d'une entreprise algérienne coté en bourse : dans ce chapitre nous choisissons l'entreprise cotée en bourse ALLIANCE ASSURENCES.

Pour réaliser ce travail on essaie d'utiliser différents méthodes et techniques, parmi ces Technique on site :

- Technique documentaire : elle nous a été très utile dans la définition des concepts de notre sujet et dans l'analyse du cas d'étude. Tout travail scientifique demande au moins un minimum de connaissances sur le thème à traiter. Cette technique nous a permis d'exploiter de différents documents de nos prédécesseurs en vue de faciliter notre recherche.
- La méthode : est l'ensemble des démarches qui suit l'esprit pour découvrir et démontrer la vérité. Pour atteindre notre objectif, plusieurs méthodes ont été utilisées (méthode utilisée dans l'analyse des données des états financiers et de divers documents de la société étudiée les différentes théories développées par les auteurs en rapport avec notre sujet de recherche...).

A partir de ce sujet nous avons eu une occasion propice d'approfondir l'étude et la pratique de l'évaluation d'une entreprise qui est un outil indispensable pour toutes les entreprises aujourd'hui.

Introduction générale

Etant donné que notre travail est un travail de recherche orientée dans le domaine de finance, il constitue un document qui met en évidence des données réelles, qualitatives et vérifiables pouvant servir à d'autres recherches ultérieures.

Chapitre I : L'introduction en bourse

Les réformes engagées en Algérie depuis 1988 conduisaient à des transformations profondes dans les différents secteurs économiques et financiers et ont été marquées essentiellement par l'adoption de plusieurs textes réglementaires dans le but de prendre en charge les problèmes de l'économie et notamment ceux liés à la monnaie et le crédit, les mouvements capitaux, la concurrence, le commerce, les douanes, le travail et le secteur financier (banques et assurances).

Un certain nombre de texte a concerné le volet privatisation et gestion des capitaux marchands de l'état. A ce titre le marché des capitaux qui était limité aux opérations du marché monétaire s'est vu consolidé par le segment long représenté par la création de la bourse des valeurs.

La création de la Bourse est venue pour assurer le transit vers l'économie de marché et notamment la réalisation des opérations de privatisation lancées par l'Etat à partir de 1998.

La bourse offre à ces entreprises une amélioration de la visibilité, un renforcement de notoriété grâce à la publicité faite autour de l'opération d'introduction. De plus, elle permet de renforcer le poids de l'entreprise dans le milieu des affaires et rassure les partenaires actuels. L'introduction en bourse est une étape importante du processus d'ouverture de capital d'une entreprise au public. Elle constitue aussi l'émission de capital la plus importante qu'une entreprise peut faire durant sa vie.

L'objectif de ce chapitre est de revenir sur les grands traits du débat sur l'introduction en bourse et les différentes sources d'alimentation du marché boursier en titres de propriété, objet de notre présente recherche.

Dans ce chapitre nous présentons dans la première section une idée générale sur le marché financier et sur l'organisation et fonctionnement de la bourse pour préparer et faciliter notre travail sur l'introduction en bourse.

L'introduction en bourse est traitée dans trois sections. La première section est consacrée aux risques et motivations de l'introduction en bourse. La deuxième section explique les modes et les coûts de la cotation. La dernière section servira à la présentation de la bourse des valeurs mobilières d'Alger.

Section01 : Généralités sur la bourse

Apparue en Europe avec le développement du commerce. La bourse des valeurs mobilières, qui est un compartiment du marché financier, mobilise l'épargne et permet de financer les entreprises. Ces dernières, par le biais des introductions en bourse ou des augmentations de capital, font appel à l'épargne publique et trouvent les capitaux nécessaires pour le financement de leurs projets.

En outre, la bourse peut être considérée comme un baromètre de l'économie notamment par l'intermédiaire de la capitalisation boursière. Elle a aussi un rôle de régularité des transactions. Dans la majorité des pays, l'organisation et le fonctionnement de la bourse sont étroitement surveillés par les pouvoirs publics, les transactions sont assurées par des intermédiaires professionnels et portent sur différents types de titres.

Cette section a pour objectif de présenter des généralités sur la bourse des valeurs mobilières à travers les points suivants :

- Segmentation du marché des capitaux.
- Présentation du marché financier.
- Les acteurs et les opérations de bourse.

1.1 Segmentation du marché des capitaux

Le terme de marché des capitaux regroupe traditionnellement deux catégories de marchés l'un est orienté vers les besoins de financement à long terme (marché financier) et l'autre pour le court /moyen terme (marché monétaire) :

1.1.1. Le marché monétaire

C'est un marché sur lequel sont prêtés et empruntés des capitaux à court terme (maturité <1ans) par différents agents économiques :

- Marché interbancaire** : est réservé exclusivement aux institutions financières, sont exclus les investisseurs particuliers et les entreprises. Les professionnels du secteur financier prêtent et empruntent à court terme pour équilibrer leur trésorerie et peuvent s'échanger des actifs financiers.
- Le marché des titres de créances négociable** : (nouveau marché monétaire) sur celui-ci tous les agents économiques peuvent intervenir.

1.1.2. Le marché financier

Il s'agit du marché où s'échangent les actions et les obligations et autres valeurs mobilières¹:

¹ Une valeur mobilière est un titre négociable représentatif d'une créance (obligation) ou d'un droit d'associé (action).

- a) **Marché des actions** : est le marché des titres de propriété des entreprises dans le quel peuvent intervenir tous les agents économiques y compris les particuliers.
- b) **Marché des obligations** : marché de la dette à moyen et long terme des entreprises et des collectivités publiques.

1.2 Présentation du marché financier

1.2.1. Définition

La définition de la bourse ou le marché financier s'est développée avec le temps. Plusieurs définitions sont attribuées au Marché Financier parmi lesquelles nous présentons ce qui suit :

- La bourse des valeurs mobilières appelée aussi marché financier se définit par « le lieu de rencontre des propriétaires de titres déjà émis et d'acheteur souhaitant acquérir ces mêmes titres ».²
- Un lieu d'échange d'actions et d'obligations, une bourse des valeurs mobilières est un marché organisé et réglementé où se négocient toutes les valeurs mobilières inscrites à la cote ».³
- La société de Bourse Française SBF définit la bourse comme étant un marché réglementé qui organise la liquidité, c'est-à-dire la facilité des échanges par la concentration du plus grand nombre possible d'ordres d'achat et de vente, l'égalité entre tous les intervenants par la transparence et l'accès instantané au marché, la sécurité par la garantie que les acheteurs seront livrés et les vendeurs payés à la date déterminée.⁴

A travers ces définitions on peut déduire les définitions suivantes :

- Le marché financier est un segment de marché de capitaux qui organise la rencontre entre les agents économiques ayant des excédants de capitaux et ceux qui ont des besoins de capitaux afin de financer l'expansion de leur activité ou leur déficit et contribuer donc au développement de l'économie.
- Le marché financier a pour mission de mettre en relation ces deux opérateurs essentiels afin que les surplus de capitaux soient affectés à la couverture des besoins.

1.2.2 Les compartiments du marché financier

Le marché financier est le lieu où des valeurs mobilières se traitent à l'occasion de leur émission (souscription) au niveau du marché primaire (le marché du neuf) ou lors de leur négociation (achat et vente) sur le marché secondaire (le marché d'occasion).

² B. Belletante,(1987), la bourse : temple de la spéculation ou marché financier ?, Hatier, 5eme édition, Paris, p : 175.

³ V. Haderer,(1996), l'école pratique de la bourse : en 600 mots, Le journal des finances, Paris, p : 15.

⁴ www.ecole-bourse.tm.fr, date de consultation : 15/05/2014.

Chapitre I : L'introduction en bourse

a) Le marché primaire (neuf)

C'est une phase de diffusion et de placement de titres. Elle est caractérisée par une centralisation des souscriptions, allocation des titres par catégorie d'investisseurs et fixation du cours de première cotation. Il s'agit donc de titres n'ayant pas d'existence préalable.

En d'autre mot c'est le marché de l'émission des nouveaux titres (obligations, actions), il regroupe toutes les opérations d'appel public à l'épargne et placement privé, son rôle est de financer l'investissement, il est appelé aussi marché du « neuf ».⁵

b) Le marché secondaire

Le marché secondaire est un marché de l'occasion et de négociation, qui organise les transactions sur les valeurs mobilières déjà créées et placées dans le cadre du marché primaire.

Lors de cette phase, le rôle de la Société Gestionnaire consiste en l'organisation et la surveillance du marché, l'enregistrement des transactions, la centralisation des offres publiques, la gestion des opérations sur titres et le calcul des indices.

Le marché secondaire est organisé en:

- un Marché Central, où sont confrontés l'ensemble des ordres de vente et d'achat pour une valeur mobilière inscrite à la cote de la Bourse des Valeurs ;
- un Marché de Blocs où peuvent être négociées par entente directe (de gré à gré) les opérations sur des valeurs mobilières inscrites à la cote et qui portent sur des quantités supérieures ou égales à la taille minimum de blocs selon des conditions de cours issues du Marché Central.

Schéma 1.1 : Les compartiments du marché financier



Source : www.edubourse.com , date de consultation le 12/04/1014

⁵ M. Fleuriot et Y. Simon,(2000), Bourse et marchés financiers, édition Economica, paris, page : 23.

1.2.3 Le rôle du marché financier

La bourse joue le double rôle d'être à la fois un lieu de financement supplémentaire pour les entreprises (y trouvent les capitaux nécessaires à leur expansion), les Etats (y finance le déficit de ses comptes) ou les collectivités locales (émission d'actions ou d'obligations) mais également un lieu de placement, de mobilisation de l'épargne individuelle. Le marché financier assure un certain nombre de fonctions et constitue à cet effet :

a) Un circuit de financement ⁽⁶⁾

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

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

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

b) Un moyen d'organiser la liquidité de l'épargne investie à long terme ⁷

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

c) Un instrument de mesure de la valeur des actifs

En affichant à chaque séance de bourse un cours, pour une action donnée, le marché financier est un instrument de mesure irremplaçable de la valeur d'une entreprise ayant atteint une certaine dimension.

L'information donnée, par le marché financier, aux investisseurs présente de nombreux avantages ; elle est régulière, publique et largement diffusée dans les médias spécialisés ou non spécialisés.

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

d) Un outil concourant à la mutation des structures industrielles et commerciales

Qui on donnant aux sociétés la possibilité de régler, au moyen de leurs titres, l'acquisition d'autres affaires, le marché financier facilite le regroupement d'entreprises.

⁽⁶⁾ A. Choinel et G. Rouyer,(2004), Le marché financier : structures et acteurs, Revue Banque, 8eme édition, page : 37.

⁷ A. Choinel et G. Rouyer, Op.cit, page : 37.

Chapitre I : L'introduction en bourse

L'auteur Y. FLONOREY affirme, à cet effet, que : « c'est surtout par la possibilité que la bourse offre aux sociétés cotées, de battre leur propre monnaie, qu'elle concoure activement au financement du haut du bilan, c'est-à-dire lorsque l'achat de filiales ou la simple prise de participation, au lieu d'être payé en argent liquide, l'est par remise d'actions de la société acheteuse ou absorbante ».

e) Un lieu de négociation du risque

C'est-à-dire l'innovation boursière, rendre possible par la déréglementation des produits dits « dérivés » au cours de la décennie 80, a mis en évidence le rôle que joue le marché des capitaux et en particulier le marché financier dans la gestion, par les agents économiques, de leurs risques.

f) Outil de contrôle

Les sociétés cotées en Bourse doivent respecter des réglementations plus strictes quant à la publication de leurs comptes. Ces entreprises sont également suivies par de multiples équipes d'analystes financiers, qui diffusent largement toutes les informations qui ont potentiellement un impact sur le cours de l'action de la société.

Le marché financier permet aussi aux entreprises, à l'Etat et aux épargnants

- Les épargnants ont la possibilité d'investir dans des instruments financiers et donc, ils peuvent reporter leur consommation tout en obtenant une rémunération pour ce report et faire fructifier leur épargne.
- Les entreprises ont un meilleur accès aux capitaux disponibles et peuvent investir dans des actifs productifs.
- L'Etat peut mieux gérer son déficit à travers l'endettement interne.

1.2.4 Les produits financiers dans la bourse

Une valeur mobilière est un titre financier négociable émis par une entité juridique (société, collectivité, organisme public ou privé...) qui souhaite se procurer des financements destinés à réaliser des projets d'investissements :

a) Les actions : (titres de propriété)

L'action est un titre de propriété qui représente la contrepartie d'un apport, en numéraire ou/et en nature, destiné à constituer le capital d'une société. Elle confère à son détenteur dit actionnaire, la propriété d'une fraction (partie) du capital avec tous les droits et obligations.

Une action peut procurer deux types de revenus :

- Le dividende qui est une partie du bénéfice net distribué aux actionnaires à la fin de l'exercice ;
- La plus value sur cession qui est la différence entre le prix d'achat et le prix de vente de l'action. Elle n'est réalisée que lorsqu'on vend l'action à un prix supérieur à celui de l'achat.

b) Les obligations : (titres de créance)

On désigne par obligation un titre financier négociable de dette à moyen ou long terme émis par le gouvernement ou par une société.

Elle matérialise l'engagement d'un emprunteur envers un prêteur qui, en contrepartie, met des fonds à sa disposition. Cet engagement se traduit par un contrat d'émission qui définit les caractéristiques de l'emprunt et les modalités de remboursement des fonds et le mode de rémunération du prêteur.

On distingue plusieurs types d'obligations selon les privilèges et droits qu'attribue chacune d'entre elles. Nous allons citer les catégories les plus importantes dont :

- Les obligations à taux variable
- Les obligations à taux fixe

c) Les produits dérivés

Les produits dérivés : Options, Swaps, Futures, Forwards... Les produits dérivés ont pour sous-jacent différents instruments financiers, des matières premières (pétrole, métaux, blé, maïs, droits à polluer...).

- Une option : est un contrat ou une entente entre un acheteur et un vendeur qui porte sur un titre ou un élément particulier appelé « élément sous jacent ».
- Les contrats à terme : c'est un contrat par lequel deux parties s'engagent à effectuer la livraison ou la prise de livraison d'une quantité donnée de marchandises ou de titres financiers de qualité prédéterminée, à un moment ultérieur stipulé et un prix convenu au départ.
- Les swaps de taux d'intérêts : c'est un contrat passé entre deux parties qui porte sur l'échange de flux de liquidités selon une formule sur la quelle elles se sont entendues. Souvent cette formule peut se fonder sur un taux d'intérêt fixe pour l'un des volets et un taux d'intérêt variable pour l'autre volet.

Section 02 : Les risques et les motivations de l'introduction en bourse

L'introduction en bourse constitue un acte de première importance dans la vie d'une entreprise. C'est l'acte par lequel une entreprise devient « publique » avec toutes les opportunités que cela représente. L'introduction en bourse offre en effet de nombreux avantages aux entreprises et à leurs actionnaires d'origine qui décident de vendre au public une partie des titres qu'ils détiennent.

Mais en contre partie l'entreprise doit sacrifier et se soumettre à des contraintes. L'entreprise doit prendre en charges des risques afin de réaliser l'opération.

2.1. Les risques (les contraintes) et les facteurs de réticence de l'introduction en bourse

L'introduction en bourse est le synonymes de dilution de capital c'est-à-dire que le capital sera entre les mains d'une multitude d'actionnaires ce qui conduit d'une part à une perte de contrôle, et d'autre part au risque de voir s'inviter quelques indésirables (des concurrents ou des repreneurs potentiels). Ainsi les entreprises cotées sont obligé de dévoiler tous les informations nécessaires aux parties prenantes selon le principe de transparence (sur la marge, les salaires, vente...), cela signifie que leurs concurrents clients, fournisseurs et employés auraient accès des informations sur le fonctionnement interne de l'entreprise.

En plus de la contrainte de transparence, l'entreprise cotée est soumise à une contrainte de performance, c'est-à-dire la société cotée doit en permanence lui donner le signal d'une entreprise performante, commercialement et financièrement. Dans notre étude on va se ramener à analyser les facteurs de réticence de l'introduction en bourse suivantes :

2.1.1. Sacrifices en termes de coût et de temps

L'introduction nécessite tous les sacrifices pour réaliser l'opération soit de matière d'argent ou de matière de temps.

D'une part, toute l'équipe dirigeante serait mobilisée par l'introduction et il leur serait difficile de faire autre chose une fois le processus lancé (sacrifice en temps). D'autre part, l'introduction serait extrêmement coûteuse. En effet l'entreprise nouvellement introduite dépenserait pour payer les intermédiaires, les comptables, et les conseillers juridiques. Il y aurait également le risque de faire face aux aléas rencontrés sur les marchés financiers ou dans l'entreprise, qu'ils viennent interrompre le processus après que l'entreprise nouvellement cotée a déjà engagé de fortes sommes (sacrifice en termes de coût).

2.1.2. L'absence de confidentialité⁸

Les exigences imposées par l'introduction en bourse mettent en première ligne les performances passées et futures de l'entreprise et la transparence de sa gestion comme condition nécessaire pour la mobilisation des capitaux. En effet La plus part des entreprises jugent les principales conditions relatives à la cote en bourse, telles que la publication régulière des comptes et la communication financière sur les événements de l'entreprise de contraignantes dans la mesure où les concurrents et les éventuels associés découvrent la stratégie de l'entreprise.

D'autre mot Les entreprises cotées doivent pratiquement tout dévoiler. Les informations sur les ventes de la société nouvellement cotée, ses marges, ses salaires, ses projets d'avenir seraient accessibles à tous. Cela signifie que ses concurrents, clients, fournisseurs, et employés auraient accès à découler de cette situation.

2.1.3. Une pression accrue sur les résultats à court terme

D'importance accordée par les actionnaires aux performances à court terme. L'entreprise cotée serait obligée de communiquer des résultats trimestriels et annuels. Les marchés financiers

L'aspect le plus frustrant de l'introduction en bourse serait ainsi que les banques d'affaires et les actionnaires seraient très déçues si l'entreprise cotée enregistrait un mauvais trimestre et le ferait savoir. Ceci peut être d'autant plus frustrant que la baisse des résultats trimestriels ou annuels peut résulter des décisions intelligentes et stratégiques d'investissement à long terme, dont les effets ne se feront ressentir que plus tard.

2.1.4. Perte de flexibilité dans les affaires

Avec un conseil d'administration élargi et en raison de la surveillance publique, les dirigeants seront obligés en place d'importants systèmes de contrôler et d'autorisation. De ce faite, il est difficile d'imaginer qu'un conseil d'administration plus important et plus hétérogène, exposé au regard critique du public, pourra gérer l'entreprise aussi efficacement.

Quand le nombre d'actions augmente, le pourcentage de contrôle associé à chaque action diminue.

Dès son introduction en bourse, l'entreprise est réputée faire appel public à l'épargne, ce qui la place sous la surveillance des autorités de marché qui contrôlent l'information mise à la disposition du public. Le corollaire d'une ouverture au public du capital est le risque d'un changement de contrôle résultant d'une procédure d'Offre Publique d'Achat ou d'Offre Publique d'Echange, le cas échéant sans l'accord des dirigeants (offre dite inamicale). Ce mode de prise de contrôle fait l'objet d'une réglementation précise orchestrée notamment par les autorités de marché.⁹

⁸ L'introduction en bourse et l'évaluation d'entreprise, (www.memoireonline.com), date de consultation : 06/04/2014.

⁹ Coopers & Lybrand (1998), Guide de l'introduction en Bourse, achevé d'imprimer par G. de Bussac s.a. à cleemont- ferrand, Paris, page : 11.

2.1.5. Politique de résultat et de dividendes

Toute modification de l'estimation pour une entreprise donnée entraîne généralement une correction sur les cours de cette dernière, c'est pourquoi les entreprises qui s'introduisent en bourse ont intérêt à assurer une croissance régulière de leurs résultats.

En effet toute révision ultérieure en baisse peut avoir un effet négatif amplifié sur le cours de l'action. En ce qui concerne la politique de dividendes, l'entreprise fera l'objet d'un jugement par le marché, la distribution des dividendes est considérée comme une décision coûteuse susceptible de diminuer la richesse des actionnaires.

2.1.6. Dilution du bénéfice

Après augmentation de capital, le bénéfice est réparti entre un plus grand nombre d'actions. Il en résulte que, en général, le bénéfice par action diminue (dilution).¹⁰ La dilution est la baisse observée par les indicateurs (bénéfice par action, dividende par action ou le cours boursier) relatifs à une action après une augmentation de capital (la création et l'émission de titres nouveaux).

Si les actionnaires anciens ne souscrivent pas à l'augmentation de capital proportionnellement à leurs droits, la structure du pouvoir sera modifiée. Les actionnaires qui n'ont pas souscrit ont un pouvoir « plus dilué » après l'émission.¹¹

2.2. Les motivations de l'introduction en bourse

L'opération de l'introduction en bourse c'est une opération complexe, une décision très importante à long terme et lourde à prendre, qui nécessite une préparation et une réflexion.

Cela ne peut se faire sans avoir finalité stratégique poussée par les avantages que procure l'ouverture du capital d'entreprise. Ces avantages peuvent être représentés par les objectifs suivants :

2.2.1. Levée des fonds

Lorsque les anciens actionnaires ne souhaitent pas ou ne peuvent pas participer à une augmentation de capital, l'introduction est donc décidée afin de lever des fonds sur le marché.

Une entreprise en bourse cherche à priori une ou plusieurs levées de fonds à des conditions avantageuses pour :

- Financer son activité ou sa croissance ;
- Améliorer sa santé financière, sa crédibilité et sa solvabilité ;
- Baisser la ration d'endettement qui permet au manager de l'entreprise une négociation plus aisée des éventuels dossiers de crédit et de financement ;

¹⁰D. Ogien (1999), les marchés financiers, Gualino éditeur, 2eme édition, paris, page : 35.

¹¹E. Ginglinger (1991), financement des entreprises par le marché des capitaux, PUF, paris, page : 18.

- Indépendance financière à long terme ;
- Diminution des coûts.

2.2.2. Accroissement de la notoriété

La cotation donne à l'entreprise un avantage de publicité important, cette publicité retentit sur la notoriété de l'entreprise et elle donne aussi un moyen de communication.

La cotation d'une entreprise est un signal de la bonne qualité des produits auprès de sa clientèle et de ses fournisseurs et un moyen d'information permettant un meilleur couple avantage/coûts de l'opération. Ainsi elle implique une très forte transparence financière et véhicule à une image positive et performante de l'entreprise.

2.2.3. La liquidité des titres et l'élargissement de l'actionariat

a) Assurer la mobilité et la liquidité du capital ⁽¹²⁾

L'introduction en bourse de sa société lui permettra de vendre plus facilement ses titres à l'avenir, et donc verra son patrimoine plus liquide que par le passé.

La cotation est une opportunité pour les associés. En effet, les actionnaires peuvent facilement diversifier leurs portefeuilles pour une diminution de risque liés à leur investissement. Et pour les actionnaires minoritaires, l'introduction en bourse constitue une opportunité de réaliser une plus-value et les dividendes, s'ils le désirent ou même espérer une amélioration des distributions de bénéfices.

Pour les dirigeants, l'admission à la cote assure la pérennité de l'entreprise, en faisant appel public à l'épargne, ce qui peut favoriser aux associés d'origine de recueillir les fruits de leur investissements, en cédant leurs parts ou une partie de ceux-ci, cela peut aussi résoudre d'éventuelles problèmes familiales, quand il s'agit d'assurer la continuité de la direction par des salariés ne détenant pas une part notable du capital.

En plus la cotation peut garantir la pérennisation et la sauvegarde du contrôle des entreprises car L'introduction en bourse facilite également la pérennité de l'entreprise, en particulier dans le cas de sociétés familiales lorsque se pose le problème de la succession. Aussi, elle protège le contrôle de l'entreprise grâce à une ouverture limitée du capital ou au recours à des produits financiers adéquats tels que les actions à dividende prioritaires.

b) Renouveler et élargir l'actionariat

De nombreuses entreprises sont confrontées au problème de renouvellement ou de l'élargissement de l'actionariat, notamment dans les situations suivantes :

- Le désengagement de certains actionnaires minoritaires ;
- La réalisation d'une émission en numéraire ;
- La transmission de l'entreprise à un ou plusieurs tiers ;
- La mise en place d'une participation salariale.

⁽¹²⁾ Coopers & lybrand, Op.cit, page : 12 et 13.

L'introduction en bourse permet ce renouvellement, elle permet notamment, de faire entrer dans le capital des investisseurs institutionnels qui se situent dans une démarche de placement et qui sont susceptibles de fournir un soutien financier utile

2.2.4. Développement de la mobilisation interne

Qui peut se traduire par :

a) Vers un outil d'information plus performant

En vue de répondre correctement aux contraintes de fiabilité et de rapidité de l'information exigée par l'introduction sur le marché boursier, l'entreprise passe par une phase essentielle d'analyse et de remise en forme de la stratégie.

Ces contraintes qui peuvent paraître lourdes à satisfaire de prime abord, s'avèrent être le support d'une véritable dynamique de restriction, conduisant l'entreprise à se doter de moyens de gestion et de contrôle plus adéquats et performants. Ces moyens pouvant devenir, à terme, les moteurs d'une croissance et d'une performance accrue.

b) Vers une mobilisation et une motivation des salariés

L'introduction en bourse permet à l'entreprise d'adopter une nouvelle politique de gestion des ressources humaines et ce grâce à la participation des salariés au capital de la société. En effet, la société cotée serait en mesure de créer et de proposer à ses dirigeants des formules d'intéressement très innovantes en utilisant différentes combinaisons de salaire, d'action et d'option permettant l'acquisition à une date ultérieure d'action au cours actuel.

Avec des actions cotées, les dirigeants pourraient évaluer leur intéressement et mesurer les gains réalisés, tout en étant sûrs de pouvoir vendre leurs actions au moment voulu, en outre, ils mesureraient tout l'intérêt qu'ils ont à ce que les actions augmentent et se sentiraient directement concernés par les résultats de leurs entreprises.

De plus le renforcement de la notoriété qui accompagne la cotation en bourse facilite le recrutement des candidats de valeur, spontanément intéressés par une entreprise jugée performante, ce qui permet notamment de renforcer le staff des dirigeants et d'assurer une certaine pérennité au fonctionnement de l'entreprise.

Ainsi, la cotation en bourse favorise une meilleure gestion des ressources humaines de l'entreprise et renforce sa cohésion interne ; les salariés éprouvant une plus grande fierté de travailler et de participer à la réussite d'une entreprise cotée, le climat social en est profondément modifié.

2.2.5. Préparer des opérations financières futures ¹³

L'introduction en bourse constitue un élargissement quantitatif et qualitatif du territoire financier de l'entreprise. Cet élargissement permet à l'entreprise de réaliser deux objectifs :

- D'une part, l'entreprise va profiter de la gamme offerte par le marché financier pour augmenter ses ressources financières, En particulier, dès son introduction en bourse, l'entreprise va pouvoir se procurer les fonds propres et les capitaux d'emprunts dont elle a besoin.
- D'autre part, elle va pouvoir se développer par le biais d'opérations de croissances externes : rachats et prises de participations dans d'autres sociétés.

Par exemple l'acquisition d'une nouvelle société est une opération financière qui peut s'avérer très coûteuse pour l'entreprise. Les sociétés non cotées n'auront d'autres choix que de piocher dans leur trésorerie, augmenter leur capital, ou encore faire appel aux banquiers. Une société cotée aura une solution toute trouvée qui se traduira par une diminution sensible du coût de l'opération. Ainsi, en lieu et place d'un rachat classique, la société proposera à la société cible des actions de sa propre société. Cette opération financière appelée Offre Publique d'Echange permet à une entreprise cotée de grossir sans déboursier un centime. L'acquisition se traduit alors par une augmentation de capital, et les actionnaires de la société cible recevront en échange de leurs titres des actions de la société acquéreuse. Une façon de limiter très fortement le coût d'un rachat.

2.2. 6. Le transfert d'information par le prix

Le marché financier représente une mine d'informations pour et sur les entreprises, de par les prix des actifs financiers qui y sont cotés et des différentes stratégies de communication propre à chaque entreprise¹⁴.

Ces informations agrégées sont utiles à la fois pour les investisseurs et les entreprises. Quelle que soit son activité, ces derniers peuvent extraire et analyser ces données et s'en servir pour prendre des décisions d'investissements, surveiller la concurrence, ...

En règle générale, de par le transfert d'information sur le prix qu'il permet, le marché financier facilite la coordination de la prise de décision décentralisée dans les différents secteurs de l'économie.

2.2.7. Le bénéfice de l'exonération fiscale

Une exonération fiscale de l'impôt sur les sociétés est accordée aux entreprises qui s'introduisent en Bourse.

¹³ L'introduction en bourse- la bourse Casablanca, (www.memoireonline.com), date de consultation : 20/04/2014.

¹⁴ P. Spieser (2001), information économique et marchés financiers, édition Economica, paris, page : 19.

Section 03 : Les modes et les couts d'introduction en bourse

3.1. Les modes d'introduction en bourse

Il existe cinq procédures de première cotation à savoir : L'Offre à Prix Ferme (OPF), l'Offre à Prix Minimal (OPM), l'Offre à Prix Ouvert (OPO), la Cotation Directe et le Placement Garanti. L'émetteur a le choix entre ces procédures :

3.1.1. L'Offre à Prix Ferme (OPF)

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

3.1.2. L'Offre à Prix Minimal (OPM)

L'OPM comporte un prix minimum qui est retenu pour la vente des actions. Les ordres à cours limités sont les seuls acceptés, à condition qu'ils soient dans une limite raisonnable par rapport au prix de l'offre, et ces ordres doit classer par ordre de prix décroissant. Le premier cours coté sera le prix à payer par les acheteurs.

Ce prix est déterminé par comité chargé de l'introduction. Les souscripteurs présentent leurs ordres à ce prix ou à un prix supérieur.

Comme, généralement, la demande est supérieure à l'offre, on procède à une réduction des ordres. Seul un certain pourcentage des demandes est servi.¹⁵

3.1.3. L'Offre à Prix Ouvert (OPO)

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

3.1.4 . La Cotation Directe

L'entreprise met à la disposition du public une quantité de titres en fixant un prix minimal de vente où tous les types d'ordres d'achats sont acceptés et tous les ordres sont servis selon un taux de réduction unique. Ce prix peut être dépassé de 10% maximum à la première cotation avec réduction corrélative des ordres libellés à des cours limités ou à tout prix.

¹⁵ J. Peyrard (1999), la bourse, Vuinbert, 8eme édition, Paris, p : 51.

Si la demande est très élevée, cette procédure peut être abandonnée au profit de celle d'offre publique à prix ferme.¹⁶

3.1.5. Le Placement Garanti¹⁷

Le placement dit garanti s'adresse aux investisseurs institutionnels. Le prix de vente des actions fixé est supérieur ou égal au prix de l'OPF. Le prix de placement garanti est souvent déterminé par le marché à l'issue d'une période de sensibilisation des investisseurs et résulte de la confrontation du nombre de titres offerts et des demandes émanant des investisseurs selon la technique de « **construction du livre d'ordres** ».

Lorsqu'il y a placement garanti conjugué avec une offre à prix ferme, il y a création d'une seconde tranche d'action, syndiquée par des banques, réservée à des investisseurs institutionnels, tant nationaux qu'étrangers.

Le placement garanti présente l'avantage de permettre la constitution sur mesure d'une structure actionnariale. Par ailleurs, il améliore la liquidité ultérieure du titre tout en réduisant l'incertitude quant à l'écoulement de l'offre.

3.1.6. Les opérations exceptionnelles

Il y a d'autres procédures de l'introduction en bourse parmi les quels on cite :

a) Les offres publiques d'achat (OPA)

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

b) Les offres publiques d'échange (OPE)

Une offre publique d'échange est une procédure qui permet à une entreprise de prendre le contrôle d'une autre entreprise cotée en bourse en proposant aux actionnaires de nouveaux titres au lieu de paiement en espèces. Ces titres peuvent être des actions existant avant l'opération ou des titres créés dans l'objectif de l'OPE. Le déroulement des opérations de l'OPE est identique à celui de l'OPA.

c) Les offres publiques de retrait (OPR)

Une entreprise peut lancer une OPR lorsque plus du tiers du capital est détenu par un même actionnaire. Cette opération permet de radier une entreprise.

¹⁶ J. Peyrard, Op.cit, page: 52.

¹⁷ Simon PARIENTE (2006), analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson Education France, France, p : 177.

*amicale : dans le marché gré a gré.

**inamicale : dans le marché boursier

3.2. Les coûts d'introduction en bourse

Une introduction en bourse est une opportunité qui permet de renforcer les fonds propres de l'entreprise, mais une telle opération suppose de débloquer un budget conséquent.

Les coûts d'une introduction en bourse sont variables en fonction de taille de l'opération, de la technique d'introduction en bourse et de marché sélectionné, de l'ampleur donnée à la communication financière et des intervenants.

On peut diviser les coûts d'introduction en bourse en deux grandes catégories :

3.2.1. Les coûts directs d'introduction en bourse

Les frais préalables à l'introduction sont liés à diverses opérations préalables de nature très variée telles que des études ou des coûts de restructuration.

Les coûts directs à l'introduction comprennent les dépenses engagées pour répondre aux exigences liées à la cotation, les redevances aux intervenants à savoir la AMF* et la SGBV, commissions et honoraires d'accompagnement, de placement et de conseil financier et juridique, la rémunération des intermédiaires financiers (banque et société de bourse) et les frais administratifs et de publicité (encarts dans les médias) liés à l'introduction.¹⁸

À la fin et une fois l'entreprise est cotée, elle doit remplir deux obligations principales qui ont un coût suivant :

- 1) L'obligation d'information périodique, car les entreprises cotées doivent communiquer les comptes et les rapports annuels audités, les comptes semestriels, et dans certains cas, le chiffre d'affaires trimestriel, le tout dans les délais légaux.
- 2) Et l'obligation d'information permanente, car ces entreprises doivent communiquer en temps utile toute information relative à des opérations affectant les titres de l'entreprise, en fournissant tous les documents juridiques et sociaux qui concernent ces opérations et les frais postérieurs à l'introduction (obligations de l'information, contrôle des comptes...).

3.2.2. Les coûts indirects d'introduction en bourse

Différents coûts indirects viennent s'ajouter aux coûts directs que nous avons évoqués ci-dessus. De fait, les règles de transparence qui s'appliquent aux entreprises cotées les obligent à fournir des informations qui ont une valeur stratégique (par exemple le politique marketing, les projets de R&D, les opportunités de croissance). Or, lorsque la confidentialité est un élément essentiel de l'avantage concurrentiel, il peut être préférable de limiter les sources de financement en gardant des relations privilégiées avec un banquier ou un petit nombre d'investisseurs.

¹⁸ PARIENTE. Simon, Op.cit, p : 176.

*AMF : l'Autorité des Marchés Financiers.

Chapitre I : L'introduction en bourse

En effet, l'entreprise, mieux informée que le marché, choisit des périodes de survalorisation pour s'introduire en Bourse. Conscient de ce biais, le marché ne considérera pas toujours comme un bon signal le choix d'une introduction, ce phénomène peut faire hésiter de bonnes entreprises à se faire coter (en particulier les petites entreprises encore jeunes et moins bien connues).

Le second problème vient du fait que les anciens propriétaires-dirigeants sont moins directement intéressés aux profits de l'entreprise après cession de tout ou partie de leurs titres et peuvent être tentés d'orienter la gestion en fonction de leurs intérêts, différents de ceux des actionnaires.

Les coûts de sous évaluation :

Ainsi, l'introduction en Bourse est l'occasion d'une mutation dans le système de « corporate governance » de l'entreprise. Elle implique au minimum une transparence des comptes de l'entreprise, et plus largement un effort de communication financière dirigé vers des investisseurs externes, actuels ou potentiels. Elle conduit aussi à la mise en place de systèmes modernes de contrôle interne et à une professionnalisation des instances d'administration et de surveillance. Ce sont des problèmes d'asymétrie d'information, de signalisation et de conflits d'intérêts entre l'intermédiaire financier et l'entreprise introduite qui expliqueraient un prix d'introduction inférieur à la valeur de l'entreprise avant la cotation.¹⁹

Ces mutations sont parfois vécues, à court terme, plus comme un coût que comme un avantage de l'introduction. A long terme, elles ne peuvent toutefois que conforter la solidité de l'entreprise. Toutefois, si le marché anticipe ce problème de gouvernement d'entreprise à venir, cela se traduira par un prix d'introduction plus faible que celui correspondant à la valeur de l'entreprise avant cotation.

Ainsi, la fixation du prix d'introduction est délicate : ce prix doit satisfaire à la fois la clientèle, l'intermédiaire et l'entreprise émettrice. Un prix trop bas représente une perte de revenus pour la société, un prix trop élevé met en danger l'opération.

¹⁹ PARIENTE .Simon, Op.cit, p : 176.

Section 04 : Présentation de la bourse d'Alger

En Algérie, des réformes importantes ont été engagées à partir de 1988 pour amorcer la création d'un vrai marché financier et mettre fin à un financement exclusif de l'économie par le système bancaire.

L'émission de titres constitue un mode de financement supplémentaire pour l'entreprise. C'est à travers le lancement d'opération d'émission que les entreprises parviennent à obtenir les capitaux nécessaires pour financer leurs projets d'investissement.

Cette section va être présentée en la décomposant en trois points :

- L'organisation du marché boursier algérien ;
- Fonctionnement de la bourse des valeurs mobilières en Algérie ;
- Les étapes d'introduction en bourse d'Alger ;
- Les conditions d'introduction en bourse d'Alger.

4.1. Organisation du marché boursier algérien

L'idée de la constitution de la bourse d'Alger est apparue en 1990 dans le cadre des réformes économiques engagées dès 1988 par les lois, 88-01 portant « Orientation des EPE », 88-03 portant « constitution de 08 fond de participation » et 88-04 modifiant et complétant l'ordonnance 59-75 du 26/09/1975 portant code de commerce. Ces lois ont introduit la distinction entre le rôle de l'Etat actionnaire et celui de l'Etat puissance publique.

Ainsi, le décret législatif n°93-08 du 25 Avril 1993 modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 26 Septembre 1975 portant code de commerce :

- Introduction de la possibilité de constitution de SPA avec appel public à l'épargne.
- Définition des valeurs mobilières que les sociétés par actions cotée en bourse ou susceptibles de l'être, peut émettre.

De plus, le décret législatif n°93-10 du 23 Mai 1993 a :

- Institué la bourse des valeurs mobilières ;
- Défini la Bourse comme étant : le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par actions ;
- Défini les organismes composant la Bourse.

Aussi, la loi n°03-04 du 17 Février 2004 a :

- Doté la COSOB de la personnalité morale et de l'autonomie financière ;
- Renforcé les pouvoirs réglementaires, de surveillance et de contrôle et arbitrales de la COSOB ;
- Elargi l'activité des IOB à nouveaux domaines tels que la garantie de bonne fin des opérations financières et le conseil des investisseurs ;
- Elargi l'exercice de l'activité des IOB aux Banques et Etablissements financiers ;
- Introduit le Dépositaire Central comme nouvel organisme composant la Bourse.

Chapitre I : L'introduction en bourse

4.1.1. Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) :

Créée par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières, la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) est une autorité de régulation indépendante jouissant de la personnalité morale et de l'autonomie financière²⁰. Elle est dotée de l'autonomie administrative et financière. Elle a été installée en Février 1996.

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

- A la protection des investisseurs en valeurs mobilières ;
- Au bon fonctionnement et à la transparence du marché des valeurs mobilières.

La COSOB est composée d'un Président exerçant ses fonctions à terme et de Six (06) autres membres non permanents :

- Un Magistrat du Ministère de la Justice ;
- Un membre du Ministère des Finances ;
- Un professeur d'université proposé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur ;
- Un membre de la Banque d'Algérie ;
- Un membre choisi parmi les dirigeants des personnes morales émettrices des valeurs mobilières ;
- Un membre proposé par l'Ordre National des Experts Comptables, Commissaires aux Comptes.

La COSOB a été créée pour remplir Trois (03) fonctions importantes, il s'agit de :

a) La fonction réglementaire

Concernant notamment :

- L'agrément et les règles professionnelles applicables aux intermédiaires en opérations de bourse « IOB » ;
- Les obligations d'information lors d'émission de valeurs mobilières par appel public à l'épargne ;
- Les conditions d'admission et de négociation des valeurs mobilières en bourse ;
- La gestion de portefeuille de valeurs mobilières ;
- Les offres publiques de vente « OPV » ou d'achat « OPA » de valeurs mobilières ;
- L'admission aux négociations de valeurs mobilières leur radiation et la suspension des cotations ;
- L'organisation des opérations de compensation.

²⁰ Rapport annuel 2012, COSOB, Alger, 2013, page : 9.

b) La fonction de surveillance et de contrôle

La Commission s'assure en particulier :

- Du respect des dispositions réglementaires par les IOB ;
- Que les sociétés faisant appel public à l'épargne se conforment aux obligations d'information auxquelles sont soumises ;
- Que les correctifs ont été apportés en cas d'irrégularités constatées.

c) La fonction disciplinaire et arbitrale

En matière arbitrale, la chambre est compétente pour instruire tout litige technique résultant de l'interprétation des lois et règlements régissant le fonctionnement de la bourse et intervient entre IOB, entre IOB et SGVB, entre IOB et les Sociétés émettrices et entre IOB et leurs clients.

4.1.2 La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV)

Est l'organe de fonctionnement et d'exécution. La société SGBV a été créée en 1993 de décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993, sous forme de société par actions dont les IOB sont actionnaires de façon égalitaire elle assume le fonctionnement du marché, son développement et sa sécurité elle fixe les règles d'admission des sociétés à la cote et de l'organisation de marché boursier.

Les missions de la société sont définies par les articles 15 et 18 du décret législatif n°19-10 du 23 Mai 1993 et sont les suivants : ⁽²¹⁾

a) Fonction gestion du marché

la SGBV et appelée dans ce cadre :

- Faciliter les transactions entre IOB, par l'élaboration des règles et normes de Leur déroulement d'une part et par la mise en place d'un système d'arbitrage et de résolution des conflits.
- Promouvoir le commerce des titres en développant le marché et en se faisant connaître par le public comme une institution digne de confiance.

b) Fonction d'information du public

Dans le souci de transparence du marché la SGBV a pour rôle d'informer tous les investisseurs des cotes de chaque titre, des montants transigés, ainsi que toute information susceptible d'aider l'épargnant à suivre l'évolution du marché

c) Fonction organisation des séances de cotation

La SGBV fixe le calendrier des séances de cotation pour l'année civile les heures d'ouverture et de clôture de cotation son également fixe par elle. D'une manière générale la SGBV doit assurer le processus de cotation ainsi que les modes de transmission des ordres.

⁽²¹⁾ rapport annuel 2012, Op.cit, page : 33.

d) Fonction organisation du système de compensation

La SGBV est chargé de l'organisation et de la supervision des opérations de compensation effectuées en bourse. La compensation est très importante dans l'organisation d'un marché, elle permet d'assurer le paiement au vendeur et la livraison des titres à l'acheteur.

4.1.3 Le Dépositaire central « Algérie Clearing »

Le Dépositaire Central des Titres en Algérie, ayant pris pour dénomination sociale Algérie Clearing, a été institué, par la loi N° 03-04 du 17 Février 2003, modifiant et complétant le décret législatif N° 93-10 du 23 Mai 1993, relatif à la Bourse des valeurs mobilières²².

Algérie Clearing est une société par actions créée par les Banques et les Sociétés cotées en bourse pour exercer les missions de dépositaire central des titres en Algérie par le biais d'un système de règlement livraison automatisé et intégré au service de tous les professionnels de la place.

Le dépositaire central des titres « Algérie CLEARING », détenu par huit actionnaires : les 6 banques publiques algériennes (CNEP, BEA, BNA, BADR, BDL, CPA - et 2 sociétés cotées à la bourse d'Alger (EGH El-Aurassi et le groupe SAIDAL). Elle est en charge du règlement livraison des transactions sur titres.²³

La mission essentielle du dépositaire central des titres se repose sur la gestion du système de règlement-livraison des transactions sur titres concrétisant l'échange simultané des espèces et des titres entre les intermédiaires. Donc, le dépositaire central administre les comptes de titre au nom des intermédiaires avec la collaboration de la Banque de Règlement (Banque d'Algérie). Il assure donc Trois (03) fonctions principales :

a) Fonction de conservation des titres

Le dépositaire central des titres tient les comptes ouverts au nom des professionnels. Si l'intermédiaire financier tient le compte de l'investisseur, le dépositaire central tient le compte de l'intermédiaire financier.

b) Fonction de circulation des titres

La bourse, les sociétés émettrices et les négociateurs envoient des instructions de livraison des titres par virement de compte à compte. Le dépositaire central pour sa part, contrôle ces instructions et organise l'accord des parties à la négociation.

c) Fonction d'administration des titres

Le dépositaire central des titres permet aux professionnels d'exercer les droits attachés aux titres (mise en paiement, augmentation de capital) selon les instructions reçues des propriétaires.

²² Rapport annuel 2013, COSOB, Alger, 2014, page :55.

²³ Lettre économique d'Algérie, n°24, Mars 2014, publications des services économiques, (www.cosob.org),
Date de consultation : 05/06/2014.

4.1.4 Les intermédiaires

a) Les Intermédiaires en Opération de Bourse (IOB)

Le marché financier en Algérie est animé par des spécialistes dans l'intermédiation boursière dénommés les I.O.B ce sont les acteurs du marché(les professionnels).

Le décret législatif N° 93-10 du 23 Mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières confère le monopole de la négociation des titres admis en bourse aux seuls intermédiaires en opérations de bourse (IOB). Les I.O.B sont des sociétés par actions ou des personnes physiques agréées par la COSOB. (3)

En outre, pour prétendre à l'activité d'intermédiaire en opérations de bourse, il faudrait au préalable, présenter des garanties suffisantes à savoir :

- Un capital minimum défini par la COSOB ;
- Disposer de moyens humains, matériels et financiers ;
- Avoir une formation en adéquation avec la nature de l'activité appuyée par une expérience professionnelle ;
- Jouir de droits civiques et d'une bonne moralité ;
- S'engager à respecter les règles prudentielles de gestion, de déontologie et de discipline édictées par la Commission.

Les activités pouvant être exercées par les IOB²⁴ :

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

A ce jour la place financière d'Alger compte sept IOB, à savoir la BADR, la BEA, le BNA, la BDL, le CPA, la CNEP et la BNP.²⁵

b) Les teneurs de compte conservateurs (TCC) ²⁶

Les institutions agréées en qualité de Teneur de Comptes Conservateurs de titres (TCC) doivent désigner des personnes physiques afin d'assurer la tenue de compte conservation de titres. Celles-ci sont tenues de soumettre au préalable, à l'appréciation de la commission, un dossier conformément à l'instruction COSOB n° 03/01 du 21 décembre 2003 fixant les modalités d'habilitation des TCC.

²⁴ Rapport annuel 2013, Op.cit, page :45.

²⁵ Rapport annuel 2012, Op.cit, page : 27.

²⁶ Ibid. page : 47.

4.1.5 Les émetteurs des titres

a) Les entreprises

Bien souvent les capitaux propres de l'entreprise ne suffisent pas à financer ses investissements. Elle procède alors, lorsque sa forme juridique le lui permet, à l'émission de titres destinés à des investisseurs (personnes physiques et morales).

Ces titres sont des Valeurs Mobilières qui sont émis sous deux (2) formes :

- Les titres de participation (actions) ;
- Les titres de créance (obligations).

Il y' a lieu de noter que seules les Sociétés Par Actions «SPA» dites aussi sociétés de capitaux qui ont la faculté d'exprimer leur capital en actions ou de lancer un emprunt obligataire. Les sociétés de personne (SNC et SARL), n'émettent pas des actions mais des parts sociales.

En Algérie, depuis 1998, un certain nombre de sociétés ont eu recours au Marché pour émettre des titres soit en actions ou en obligations.

1) Les Actions émises par introduction en Bourse:

- ERIAD-SETIF, en décembre 1998 (augmentation de 20% du capital) ;
- GROUPE SAIDAL, en février 1999 (ouverture de 20% du capital) ;
- EL AURASSI HOTEL, en juillet 1999 (ouverture de 20% du capital) ;
- ALLIANCE ASSURANCE, en Novembre 2010.
- ROUIBA, en Avril 2013.

2) Les Obligations émises par :

- SONATRACH, en 1998 et 2003 ;
- SRH, en 2003 ;
- AIR ALGERIE, en 2004 et 2005 ;
- SONELGAZ, en 2004, 2005 et 2006 ;
- ENAFOR, en 2005 ;
- ENTP, en 2005 et 2006 ;
- ALGERIE TELECOM, en 2005 et 2006 ;
- CEVITAL, en 2006 ;
- ALC, en 2006.

Les obligations SONATRACH janvier 1998 – janvier 2003, SONELGAZ, AIR ALGERIE, ALGERIE TELECOM ont été introduite en bourse après leur émission.

b) L'Etat et les collectivités publiques

Les sociétés ne sont pas les seules à avoir besoin de capitaux pour une longue durée. L'Etat, lui aussi est demandeur de tels capitaux. En effet il fait face à des charges appelées «

Chapitre I : L'introduction en bourse

Dépenses de fonctionnement » et aussi d'autres dépenses d'équipements que l'on appelle « Dépenses d'investissement ».

L'impôt ne pouvant, à lui seul couvrir ces multiples dépenses, l'Etat se trouve contraint d'émettre alors des titres d'emprunt. Il est de même pour les collectivités publiques (Administrations et Entreprises Etatiques des collectivités locales).

Ces titres d'emprunt appelés «Bons du Trésor» ou «Valeurs d'Etat» représentent des placements par les institutions et établissements financiers.

Ils sont émis sous 3 formes :

- Bons du Trésor en Compte Courant (BTC) : 13 et 26 semaines ;
- Bons du Trésor Assimilables (BTA) : 1an, 2ans, 5ans ;
- Obligations Assimilables du Trésor (OAT).

4.1.6 Les gestionnaires d'actifs

a) Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

Les OPCVM ont pour mission de placer en valeurs mobilières et autres produits financiers, les fonds qui leur sont confiés par les actionnaires ou les détenteurs de parts et d'en assurer la gestion.

Ce sont des organismes ayant pour objet de constituer et de gérer un portefeuille de valeur mobilière pour le compte de tiers. Ils sont habilités à collecter de l'épargne en vue d'être investie en bourse selon une politique de placement bien définie. Le coté attractif des OPCVM est de pouvoir investir facilement dans un secteur d'activité ou un produit donné en se dégageant de la gestion et du choix des titres à mettre en portefeuille.

On distingue deux grandes familles d'OPCVM :

- Les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) : La SICAV est une société par actions telle que prévue par le code de commerce et dont le rôle est la gestion des portefeuilles des valeurs mobilières pour le compte des tiers.
L'émission ou le rachat d'actions ne requiert pas l'agrément des actionnaires. Les actions doivent être intégralement libérées dès leur souscription ; elles peuvent faire objet de négociation en bourse dans les conditions fixées par la COSOB.
La SICAV est agréée selon le cas par un conseil d'administration ou un directoire.
- Les FCP (fonds communs de placement) : Le FCP est défini comme étant copropriété de valeurs mobilières dont les parts sont soumises et rachetées à la demande des porteurs à la valeur liquidative, majorée ou diminuée, selon le cas, des frais de commission; son principal objet est également la gestion des portefeuilles des valeurs mobilières.
Les parts du FCP doivent avoir la forme nominative. Elles sont représentées par les certificats nominatifs délivrés par le gestionnaire. Chaque certificat peut représenter une ou plusieurs parts.

Chapitre I : L'introduction en bourse

Le FCP est géré par un gestionnaire qui peut être une personne physique ou morale.

Ces deux types ne peut être constituée que si ses statuts sont agréés par la commission, pour cela l'OPCVM qu'il soit une SICAV ou un FCP, doit soumettre à la COSOB un dossier d'agrément dont le contenu est déterminé dans l'institution n°97-02 du 30 novembre 1997 relative aux OPCVM.

Le conseil d'administration, le directoire de la SICAV ou le gestionnaire du FCP, peuvent annuler ces opérations s'ils estiment qu'elles ne sont pas dans l'intérêt des actionnaires ou les porteurs de parts. Concernant la SICAV, cette décision nécessite l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire.

a) Le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi (FSIE)²⁷

Le FSIE a été créé en vertu des dispositions de la loi de finances pour 2005, notamment ses articles 58 à 62. Il a le statut d'une « société par actions à capital variable ».

b) Les Sociétés de Capital-Investissement²⁸

Durant l'année 2013, la COSOB n'a enregistré aucune demande d'autorisation d'exercice de l'activité de capital investissent et ce, dans le cadre d'exercice de ses missions prévues par l'article 10 de la loi 06-11 du 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement.

Actuellement, deux sociétés exercent dans le cadre de ce dispositif juridique :

- La société "El Djazair Istithmar" spa, dotée d'un capital d'un milliard de DA, agréée par le Ministère des finances en date du 06/05/2010 ;
- La société Financière Algéro-Européenne de participation « Finalep », dotée d'un capital de 191.700.000,00 DA, agréée par le Ministère des Finances en date du 02/05/2012.

4.2. Fonctionnement de la bourse des valeurs mobilières en Algérie

La COSOB définit les règles de fonctionnement du marché boursier. Elle est chargée d'édicter à travers un règlement général qui définit les principes généraux de fonctionnement du marché boursier. Les modalités d'application pratique de ces principes sont définies par des décisions de la société de gestion de la bourse des valeurs mobilières (SGBV), approuvées par la COSOB et publiées au bulletin officiel de la cote.

4.2.1. Le système de cotation

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

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

²⁷ Rapport annuel 2013, Op.cit, page : 57.

²⁸ Ibid. page : 58 et 59.

Chapitre I : L'introduction en bourse

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

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

4.2.2. Les étapes de l'introduction en bourse d'Alger

L'introduction en bourse comprend trois phases importantes de processus : (1)

- Phase de pré-introduction ;
- Phase d'introduction ;
- Phase de post-introduction.

a) Phase de pré-introduction

C'est la phase qui précède l'introduction en bourse et la plus importante dans le processus d'introduction en Bourse qui permet de préparer des bases fondamentales de l'opération, est la première étape que doit suivre l'émetteur dans tous les cas de figure, avant toute introduction en bourse.

Elle comprend les étapes suivantes :

1) Décision de l'opération

La première chose que la société doit faire est de savoir pourquoi elle souhaite s'introduire en Bourse (pourquoi elle s'introduit, qu'est-ce que elle cherche, qu'est-ce que elle est prête à apporter à ses investisseurs, quelle est la structure de l'actionnariat qu'elle souhaite, combien elle est prête à céder de son capital, etc.). Ensuite, il faut qu'elle se demande de quelle manière elle va pouvoir intéresser les investisseurs et identifier ceux qu'elle souhaite particulièrement attirer. En général, ce que cherchent les investisseurs, c'est une société en croissance sur un marché porteur, avec un **savoir-faire** particulier et un **développement** sain et régulier. Et puis surtout, la société doit avoir **une histoire**.

On doit comprendre ce qu'elle fait et comment elle est arrivée là où elle est, quel est son produit, à qui il s'adresse, comment il se vend, qu'est-ce qui a contribué à l'histoire de la société et qu'est-ce qui y contribuera demain à son succès. Seule une Assemblée générale extraordinaire de la société peut décider d'effectuer une des opérations d'appel public à l'épargne, elle ne peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire que les pouvoirs tendant à la rendre effective.

2) Préparation juridique de la société et de l'actionnariat

L'entreprise doit préparer et prendre des mesures en matière juridique, Certaines mesures sont d'ordre légal :

Chapitre I : L'introduction en bourse

- Accord des actionnaires sur le projet d'introduction ;
- Réorganisation juridique, statutaire et financière :
 - Transformation en société anonyme (SA).
 - Exigence d'un capital minimum.
 - Les titres doivent être négociables.

Et d'autres mesures sont éventuelles :

- Adaptations statutaires ;
- Détermination de la part du capital mise en vente ;
- Fixation de la date souhaitée ;
- Aménagements contractuels et mise à jour des conventions réglementées ;
- Formalisation des relations contractuelles avec les tiers ;
- Resserrement des relations salariales entre le management et l'actionnariat majoritaire ;
- Mesures de restructuration du capital et établissement d'un pacte d'actionnaire ;
- Obligations déclaratives de franchissement de seuils.

3) Evaluation de l'entreprise

L'entreprise doit procéder à l'évaluation de son actif par un membre de l'ordre des experts comptables autre que son commissaire aux comptes, ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la commission, sauf membre de cette dernière. Cette évaluation permette à déterminer le prix de vente ou d'émission de l'action.

4) Choix de l'IOB

L'entreprise est tenue de désigner un IOB (banques d'affaires, sociétés de Bourse, commissaire(s) aux comptes, agences de communications, conseillers juridiques et financiers, etc) qui permet une plus large diffusion du titre à travers l'exploitation du réseau des agences bancaires. La petite et moyenne entreprise (PME) quant à elle, doit désigner pour une période de cinq (05) ans un conseiller accompagnateur dénommé promoteur en bourse, chargé de l'assister lors de l'émission de ses titres, dans la préparation de l'opération d'admission et de s'assurer en permanence qu'elle respecte ses obligations d'information légales et réglementaires. Avec l'aide des intermédiaires sélectionnés, l'entreprise va enclencher le processus par, éventuellement, des aménagements patrimoniaux et accompagner l'entreprise durant toutes les étapes de l'opération et dans la rédaction de la note d'information.

Chaque un des IOB a des rôles spécifiques, qui peuvent être mentionné, y compris ce qui suit :

- **Société(s) de Bourse :**
 - Établissement du calendrier sur le déroulement de l'opération d'introduction ;
 - Propositions des aménagements juridiques, financiers et fiscaux à mettre en place afin de se conformer à la réglementation ;
 - Effectuer le préplacement et déterminer les caractéristiques de l'opération ;
 - Préparer le dossier d'introduction et le document d'information ;
 - Assurer la liaison avec les autorités boursières ;

Chapitre I : L'introduction en bourse

- Évaluation de la société, détermination du prix de l'offre et choix de la procédure ;
- La recherche des souscripteurs ou d'acquéreurs pour le compte de la société et procéder, le cas échéant, au placement des titres ;
- Assurer l'animation des titres.
- **Les commissaires aux comptes :**
 - Une mission de contrôle et certifier les comptes ;
 - Une mission d'information et d'alerte ;
 - Etre en relation avec la COSOB qui examinera leurs diligences et pourra, le cas échéant, demander l'établissement d'un programme de travail.
- **Les agences de communication :**
 - Définir une image financière et boursière de l'émetteur ;
 - Élaborer et exécuter la stratégie de communication ;
 - Édition des documents ;
 - Organisation des relations avec la presse, analystes et les investisseurs ;
 - Assurer la diffusion de l'information ;

5) Elaboration du projet de la notice d'information

La société est tenue de remettre à la COSOB un projet de « notice d'information » qui reprend tous les détails :

- Les caractéristiques de l'opération : le nombre et la nature des titres offerts à la souscription, le calendrier de l'opération et la date prévue de cotation des titres, la procédure d'introduction ;
- Les données sur le capital : répartition du capital et des droits de vote, évolution du capital ;
- Les données générales sur l'organisation de l'entreprise : sa forme juridique, son objet social, ses statuts, son organigramme ;
- Les données sur l'activité de l'entreprise et son secteur : historique, secteur d'activité, environnement concurrentiel ;
- Les données économiques : chiffre d'affaires, résultat, effectif, filiales, perspectives et stratégie de développement ;
- La situation financière de l'entreprise : bilan, compte de résultat et des annexes précisant le périmètre et les méthodes de consolidation ;
- Les facteurs de risque pouvant avoir une incidence sensible sur l'activité.

Pour l'élaboration de la note d'information, le COSOB recommande à l'émetteur le recours à un conseiller financier spécialisé, lequel devra effectuer les diligences nécessaires conformément aux meilleures pratiques de la profession et Une fois visée par la COSOB, la note d'information est :

- Disponible dans les établissements chargés de recueillir les souscriptions ;
- Remise adressée à toute personne dont la souscription est sollicitée ;
- Tenue à la disposition du public au siège de l'émetteur et de la Bourse d'Alger
- Un extrait est publié dans un journal d'annonces légales ;
- Elle est aussi consultable en ligne sur le site de la Bourse d'Alger.
-

6) Dépôt du dossier d'admission

Le dossier d'admission, comme défini dans l'instruction COSOB n° 98/01 du 30 avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse, doit contenir :

- Une demande d'admission ;
- Un procès-verbal de l'organe habilité ayant décidé ou autorisé l'émission ;
- Un projet de notice d'information ;
- Un projet de prospectus ;
- Des informations générales relatives à l'émetteur et son environnement;
- Des informations sur la capitalisation, situation économiques, situation financières, l'activité et le patrimoine;
- Des documents juridiques ;
- Un rapport d'évaluation pour l'émission des actions ;
- Présentation des investissements à réaliser, objet du financement et informations sur les risques liés à l'opération et à l'émetteur ;
- Informations sur les garanties, sûretés, notation.

La société est tenue de remettre à la COSOB un projet de « notice d'information » qui reprend tous les détails ; relatifs aux activités, à la situation financière, à la stratégie de la société et les caractéristiques des titres émis (nombre, prix, forme juridique ...).

7) Visa de la COSOB

La COSOB doit vérifier la qualité et l'exhaustivité de l'information présentée conformément à la réglementation et elle analyse le dossier en collaboration avec les commissaires aux comptes de la société, et après la Commission dispose d'un délai de deux (02) mois pour étudier le dossier, et par conséquent **accorde** ou **refuse** son visa.

8) Adhésion au Dépositaire Central

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

9) Campagne marketing

Afin de réussir le placement de ses titres, l'émetteur lance une campagne marketing à travers différents médias (radio, télévision, journaux...) et en distribuant les prospectus et les notices d'information via tout le réseau d'agences du syndicat de placement.

10) Vente des titres

La vente se fait, en général, par le biais du réseau bancaire. Les investisseurs présentent leurs ordres d'achat directement auprès des agences bancaires, membres du syndicat de placement, moyennant le dépôt d'un montant représentant la contre-valeur de la quantité de titres demandée.

11) Divulgarion des résultats

Si les conditions d'introduction à la cote sont remplies, l'offre est déclarée positive et les résultats de l'opération sont rendus publics. Dans le cas contraire, l'introduction du titre à la cote sera refusée.

12) Dénouement de l'opération

Le dénouement de l'opération est assuré par le Dépositaire Central des Titres et ce, trois (03) jours ouvrables après la divulgation des résultats.

b) Phase d'introduction

C'est la phase où démarre la cotation du titre, après que l'entreprise ait obtenu l'autorisation (décision d'admission) de la COSOB d'effectuer son entrée effective en bourse. La SGBV publie un avis dans une édition du Bulletin Officiel de la Cote (BOC) indiquant la date de la première séance de cotation ainsi que le cours d'introduction du titre.

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

c) Phase de post-introduction

1) Le contrat de liquidité

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

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

2) Publication de l'information

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

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

4.2.3 Conditions d'introduction en bourse d'Alger

La COSOB définit les conditions nécessaires d'admission de valeurs mobilière aux négociations en bourse par un règlement n°97-03 du 18 novembre 1997. (1)
L'entreprise qui veut l'admission de ses titres en bourse, doit remplir des conditions générales et des conditions particulières

Chapitre I : L'introduction en bourse

a) Les conditions générales ²⁹

Les conditions de l'introduction en bourse sont :

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

b) Les conditions particulières :

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

Tableau 1.1 : conditions particulières de l'introduction en bourse d'Alger.

Conditions	Marché des titres de capital		Titres de créance
	Marché principale	Marché PME	
-Forme juridique ; -Capital social minimum libéré ; -Résultat du dernier exercice ; -Part du Capital minimum à diffuser dans le public ; -Etats financiers certifiés et publiés ; -Structure d'audit interne ; -Nombre de détenteurs le jour de l'introduction.	- S.P.A • 500.000.000 DZD - Bénéficiaire • 20% - 03 derniers exercices dont le résultat positif - Exigée • 150 actionnaires	- SPA - Pas de limite fixée -N'est pas exigé • 10% - 02derniers exercices sauf dérogation de la COSOB -Exigée + désignation d'un promoteur en bourse • 50 actionnaires ou 03 investisseurs institutionnels	• 100.000.000 DA ; - Etre réparti entre au moins 100 détenteurs

Source : guide du marché PME, (www.sgbv.dz), date de consultation 06/09/2014.

²⁹ La bourse d'Alger, (www.sgbv.dz), date de consultation : 05/06/1014.

Conclusion du chapitre I

« Si la bourse n'existait pas, il faudrait l'inventer », telle est la pensée des grands spécialistes de la bourse et d'un grand nombre d'entreprises cotées dont le développement et la croissance revient en partie à cette institution qui reçoit aujourd'hui une variété de sociétés représentatives de toutes les activités économiques.

En effet, on n'a rien inventé de mieux pour les sociétés dont les objectifs sont le plus souvent :

- Lever les fonds nécessaires pour financer leur programme de développement.
- Trouver des partenaires ou des alliés stratégiques, qui les aideront en tant qu'actionnaires à réaliser les engagements et les prévisions arrêtés.

Après avoir présenté des généralités sur la bourse des valeurs mobilières, on a présenté dans ce chapitre les avantages et les contraintes de l'introduction en bourse, un certain nombre de facteurs ont été systématisés par des modèles dans la littérature pour expliquer l'introduction en bourse des entreprises. L'introduction permet non seulement de trouver des fonds propres supplémentaires et de diversifier les sources de financement de l'entreprise, mais aussi d'acquérir la notoriété et crédibilité à l'échelle nationale et internationale et même l'introduction en bourse est un processus par lequel une entreprise familiale, souvent gérée par son propriétaire, est transformée en une entreprise dont le capital est ouvert au particulier.

Donc on peut dire que chaque introduction poursuit ses propres objectifs qu'il convient d'étudier avec soin.

A la fin de ce chapitre on a essayé de présenter la bourse des valeurs mobilière d'Alger, le fonctionnement et l'organisation. La mise en place d'un marché boursier en Algérie décidée par les autorités publiques, est le produit né de la crise économique caractérisée par la pénurie de ressources et la qualité de celle-ci, ainsi que des déséquilibres micro et macro-économiques.

Ceci dit, il ne faut pas croire que la simple existence de la bourse est la solution aux problèmes que traverse l'Algérie sur le plan économique.

Le marché financier n'a jamais guéri une économie malade mais il l'aide à s'en sortir. Le financement de l'économie dans les pays à tradition boursière ancrée, se fait à hauteur de 50% du total des financements consentis.

Aujourd'hui, le marché financier algérien est encore loin de ce pourcentage mais ses débuts sont prometteurs et ses perspectives se présentent sous de bons auspices.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

L'évaluation d'entreprise a connu un très fort développement au cours des trente dernières années, dans un environnement économique et financier en constante évolution.

L'accélération des échanges et l'internationalisation des groupes ont favorisé la concentration dans de nombreux secteurs d'activité (télécom, transport, agroalimentaire, services financiers, informatique...). Les rapprochements transnationaux se sont ainsi multipliés au cours des dernières années. À côté de ces megadeals, l'environnement de l'évaluation s'est aussi largement internationalisé pour les sociétés non cotées avec l'arrivée d'investisseurs internationaux très actifs depuis le milieu des années 1990 (fonds de pension, fonds de private equity, fonds souverains).

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

- Une donation ou déclaration fiscale,
- Une transmission familiale à titre onéreux,
- Une cession totale ou partielle à des salariés ou à un tiers,
- Une prise de participation majoritaire ou minoritaire de partenaires externes (financiers, industriels),
- **Une introduction en Bourse,**
- Calculer une parité d'échange en cas de fusion.
- Un divorce, une procédure d'arbitrage...

Mais qui nous intéressent dans notre travail est l'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse et comment déterminer la valeur d'une entreprise afin d'introduire en bourse. Pour cela on consacre ce chapitre et on décompose ce chapitre en quatre sections, la première section parle d'une généralité sur les fondements de la valeur et les principales théories de valeur. La deuxième section explique la démarche d'évaluation de la collection de l'information à la fixation de prix. La troisième section résume les différentes méthodes d'évaluation et comment lier chaque méthode par son champ d'application. La dernière section est consacrée pour le phénomène de sous-évaluation.

Section 01 : Généralités sur Les fondements de l'évaluation d'entreprise

On peut dire que la question de la valeur est à la fois très simple et extraordinairement compliquée. Très simple, parce que les choix faits par les uns et les autres face à cette question se traduisent de manière limpide dans leur options sociales et politiques ; nous verrons de quelle manière un peu plus loin. Extraordinairement compliquée, parce que cette question a soulevé des polémiques d'autant plus riches qu'elle était lourde d'implications, et que de part et d'autre, les arguments ont connu des raffinements sans cesse croissants.

1.1. Notion de valeur

Tant dans le langage courant que dans la littérature professionnelle ou non professionnelle, on trouve un grand nombre de définitions de la notion de valeur.

Lorsque l'on parle de la valeur de l'entreprise, il devrait s'agir de sa valeur en tant qu'agent économique, c'est-à-dire une valeur strictement liée au contexte dans lequel cet agent joue un rôle dans le tissu économique. Cette valeur ne peut être réellement établie, vu le nombre de variables à appréhender et les difficultés de valoriser chacune de celles-ci. Elle s'apprécie lorsque d'importantes entreprises sont en faillite latente ou lorsque les pouvoirs publics se voient contraints de financer des entreprises en difficulté, compte tenu de l'impact que pourrait avoir leur fermeture sur l'économie entière d'une région. L'entreprise pourrait avoir pour valeur sa capacité à générer et à redistribuer de la valeur ajoutée, qui n'est pas seulement limitée à son entité.

Lorsque l'on parle d'évaluation d'entreprise dans les relations d'affaires, il ne s'agit pas d'estimer la valeur économique d'un agent économique, mais bien d'évaluer la valeur économique de l'outil qu'il représente. La valeur économique d'un outil est également unique : c'est son appréciation ex-ante qui pose de sérieux problèmes.

On constate tout d'abord, tant à travers la littérature que dans la pratique professionnelle, une confusion entre :

- ✓ La valeur des actions d'une entreprise en tant qu'instruments financiers et la valeur de l'action en tant que sous-ensemble de la valeur de l'entreprise;
- ✓ La valeur de l'entreprise et l'espérance du prix que l'on pourrait en obtenir ou la payer. On trouve ainsi autant de notions de valeur que de cas particuliers. Quoique défendue par certains auteurs comme spécifique ou incluse dans la jurisprudence, on peut constater que la notion de valeur, si ce n'est la valeur économique, est toujours une espérance de prix compte tenu d'un contexte économique particulier ;
- ✓ La valeur de l'entreprise et la méthode de calcul pour en obtenir l'estimation. En effet, il existe dans la littérature technique un grand nombre de formules mathématiques qui sont censées donner la valeur d'une entreprise. Toutefois, à la lecture de celles-ci, il est aisé de comprendre qu'elles relèvent de raisonnement d'acheteurs ou de vendeurs et que, dès lors, elles ont pour seule raison d'établir soit le prix auquel on désire acquérir une entreprise ou un autre bien d'investissement, soit celui auquel on désire vendre. C'est ainsi que la formule dite du superprofit est la formule type d'une approche « acheteur ».

1.2. Relation valeur et prix

Il y a plusieurs définitions qui expliquent la valeur selon le courant de pensée économique. Elles se rattachent à deux conceptions principales qui donnent au mot « valeur » des sens radicalement différents, et impliquent deux conceptions différentes de la relation entre valeur et prix.

- Lorsque on fait la différence entre prix et valeur il faut faire la distinction entre :
 - Valeur financière : c'est la valeur intrinsèque de l'entreprise et elle est universelle.
 - Valeurs stratégiques : elles intègrent les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en tirer et il y en a autant qu'il y a d'acquéreurs potentiels.
- La définition subjective et objective :

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

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

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

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

- Le prix d'une entreprise suppose une notion de transaction et de confrontation d'une offre et d'une demande. Au contraire, la valeur n'implique pas nécessairement qu'il y ait volonté de transaction. Si le prix est une donnée objective, la valeur est nettement plus subjective.
- Barnay et Calba (1968) disent : « la valeur est une possibilité, le prix est une réalité et ne se forme qu'à l'instant de l'accord entre vendeur et acheteur. Il n'y a pas obligatoirement coïncidence entre valeur et le prix, sauf dans le cas d'un marché de concurrence à peu près parfaite. A partir d'une estimation de la valeur, même la meilleure que l'on puisse imaginer, il est à peu près sûr que de la libre négociation résulte ensuite un prix qui sera différent. Cela est normal et ne signifie en aucune façon que l'estimation a été erronée » ¹

¹ THAUVRON Arnaud. Evaluation d'entreprise, ECONOMICA, 2eme édition, Paris, p : 11 et 12

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

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

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

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

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

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

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

1.3. Différents types de valeur

1.3.1. La valeur du marché

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

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

Le terme générique de « valeur de marché d'un actif recouvre deux types de mesure. Dans un premier sens, ce terme désigne une valeur négociable et constatée sur un marché à l'instant considéré : il s'agit alors d'un prix de transaction plutôt que d'une valeur (le cours d'une action cotée ou le prix du m² de bureau, par exemple). La valeur de marché prend une autre signification pour désigner une valeur calculée ou valeur de rentabilité : il ne s'agit plus d'un prix observable mais du niveau de prix « économiquement correct ». La valeur de marché d'un actif se mesure alors comme la valeur actuelle des revenus futurs de cet actif : et cette valeur actuarielle nécessite, pour être calculée, de mobiliser une projection de revenus futurs d'une part, et un coût du capital de référence (taux d'actualisation) d'autre part ».²

Le concept de valeur vénale est défini de la façon suivante par les professionnels de l'expertise :³

- Libre volonté du vendeur ;

² Laurent BATSCH, LA THEORIE DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE, Université PARIS-DAUPHINE, CEREQ (umr cnrs), paris, p : 1

³ Bernard THION, VALEUR, PRIX ET METHODES D'EVALUATION EN IMMOBILIER, Université Paris 9-Dauphine, France, page : 6.

- L'existence d'au moins deux acquéreurs potentiels ;
- La disposition d'un délai raisonnable pour la négociation, compte tenu de la nature du bien et de la situation du marché ;
- Le maintien de la valeur à un niveau sensiblement stable pendant ce délai ;
- Des conditions de mise en vente et de publicité normale ;
- Que les parties en présence n'ont pas été influencées par des raisons de convenance personnelles.

1.3.2. La valeur d'acquisition

Pour tout analyste, la valeur d'acquisition reste, qu'elle soit réglementée ou pas, le prix total payé pour acquérir un bien, consommable ou pas. Il s'agit donc du prix de revient complet identifiable en unité monétaire. Ce prix ne tient pas compte des coûts sociaux ou des produits sociaux n'existant pas encore lors de la conclusion de l'opération.

Il y a aussi la valeur à neuf qu'il s'agit de la valeur de remplacement du bien considéré, c'est-à-dire, dans ce cas, tout simplement de l'espérance du prix que l'on devra payer pour l'acquisition d'un même bien avec la même utilité.

1.3.3. La valeur de liquidation

La valeur de **liquidation** est la valeur à laquelle on réalise les biens de l'entreprise dans des conditions normales de retrait des affaires ou de cessation d'activités. La réduction des activités et la réalisation du patrimoine se font progressivement en payant les dettes et en assurant les obligations de l'entreprise vis-à-vis du personnel ou des créanciers. On peut considérer dans cette optique que les gestionnaires ont le temps de chercher des acquéreurs et de négocier les réalisations effectuées. On peut considérer que cette valeur est une valeur minimale de la société.

En fait, la valeur de liquidation est l'espérance de réalisation d'une entreprise ou de la somme de ses sous-ensembles. Il s'agit donc d'une espérance de prix vendeur et non d'une valeur.

La valeur **liquidative** n'est qu'un cas particulier de la valeur de liquidation. Il s'agit également de l'espérance de réalisation d'une entreprise ou de la somme de ses sous-ensembles et, par voie de conséquence, de l'espérance de prix vendeur et non d'une valeur. Certains auteurs ne sont pas d'accord quant à cette notion, ce qui n'a rien d'exceptionnel lorsqu'on commence à classer la notion de valeur en fonction de sa méthode de calcul en lieu et place de sa nature.

Brilman et Gaultier la définissent comme une « valeur de base, moins sévère que la valeur de liquidation ».⁴ Ils considèrent qu'il n'y a pas de discontinuité de l'exploitation et que cette valeur concerne des entreprises non déficitaires, dont le cours de Bourse est bas. On prend comme base la valeur de liquidation. Mais comme il n'est pas envisagé de cesser l'activité, on

⁴ Claude Janssens (2008), *Réflexions générales sur la valeur d'une entreprise – L'approche industrielle, accountancy & tax*, p : 39.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

ne prend pas en considération les indemnités de licenciement ou les commissions payées sur la vente des biens. Ici, on est également dans le cas d'une valeur estimée de l'espérance de réalisation.

Par contre, pour P. Vizzanova, « la valeur liquidative résulte d'une liquidation forcée de l'entreprise et les éléments d'actifs risquent d'être bradés »⁵.

1.3.4. La valeur d'utilisation, d'usage et valeur d'exploitation

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

L'UEC (Union européenne des experts comptables économiques et financiers) a défini cette valeur comme « la valeur de continuation estimée sur la base de la valeur de remplacement contemporaine des biens et droits de l'entreprise, diminuée des dettes ».

Le prix « théorique » d'occasion est calculé en tenant compte : des valeurs à neuf ou des valeurs d'achat réévaluées, de l'âge, du vieillissement technique, de l'usure et de l'utilité.

1.3.5. La valeur de remplacement

Il s'agit également de l'espérance du prix qu'il faudrait payer pour obtenir un bien d'investissement de même vétusté, de même capacité productive, déduction faite du solde de son financement.

Pour les biens mobiliers, la valeur de remplacement correspond au prix de revient total d'un bien présentant les mêmes caractéristiques et dans un état semblable au bien détruit. Pour les immeubles, la valeur de remplacement équivaut à la valeur de reconstruction, sans déduction de vétusté.

1.3.6. La valeur substantielle ou valeur intrinsèque

Fondée principalement sur des données internes, spécifiques à la propriété (pour l'évaluation des titres: le profit et les dividendes estimés, la structure du capital, la qualité du management), à lesquelles on ajoute des données externes, de marché (pour l'évaluation des titres: la cotation des titres comparables).

La valeur substantielle correspond à la valeur de l'outil économique qu'est l'entreprise, à sa valeur estimée du marché, celle-ci étant différente de la valeur comptable. La personne chargée de l'évaluation se devra, préalablement à toute analyse, de contrôler correctement les différents postes du bilan afin de lui apporter les corrections nécessaires qui lui permettront de dégager une valeur plus correcte du patrimoine. Certains auteurs y voient la valeur économique de l'entreprise, ce qui, dès lors, biaiserait fortement les résultats lorsque celle-ci est combinée à la valeur de rendement.

⁵ Claude Janssens, op-cit, p : 39.

Section 02 : La démarche d'évaluation

Préalablement à la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, il est nécessaire de recueillir de l'information sur la société et son environnement. Cette étape est incontestablement 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 fortement 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.

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

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

2.1. Collecter l'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.

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 :

2.1.1. La source interne

Il faut étudier et analyser toutes les fonctions de l'entreprise (production, ressources humaines, achat, commerciale, juridique, comptables...), parmi les sources interne on site :

- Les documents internes : tableaux de bord, documents de gestion, guides de procédure interne, compte rendu de réunion, de visites, études marketing, rapports du service après-vente, rapports d'étonnement, les bilans et pièces comptables ...
- Les fichiers : clients, fournisseurs, prospects ...
- Le traitement des demandes externes : courriers et courriels reçus, Interrogation du site Web de l'entreprise, CV transmis ...

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

- Les personnels : commerciaux, acheteurs, responsable développement, production, responsable SAV.
- Procéder à une visite de lieux afin de comprendre certaines situations et détecter certains risques dès la visite de locaux.
- Mener des entretiens avec les dirigeants, dans un premier temps, puis avec les salariés.

2.1.2. La source externe

Analyse du marché, de son évolution, analyse de l'environnement législatif, réglementaire, analyse de la concurrence et des facteurs clés de succès. Cette prise de connaissance externe est plus difficile à réaliser, car l'information n'est pas directement accessible dans l'entreprise. On peut situer les points suivants :

- La presse économique et financière : fournit des résultats financiers et économiques de nombreuses sociétés, de leurs maisons mères ou filiales françaises et étrangères. À partir d'une vision globale du tissu économique, elle donne une vision dynamique et générale ;
- Les syndicats professionnels permettent souvent d'obtenir des informations propres au secteur et facilitent, par exemple, l'interprétation des bilans de l'entreprise évaluée et la comparaison avec ceux de ses concurrents ;
- Les centrales de bilan sont des organismes qui traitent des informations recueillies auprès de certaines entreprises en vue de diffuser des analyses financières par secteur ;
- Les partenaires : fournisseurs, sous-traitants, financiers ;
- Internet : spécialisée en ligne, sites internet des clients et fournisseurs forums et blogs (avis d'experts, de consommateurs..), bases de données gratuites ou payantes (technologie, économique et financière...), thèses, réseaux sociaux sur Internet.

2.2. Diagnostic global

L'analyse économique de l'entreprise a pour but de dégager les points forts et les points faibles de l'entreprise choisie, compte tenu de son environnement, fonder l'évaluation de l'entreprise et l'argumentation qui sera utilisée lors de la négociation, préciser les actions prioritaires à mener, en exploitant les points forts et en trouvant des remèdes aux points faibles et vérifier la cohérence entre l'entreprise convoitée et le projet personnel du repreneur.

Le diagnostic stratégique a deux objectifs le premier est de comprendre comment a évolué l'entreprise jusqu'au jour où le diagnostic est fait et repérer ses forces et ses faiblesses, et l'autre est de préparer le plan stratégique de l'entreprise pour les années à venir et étudier les possibilités de développement de l'activité : diversification, fusion, acquisition...

Le diagnostic stratégique va permettre à l'organisation, dans un premier temps (diagnostic interne), d'identifier ses atouts et ses faiblesses puis d'analyser les opportunités et les menaces de son environnement (diagnostic externe). Il est nécessaire pour formuler et mettre en œuvre les options stratégiques les plus pertinentes et les plus intéressantes pour l'organisation.

2.2.1. Diagnostic interne

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

a) Diagnostic commercial⁶

Les principaux axes d'analyse sont expertisés et analysés en profondeur dans le cadre du diagnostic commercial :

- Les clients : effectuez une analyse de type RFM (R = Récence : depuis quand sont-ils clients, quelle est la date de leurs derniers achats ? à quelle période achètent-ils ?, F = Fréquence : à quel rythme, mensuel, annuel ou occasionnel, achètent-ils ? et M = Montant : quel est le niveau moyen des achats ?)
- Positionnement : Quelle est l'image de la société que je suis sur le point de racheter ? Outre la qualité des produits et des prestations, comment ses clients et fournisseurs la considèrent-ils, vraiment ? Pour connaître l'image réelle de ma future société, l'idéal est d'aller interroger à la fois ses clients et ses partenaires. Pourquoi sont-ils fidèles (ou pas !) ? Qu'est-ce qui fait la différence, comment décrivent-ils les services, sur une échelle de 1 à 5, quelle valeur retirent-ils de la relation avec l'entreprise ? Les questions sont assez simples ; mais l'enjeu sera de pouvoir les poser AVANT le rachat. Il vous faudra obtenir l'autorisation bienveillante du vendeur pour effectuer cette analyse.
- L'équipe commerciale : Même s'il est ardu de mesurer le niveau de motivation et d'implication de l'équipe commerciale, quelques critères objectifs subsistent : le niveau d'atteinte des objectifs, courbes de ventes, répartition des produits et services vendus, la connaissance qu'ils ont de leur secteur, Méthodes de vente utilisées et surtout des clients de l'autre et la formation qu'ils ont reçue...
L'entreprise qui n'a jamais envoyé ses collaborateurs en formation a probablement accumulé un déficit grave à la fois en actualisation des connaissances, et surtout en stimulation de ses troupes. Ce retard, rattrapable, aura un coût conséquent et en général sous-estimé.
- La force de vente et les réseaux de distribution : L'inventaire des forces de vente permet de connaître le nombre, la qualification, la nature, la couverture, et la répartition géographique des vendeurs. Une entreprise, pour atteindre ses différentes cibles de clientèle, devra souvent choisir non pas un mais plusieurs circuits de distribution adaptés à la clientèle et aux contraintes de l'entreprise. Parallèlement aux réseaux de distribution, il est nécessaire d'analyser la force de vente afin de comprendre le mode de fonctionnement des équipes commerciales, leur statut social (salarié, indépendant...).
- Analyse de produits ou services proposé : L'analyse des produits ou services proposés par l'entreprise, permet d'identifier clairement la gamme de produits ou de services actuels et d'en déterminer les produits phare, ceux qui se vendent bien et contribuent fortement à la marge bénéficiaire. De mieux comprendre le mode de gestion des gammes par l'entreprise et d'étudier le portefeuille de produits de l'entreprise et de situer chaque produit dans sa courbe de vie.

b) Diagnostic juridique

La reprise d'une entreprise entraîne automatiquement le transfert des éléments nécessaires à l'exercice de l'activité, y compris ses contrats. Les aspects juridiques sont omniprésents et touchent toutes les fonctions de l'entreprise. Le non respect de certaines obligations peut avoir des conséquences graves pour l'entreprise. Le diagnostic juridique est donc un exercice très

⁶THAUVRON Arnaud. op-cite, p : 19 .

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

important, mais délicat à réaliser. Même s'il est recommandé au repreneur de prendre par lui-même connaissance des contrats et des clauses essentielles, l'assistance d'un conseil est souvent recommandée. On peut résumer les points nécessaires pour ce diagnostic dans :

- Les conditions bancaires : permettre de connaître la situation bancaire au jour de la reprise, de connaître les conditions générales de banque, d'identifier les conditions des prêts accordés et les possibilités de renégociation et de connaître les garanties prises par les banques.
- Contrat crédit bail : permettre de connaître la nature de bail (commercial, professionnel, court durée...), la durée (Quelle est la durée restant à courir ?, Les conditions de résiliation du bail de courte durée ont-elles été prévues ?, Quel est l'événement pouvant mettre fin à la convention d'occupation précaire ?...), le loyer, l'exercice de l'activité, le divers, cession de bail....
- La réglementation d'activité : a pour objectif de connaître est ce que les conditions d'accès et d'exercices de l'activité sont remplies ?, cette réglementation a-t-elle fait l'objet (ou doit-elle faire l'objet) d'une évolution ?, l'entreprise dispose-t-elle d'un délai pour s'y conformer ?, quelles sont les incidences financières, techniques et humaines de cette réglementation ?
- Contrat d'édition : a pour objectif de connaître les obligations contractuelles, les risques, les potentialités et le maintien des contrats et cours.
- Contrats en cours avec des clients, fournisseurs ou sous-traitants : permet d'avoir l'objet des contrats, la durée, les conditions (les engagements pour l'entreprise, les conditions de livraison...), les conditions financière (le montant, délai de paiement, la réévaluation des prix...) et la résiliation (les causes et les modalités de résiliation du contrat).
- Obligations fiscales et sociales : permettre de connaître Quelles sont les obligations déclaratives et de paiement de l'entreprise ?, L'entreprise bénéficie-t-elle d'aides sociales ?, L'entreprise bénéficie-t-elle d'aides sociales ?, Quel est le régime d'imposition des bénéfices de l'entreprise ?, Quelles sont les obligations déclaratives et de paiement de l'entreprise eu égard au régime d'imposition appliqué ?, Quels sont les impôts dus par l'entreprise ? Quel est le montant dû au titre de ces impôts ?...
- Augmentation de capital : permet de connaître les conditions de réalisation de l'opération, Les modalités de réalisation de l'opération et Les incidences de l'opération.
- Organisation juridique : est pour le but de répondre sur les questions suivantes : Quels sont les organes de direction en place ?, Qui siège au sein de ces organes ?, Quel est le rôle des associés ou dirigeants dans la société ?, Des délégations de pouvoir ont-elles été mises en place ?, quelle en est la teneur ?, et Quels sont les principaux événements juridiques intervenus dans la société depuis sa création ?
- Contrat d'assurance : L'étude de ces contrats doit permettre au repreneur d'analyser les contrats d'assurance en cours, tant au regard de l'activité, des moyens d'exploitation que des dirigeants d'entreprises (risques couverts, garanties souscrites, franchise applicable, montant des primes, ...). De connaître les sinistres déjà survenus. D'identifier les risques non couverts. Et d'envisager la modification et/ou la conclusion de nouveaux contrats d'assurances.

c) Diagnostic des ressources humaines

Le diagnostic humain de l'entreprise a pour objectifs :

- De contrôler les effets induits par le départ du dirigeant, et de voir si l'organisation peut être mise en péril.
- De s'assurer de votre capacité à vous intégrer dans l'entreprise et à fédérer les salariés autour de votre projet.
- D'étudier les contrats de travail en cours, les fonctions de chacun et les relations entre la direction et les salariés.
- D'envisager des perspectives d'amélioration.

d) Diagnostic comptable et financier⁷

Le diagnostic financier a pour l'objectif de collecter et interpréter des informations permettant de porter jugement sur la situation économique et financière de l'entreprise et son évaluation. La démarche a suivre est la suivante :

- Examiner la rentabilité de l'entreprise : sur les trois dernières années. Le repreneur va comparer l'évolution des ventes (ou de la production) à l'évolution des différents postes de charges. S'il constate qu'un poste de charges a eu une progression supérieure au chiffre d'affaires, il devra en rechercher les raisons et définir les moyens d'y remédier. L'analyse détaillée du chiffre d'affaires réalisée lors du diagnostic de l'activité servira à identifier les produits/clients/services qui sont les gros contributeurs de rentabilité.
- Analyser le "point mort prévisionnel" : qui correspond au chiffre d'affaires à réaliser pour que l'entreprise équilibre ses charges avec ses profits.
- Analyser le besoin en fonds de roulement (BFR) : qui représente un élément très important pour le repreneur car : il se traduit, au quotidien, par des besoins de trésorerie auxquels l'entreprise doit pouvoir faire face, il représente un besoin de financement que les banquiers n'aiment généralement pas financer...

Le BFR correspond à l'argent dont l'entreprise doit disposer en permanence pour que l'activité courante puisse être assumée normalement. Par exemple, si l'entreprise accorde des délais de paiement à ses clients, elle doit pouvoir financer ce crédit.

- Effectuer une analyse financière empirique : en procédant à un examen critique de différents points en lien direct avec la santé financière de l'entreprise.

Cette approche consiste, pour le repreneur, à se poser des questions de bon sens :

- Quel est le niveau réel de revenus du dirigeant (et des membres de sa famille qui travaillent avec lui) généré 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 ?

⁷ Jean-Michel Palou (2008), les méthodes d'évaluation d'entreprise, Groupe Revue Fiduciaire, 2eme édition, Paris, p : 22.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

- 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.

e) Diagnostic des moyens de l'entreprise

Ce diagnostic est nécessaire surtout lorsque l'entreprise est industrielle. Les principaux points à étudier sont résumés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 2.1 : Les questions nécessaires pour réaliser un diagnostic des moyens d'entreprise

Les questions à se poser	
Terrains, locaux, emplacement, installation	-Boutique, atelier, bureau ? -Eviction, expropriation possible ? propriété, location ? -Surface, état, valeur ? Examen du bail ? -Rôle de l'emplacement pour capter la clientèle ? -Qualité de l'emplacement et sa signalisation ? -Projet de voirie, d'urbanisme ou constructions commerciales de la mairie ? -Type et état de l'agencement ? -Investissement à faire ? projet d'équipements collectifs ?
Le parc machine	-Liste ? état et valeur ? Age ? -Taux d'utilisation ? Mode de financement du matériel ? Garantie ? -Investissement à faire ?
Organisation de production	Taux de panne ? Budget d'entretien et réparation ? En cours ? Sous ou sur capacité de production ? Agencement des postes de travail ? Productivité ?
Les autres moyens	Brevet, marque, modèle, dessins... ? Qui est propriétaire le chef d'entreprise ou l'entreprise ? Valeur réelle ? Contrat de franchise ou concession ? les conditions ? Investissements ? Stocks (volume, valeur, taux de rotation)

Source : <http://www.lyon.cci.fr>, date de consultation 14/06/2014.

2.2.2. Diagnostic externe

Pour analyser une entreprise et évaluer ses performances, il est important de savoir en amont définir sa position sur le marché. Pour cela, une étude externe est indispensable afin d'appréhender les divers facteurs environnementaux qui influencent sa situation économique et identifier les politiques de développement des autres acteurs du même secteur d'activité qu'elle.

Selon PORTER « le diagnostic externe consiste à identifier et analyser les cinq forces de la concurrence. Son idée de départ est qu'une société, pour perdurer, doit disposer d'un avantage concurrentiel dont le niveau est affecté par cinq types d'acteurs : les concurrents du secteur, les clients, les fournisseurs, les entrants potentiels et les substituts ».⁸

⁸ THAUVRON Arnaud. op-cite, p : 19

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Selon l'analyse de PEST⁹ on peut évaluer la nature de l'environnement et on peut identifier des influences de l'environnement.

SWOT¹⁰ permet d'identifier des opportunités et de menace. Les opportunités ce sont les facteurs extérieurs ou les situations dont l'entreprise peut tirer parti et les menaces regroupent les problèmes, obstacles ou freins extérieurs qui peuvent nuire au développement du projet.

Pour réaliser diagnostic externe on essaie résumer ces trois outils :

a)Analyse de POTER¹¹

- Les concurrents du secteur : sont les entreprises proposant des produits ou services qui peuvent venir se substituer à ceux de la société analysées. Cette menace pour l'entreprise est d'autant plus grande que les barrières à l'entrée du secteur sont faibles, que ce soit d'un point de vue technologique, commercial ou financier. Le degré de concurrence au sien du secteur dépend également de la croissance du marché et du cycle de vie des produits. Lorsque le marché le marché est à maturité, toute augmentation de part de marché ne peut se faire qu'en captant celle des autres.
- Les clients ont un impact au niveau de l'avantage concurrentiel car ils cherchent à capter une partie du profit de la société au travers de la baisse des prix de cette dernière. Plus leur pouvoir de négociation est grand, plus le profit réalisé par l'entreprise est faible. Ce pouvoir est notamment fonction du nombre de clients potentiels et donc de la concentration des débouchés, mais également du nombre de fournisseurs.
- Le pouvoir de négociation des fournisseurs de l'entreprise a un impact sur ses profits. Ce pouvoir dépend également de la disponibilité des matières, qui peuvent être contrôlées par un nombre limité de fournisseurs.
- La menace des entrants potentiels sur le marché dépend grandement de l'existence ou non, de barrières à l'entrée. Enfin, la menace des substituts résulte de la possibilité que certaines entreprises lancent sur le marché un nouveau produit, qui rende obsolètes ceux existant. Cette menace dépend principalement du coût du transfert pour clients vers le nouveau produit.
- Les produits de substitution peuvent être considérés comme une alternative par rapport à l'offre du marché. Ces produits sont dus à l'évolution de l'état de la technologie ou à l'innovation. Les entreprises voient leurs produits être remplacés par des produits différents. Ces produits ont souvent un meilleur rapport prix/qualité et viennent d'un secteur où sont réalisés des profits élevés. Ces produits de substitution peuvent être dangereux et l'entreprise doit être en mesure d'anticiper pour faire face à cette menace.

⁹ PEST : P=Politiques, E=Economiques, S=Socioculturelles, T=Technologiques

¹⁰ SWOT: S= Strengths, W= Weaknesses, O= Opportunities, T= Threats.

¹¹THAUVRON Arnaud. op-cite, p : 20, 21

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

b) Analyse de PEST

L'analyse PEST est un outil de stratégie utilisé pour analyser le macro-environnement externe dans lequel une société opère. Les facteurs PEST jouent un rôle important dans les opportunités de création de valeur d'une stratégie. Cependant ils sont habituellement en dehors du contrôle de l'entreprise et doivent normalement être considérés en tant que menaces ou opportunités.

Le schéma ci-dessous explique les composantes de l'analyse de PEST

Schéma 2.1 : Analyse PEST des influences environnementales



Source : <http://analyzethiz.fr/business/marketing-business/outils-marketing/> date de consultation 15/09/2014.

c)Analyse de SWOT

Pour établir un diagnostic qui identifie les opportunités présentes dans l'environnement il faut répondre sur les questions suivantes :

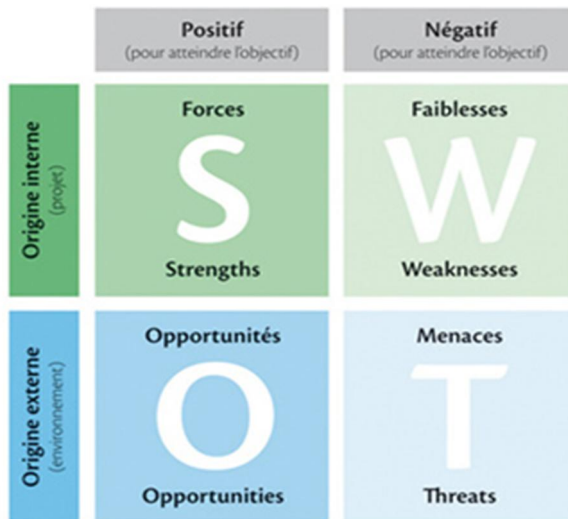
- Y a-t-il de la demande pour votre produit ou service.
- Le marché est-il assez grand pour les nouveaux entrants ? Est-il en forte croissance ?
- Y a-t-il des concurrents en difficulté ?
- L'ouverture de nouveaux marchés pourra-t-elle augmenter vos ventes ?
- Des évolutions technologiques ou de nouvelles approches laissent-elles entrevoir des opportunités ?

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Et pour établir un diagnostic qui identifie les menaces il faut répondre aux

- L'irruption rapide de nouveaux concurrents est-elle probable ?
- L'apparition d'une nouvelle réglementation peut-elle influencer de manière négative les affaires ?
- L'émergence d'une nouvelle technologie rendrait-elle désuets vos produits/services ?

Schéma 2.2 : Matrice de SWOT



Source : <http://analyzethiz.fr/business/marketing-business/outils-marketing/>, date de consultation 18/06/2014.

2.3. Choisir la bonne méthode d'évaluation

On distingue l'approche patrimoniale qui valorise la société à partir de sa capacité à générer à moyen terme des flux de revenus (cash-flows, dividendes,...). Il existe également l'approche comparative qui valorise une société à partir de données sur des sociétés présentant un profil comparable (opérations comparables, indices de référence, données financières des concurrents,...) et l'approche actuarielle. Où Chaque approche est plus ou moins utilisée par les professionnels et plus ou moins influente sur la valorisation finale en fonction du secteur et de la taille de la société.

2.3.1. L'approche patrimoniale

Cette approche statique fondée seulement sur réévaluation des actifs ne constitue pas, cependant et le calcul de la rente de goodwill. La méthode patrimoniale qui a pour but d'évaluer, à la valeur actuelle, les éléments d'actif et de passif de l'entreprise et de déterminer ainsi un actif net corrigé réévalué, auquel peut être ajoutée une valeur de fonds de commerce,

Son utilisation est liée au passé de l'entreprise. Est possible pour les entreprises en phase de maturité, achetées pour leurs actifs et leur savoir-faire et nom pour le potentiel de

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

croissance de leur rentabilité. Elle peut justifier dans le cas de sociétés immobilières ou de holdings¹².

2.3.2. L'approche analogique

Cette méthode s'appelle aussi la méthode comparable, est basé sur la future de l'entreprise. Qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise que l'on cherche à évaluer par référence à la valeur connue d'autres entreprises comparables. Il peut s'agir de sociétés ayant fait l'objet de transactions ou encore de sociétés cotées sur un marché.

La méthode vise donc à valoriser l'entreprise sur la base de multiples de valorisation observés sur les marchés, au travers de sociétés comparables ou dans le cadre de transactions récentes sur le secteur considéré. C'est-à-dire : cessions, introduction en bourse, fusions acquisitions.

2.3.3. L'approche actuarielle

Fondée sur l'actualisation des dividendes au coût des capitaux propres ou l'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou cash flux au coût du capital.

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

2.4. Elaborer un business plan

La préparation de plan d'un affaire ou sa remise à jour s'avère particulièrement utile, voire incontournable dans cas de création d'une nouvelle entreprise, lancement d'un nouveau produit ou d'une nouvelle activité, accélération de la croissance d'une entité existante, négociation de partenariats stratégiques et recherche de moyens financiers extérieurs.

Document prévisionnel est élaboré 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 vont servir de base de données pour l'élaboration du plan prévisionnel appelé communément Business Plan.

Après la phase diagnostic, les caractéristiques de l'entreprise sont déterminées :

- 1) une entreprise dont la situation financière est mauvaise et dont l'exploitation est viable (entreprise rentable et pérenne) : élaborer un BP en prévoyant un assainissement financier.
- 2) une entreprise dont la situation financière est mauvaise et dont l'exploitation n'est pas viable : valoriser sur la base de la valeur de liquidation et un BP n'est pas nécessaire.
- 3) une entreprise dont la situation financière est bonne et dont l'exploitation est viable (entreprise rentable et pérenne) : élaborer un BP.

¹²Holdings : Un groupe : est composé d'un ensemble d'unités juridiquement autonomes qui dépendent d'un même centre décisionnel appelé société-mère.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

- 4) une entreprise dont la situation financière est bonne et dont l'exploitation n'est pas viable : élaborer un Business Plan avec un Plan d'actions pré requises.

Les BP ont plusieurs objectifs on peut résumer les principaux objectifs comme suite :¹³

- Démontrer la qualité de l'opportunité et identifier les principaux risques ;
- Présenter la stratégie, fixer des objectifs clairs et mesurables, convaincre les partenaires manquants et Constituer une référence pour l'équipe chargée de sa mise en œuvre.

Les points clés financiers du business plan sont :

- Le business plan doit prouver la fiabilité à répondre à un marché, et à générer de la rentabilité, avec une équipe cohérente en termes de compétences.
- Le propre d'un découvert prévisionnel est de n'être que temporaire et donc d'être remboursé rapidement, a défaut il faut plutôt demander une ligne de crédit permanente.
- Le BFR doit être calculé précisément, et optimisé à la baisse, sachant qu'il doit être financé de manière durable.
- Montrer la capacité de générer du cash à partir de l'activité pour honorer les remboursements d'emprunts, et de lignes de crédit.
- Au delà de le BP, délimitez les éventuelles garanties que nous pouvons proposer.
- Montrez que les objectifs sont clairs et présenter le calendrier d'actions avec ses retombées financières.
- Donnez aux autres les arguments pour défendre notre projet à sa hiérarchie.
- Demandez conseils et aide qui notamment, peut vous faire rencontrer des tiers nécessaires dans la réussite de votre business plan (investisseurs, des acheteurs potentiels de votre entreprise, des vendeurs de leur entreprise, des partenaires financiers, industriels, commerciaux,...).

Les étapes de construction d'un Business Plan sont:

- 1) Choix et présentation de stratégies : définir le nombre d'hypothèses à explorer suivant la variation des CA (chiffre d'affaires) et/ou suivant la variation des charges. Un pourcentage de croissance du CA est dévolu à chaque hypothèse et les charges sont plus ou moins prévues à la réduction progressive jusqu'à l'atteinte d'un niveau égal à celui des concurrents ou d'une norme définie à priori.
- 2) Définir les moyens nécessaires pour chaque scénario et les valoriser. Cela se traduit par un Plan d'actions élaboré pour chacune des hypothèses du Business Plan. Il consiste en un Budget des ventes par produit et en un plan de soutien qui permette la réalisation du Budget des ventes.

Le plan d'actions peut s'étaler sur une année et plus et il a trait aux actions marketing, aux investissements (acquisitions, rénovations, cessions), à la technologie, aux activités (abandon, développement, statu quo), au personnel (plan social, recrutement, formation...), à l'organisation, aux procédures et aux systèmes de gestion...

¹³ETTINGER J.C. et WITMEUR. O (2003), Réussir son projet d'entreprise, Labor en Bruxelles, page : 12.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

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

2.5. Déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation¹⁴

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

2.5.1. Méthode des scénarios

Elle consiste à simuler les conséquences de différents événements sur la valeur actuelle de l'investissement: entrée d'un concurrent ou apparition d'un produit de substitution, échec dans le lancement d'une ligne de produit, augmentation brutale du prix d'une matière première essentielle, changement dans la réglementation, etc. Ces événements doivent affecter profondément la structure de l'industrie ou la rentabilité de l'entreprise ou du projet.

Il ne faut pas se méprendre sur ce type d'exercice : un scénario n'est pas une prévision, mais une situation future possible. Pour chaque scénario une analyse de sensibilité est menée sur les éléments clés de la rentabilité du projet, comme une chute des prix ou des volumes, ou encore une augmentation non anticipée des coûts structure des coûts (charges variables/charges fixes). Sur le plan théorique, il conviendrait de retenir l'ensemble des scénarios les plus probables, et pour déterminer la valeur de l'entreprise, d'affecter leur résultat d'un coefficient de probabilité d'occurrence.

2.5.2. Méthode Monte-Carlo

La méthode de Monte Carlo systématise l'approche des scénarios. Les scénarios ne permettent d'analyser qu'un nombre limité de combinaisons de variables. La méthode de Monte Carlo permet de prendre en considération toutes les combinaisons possibles. L'objectif est de définir la distribution de probabilités des cash-flows du projet.

Dans cette approche, l'analyste définit pour commencer trois hypothèses, l'une représentant le cas optimiste, la seconde un cas moyen et la troisième un scénario pessimiste. On peut alors affecter de façon subjective des probabilités à chaque hypothèse et calculer une espérance mathématique. Mais là encore le choix des probabilités est largement arbitraire.

Les étapes de la méthode de Monte Carlo sont les suivantes :

¹⁴ Jean-Florent Rérolle, l'évaluation d'entreprise, Article publié dans La Revue Fiduciaire et comptable n° 223- Novembre 1996, (<http://www.rerolle.eu>), page : 11 et 12

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

- Définition des variables (chiffre d'affaire, les cash flux, les coûts...);
- Identification des facteurs d'influence qui vont affecter les variables clés (part de marché, prix de vente...);
- Définition de l'incertitude par une distribution de probabilités pour chaque variable clé dont on définit les paramètres;
- Mise en évidence des liaisons fondamentales : identification des liens temporels (influence de l'année n sur l'année n+1) pour chaque variable, identification des liens entre les variables clés ;
- Lancement du programme de simulation : Sélection aléatoire (par l'ordinateur) de valeurs pour chaque variable clés et calcul du cash flow pour le jeu de données ainsi retenu. Cette procédure est répétée systématiquement ;
- Analyse des résultats : pour chaque année on dispose du cash flow moyen, de la distribution de probabilité de ces cash flux, et de la probabilité que ces cash flux soient compris dans une certaine fourchette.

Cette méthode appelle naturellement de nombreuses critiques dont les principales sont les suivantes : elle est trop chère et trop coûteuse pour les petits projets d'investissement ; le modèle qui doit être construit pour son application peut être très complexe ; elle ne peut prendre en compte toutes les interdépendances qui existent entre les variables clés ; dans une approche « humaine », un grand nombre de scénarios n'auraient jamais été pris en compte. Ces critiques expliquent la faible utilisation pratique de cette méthode.

2.6. 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 ».

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

Donc des données chiffrées d'origine très diverses. A évaluer à l'aide de méthodes de valorisation, diverses, mais dont il est important de savoir qu'elles ne sont jamais absolues, qu'elles servent tout au plus de fourchette d'appréciation globale, et que le prix que vous êtes disposé à payer/à recevoir pourra être situé en dehors de la fourchette, en moins comme en plus.

A la fin il est nécessaire de construire une valorisation de l'entreprise en liaison étroite avec son potentiel de développement. Il est certainement intéressant de faire la valorisation « par le haut » (telle valorisation, quel taux de croissance et de rentabilité pour la financer) et « par le bas » (estimation du taux de croissance et de rentabilité qui débouche sur une valorisation).

Section 03 : Les méthodes d'évaluation

Pour évaluer une entreprise, il existe plusieurs méthodes, dont les principales sont les modèles actuariels, les approches de marché et les méthodes patrimoniales. Plus récemment, la théorie des options a été adaptée afin de valoriser certaines entreprises.

Selon l'activité de l'entreprise et les objectifs recherchés par son éventuel acquéreur, la ou les méthodes à mettre en œuvre et les points clés à étudier seront différents d'une société à l'autre. Nous expliquons dans cette section en premier lieu l'approche classique qui repose sur une vision statistique de l'entreprise, considérée comme une juxtaposition d'éléments à évaluer indépendamment les uns des autres. L'approche dynamique qui est considérée comme la plus pertinente des méthodes d'évaluation, et la plus cohérente avec la théorie financière. Et à la fin on représente les approches de marché consistant à estimer la valeur de marché de l'actif ou des capitaux propres par comparaison avec des sociétés cotées ou qui fait l'objet d'une cession dans passé relativement proche. Et à la fin on représente les méthodes d'évaluation financière.

3.1. Approche patrimoniale

L'approche patrimoniale est historiquement une des méthodes qui a été privilégiée en France, cette approche regroupe l'ensemble des méthodes qui présentent un caractère historique et non prévisionnel. Ces méthodes sont essentiellement basées sur le patrimoine de l'entreprise, c'est-à-dire le bilan et les comptes de résultats. Selon ces méthodes, la valeur de l'entreprise est limitée à ce qu'elle possède c'est à dire : bien immobilier ou mobilier, tangible ou intangible, liquide ou non, diminués de ses passifs ou dettes.

La méthode patrimoniale est simple. Elle consiste à étudier systématiquement la valeur de chacun des actifs et passifs inscrits au bilan d'une entreprise (actif net comptable) et de corriger, réévaluer ces valeurs pour déterminer l'actif net comptable corrigé ANCC ou AN Réévalué. Les méthodes retenues pour évaluer les différents actifs et passifs peuvent être différents. Il faut donc être cohérent.

Les principes de cette approche peuvent être résumés dans les points suivants :

- Le point départ est le bilan de la société à évaluer qui l'image patrimonial de l'entreprise à un instant t.
- Réalisation de d'un arrêté des comptes afin d'établir un bilan intermédiaire à la date de réalisation de l'évaluation.
- A la date de clôture de chaque exercice, si la valeur vénale est inférieure à la valeur nette comptable, une provision pour dépréciation est comptabilisée, faisant correspondre valeur comptable et valeur vénale pour le bien en question.
- Si les actifs et les dettes ont une valeur de marché qui correspond à leur valeur comptable, alors l'ANC est égale aux capitaux propres de l'entreprise.
- Nous pouvons distinguer plusieurs types de valeurs patrimoniales : valeur de marché et valeur liquidative.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Les composants de l'approche patrimoniale sont :

3.1.1. Actif Net Comptable

L'ANC est une approche patrimoniale de l'évaluation d'une entreprise, elle est fondée sur la comparaison entre tout ce qu'une société possède, c'est-à-dire ses actifs (usines, machines, locaux commerciaux, brevets, stocks, marques, filiales, créances sur la clientèle, liquidités en trésorerie, etc.) et tout ce qu'elle doit rembourser tôt ou tard (le passif exigible : emprunts bancaires, dettes vis-à-vis des fournisseurs, des salariés, du Trésor public, etc.).

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

Actif fictif	Capitaux propres
Actif réel	Dettes et provisions pour risques et charges

L'actif net comptable peut être calculé de deux façons différentes :

$$\begin{aligned} \text{ANC} &= \text{Actif réel} - \text{dettes réel} \\ &= \text{actif réel} - \text{dette et provision pour risques} \\ &= (\text{total actifs} - \text{actifs fictifs}) - (\text{total dettes} - \text{dette fictifs}) \end{aligned}$$

Où bien :

$$\text{ANC} = \text{Capitaux Propres} - \text{Actifs Fictifs}$$

Il est nécessaire de ventiler l'actif entre les postes d'actif réel et les postes d'actif fictif. Et aussi il est nécessaire de ventiler les dettes fictives et réelles :

a) Actifs Réels¹⁵

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

¹⁵ PARIENTE Simon, (2006), analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson Education France, 1ere édition, France, page : 192

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

- Terrain, bâtiment
- Marchandise, matériels nécessaire à l'exploitation...

b) Actifs Fictifs¹⁶

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

- Les frais d'établissement : ce sont des frais attachés à des opérations qui conditionnent l'existence ou le développement de l'entreprise mais dont le montant ne peut être rapporté à des productions de biens ou de services déterminés (frais de construction, frais d'augmentation de capital...).
- Les charges répartir sur plusieurs exercices : ce sont des charges dont l'incidence sur le résultat peut être différée et répartie sur plusieurs exercices (frais d'acquisition des mobilisations, frais d'émission des emprunts...).
- Les primes de remboursement des obligations : elles apparaissent lorsque la somme remboursée sur un emprunt obligatoire est supérieure à la somme obtenue par cet emprunt.
- Les frais de recherches et développement : l'inscription à l'actif est subordonnée au respect de certaines conditions édictées par le plan comptable (projets nettement individualisés et ayant de sérieuses chances de réussite et de rentabilité commerciale). Mais, par prudence, ces frais peuvent être considérés comme des non-valeurs.
- Les charges constatées d'avance : sauf fournitures non consommées, créances en nature.
- Les écarts de conversion actif : Cohen (1997) précise que : « les écarts de conversion actif correspondent à des diminutions de créances ou à des augmentations de dettes induites par des fluctuations défavorables des taux de change relatifs aux devises dans lesquelles ces encours sont libellés ». ¹⁷

c) Dettes Réelles

Parallèlement, les dettes réelles sont les dettes qui sont réellement dues et qui feront l'objet d'un paiement, par opposition aux dettes fictives.

Les dettes réelles sont la somme des dettes de l'entreprise diminuée des dettes fictives.

d) Dettes Fictives

Les dettes fictives sont :

- les produits constatés d'avance
- les écarts de conversion passive

3.1.2 Actif Net Réévalué ou Corrigé

Dans cette méthode il s'agit principalement de retraiter les actifs et les dettes de la société pour les ramener le plus près possible de leur valeur réelle et ainsi dégager par soustraction la valeur de l'entreprise à un instant t. L'actif net réévalué ou bien l'actif net intrinsèque est très

(¹⁶) Jean-Michel Palou , op-cite, p : 34.

¹⁷ Elie Cohen, (1997), Analyse Financière, Economica, 4eme édition, France, page : 252.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

pratiquée, cette évaluation doit être effectuée dans une perspective de continuité de l'exploitation.

Cette méthode consiste alors à inventorier l'ensemble des actifs et passifs de la société juger leur réalité et leur existence et évaluer en corrigeant leur valeur comptable en se basant sur leur valeur vénale, leur cout de remplacement, leur valeur d'usage ou sur tout autre indice édicté par l'expérience théorique et pratique.

$$\text{ANR} = \text{ANCC} = \text{Actifs Corrigés} - \text{Dettes Corrigées}$$

Donc la valeur de l'entreprise égale à :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Actifs corrigée} - \text{Dettes corrigées}$$

$$\text{Valeur de l'entreprise} = (\text{Actifs réels} - \text{Dettes réelles}) + \text{Plus values latentes} - \text{Moins values}$$

$$= \text{Actif net comptable} + \text{Plus values latentes} - \text{Moins values}$$

Chacun des éléments qui composent son actif et passif doit faire l'objet d'une évaluation, selon une approche que lui sera spécifique, fonction de sa nature :

a) Actifs incorporels

Les actifs incorporels séparables sont évalués à leur valeur de marché par référence à un marché actif. Mais cette méthode reste difficile à utiliser vu la spécificité des biens.

Si aucun marché actif n'existe, sur une base qui reflète le montant que l'entreprise aurait payé dans une transaction conclue selon un processus qui reprend la définition de la juste valeur (c'est-à-dire entre deux parties bien informées et libre de leur décision). L'évaluation par les revenus future actualisés, qui prend en compte les effets bénéfiques de l'actif considéré, reste la méthode préconisée par nombre de cabinets spécialisés.

1) **Droit au crédit bail :**

Plusieurs méthodes sont proposées pour mesurer l'avantage acquis, on cite parmi ces méthodes : ¹⁸

- Méthodes du loyer différentiel : en cas de cession du bail, le nouveau locataire doit vers le même loyer que prédécesseur. Ainsi, si la valeur locative du fonds (loyer que devrait payer un nouveau locataire, en l'absence de bail) est supérieure au loyer réel à payer, le nouveau locataire réalise une économie. C'est cette économie qui doit être actualisée,

¹⁸ Arnaud THAUVRON, op-cite, p : 180.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

sur la durée restant à courir du bail, au taux sans risque¹⁹. Bien évidemment, cette méthode n'est applicable que dès lors que le nouveau locataire réalise une économie.

- Evaluation par comparaison : il faut rechercher des mutations qui soient comparables, et ramener le prix en fonction de la surface pondérée. La pondération est liée au fait que, pour un commerce, c'est plus la largeur de sa façade sur rue que la profondeur du local qui importe. Ainsi, les 5-6 premiers mètres de profondeur se verront appliquer un coefficient de 1, et les suivants un coefficient compris entre 0.5 et 0.8.

2) La marque :

Les méthodes d'évaluation reposent sur une approche patrimoniale (accumulation de coûts lors d'une production interne) ou sur une approche de rendement (mesure de la capacité d'un bien à engendrer des flux périodiques futurs). A la date d'entrée dans le patrimoine de l'entreprise, la méthode des coûts historiques (coût d'acquisition ou de production) peut être considérée comme une méthode d'évaluation objective, fiable et d'une précision suffisante.

Quand il s'agit d'évaluer une entreprise, l'approche par la valeur vénale ou par une méthode de coût historique indexé ne constitue pas une méthode d'évaluation objective. Il est donc nécessaire de s'appuyer sur des méthodes d'évaluation fondées sur la valeur d'utilité de la marque, considérée comme la capitalisation de ses revenus futurs.

On peut citer les méthodes suivantes :²⁰

- Méthode de capitalisation de la redevance : il est décomposé de trois méthodes :
 - Méthode développée : cette méthode détermine le montant des redevances futures (nettes d'impôt) que percevrait le titulaire de la marque, s'il avait consenti une licence à un tiers, sur la durée de vie estimée de la marque.

Valeur de la marque = somme des flux des redevances futures nettes d'impôt sur en n années actualisées	+	valeur résiduelle actualisée de la marque fin de l'année n
---	---	--

- Méthodes simplifiée : l'administration fiscale propose la formule suivante :

Valeur de la marque = coefficient k compris entre 4 et 7 * dernière redevance
--

- Méthode capitalisation du différentiel de marge ventes sous marque/ventes hors marque : dans cette méthode, la détermination de la valeur de rendement est basée sur le calcul actualisé, sur un nombre d'années infini, de la rente annuelle de la marque, qui est fonction du différentiel existant entre la marge engendrée par les produits sous marque et la marge engendrée par les produits hors marque.

¹⁹ Il s'agit du taux sans risque sur une durée identique à celle du bail restant à courir.

²⁰ Jean-Michel, op-cite, p : 45, 46 et 48.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Valeur de rendement = somme des rentes annuelle futures engendrées par la marque pendant n années, actualisation + valeur résiduelle actualisée de la marque à la fin de l'année n

- Méthode d'évaluation par les flux de trésorerie : l'application de cette méthode suppose de l'existence d'une comptabilité de gestion fiable, est fondé sur la même démarche que celle exposée précédemment, les flux de trésorerie engendrés par l'exploitation de la marque se substituant à la rente annuelle générée par la différentiel de marge des produits vendus sous marque par apport à ceux vendus hors marque. On a ainsi :

Valeur de rendement de la marque = somme des flux de trésorerie engendrés par la marque pendant n années actualisé + valeur résiduelle actualisée de la marque à la fin de l'année n

Flux net de trésorerie engendré par la marque au cours d'une année = excédent brut d'exploitation – achat d'immobilisations²¹ afférentes à l'activité marque – impôt sur bénéfice économique engendré par l'activité marque²² – variation BFRE entraînée par l'activité marque²³

3) Les brevets et les licences :

Pour les brevets, des prévisions de production de chiffre d'affaire de bénéfice sont établies et ensuite actualisées sur la durée de protection légale.

Si le brevet est concédé, il est possible d'actualiser les redevances à recevoir des années restantes. Cette méthode est applicable aussi aux licences d'exploitation concédées.

b) Immobilisation corporelle

1) **Terrain** :

S'ils servent à l'exploitation, la valeur qu'il convient de leur attribuer correspond généralement au prix d'achat sur le marché. Toutefois, si un terrain a fait l'objet d'une transaction récente (depuis moins de 5 ans), une simple indexation du coût d'achat peut être admise, sauf circonstances particulières ayant modifié le marché.

S'ils ne sont pas utiles à l'exploitation, ils constituent alors une forme de placement. Dans ce cas, c'est leur valeur de marché nette de tous les frais de cession qui est retenue. Les frais à déduire comprennent en particulier les moins-values résultant de contraintes posées par la réglementation de l'urbanisme, les frais de vente et les impôts éventuellement exigibles.

²¹ Y compris les immobilisations financière.

²² Il s'agit donc d'un impôt sur le bénéfice théorique calculé sur résultat économique engendré par l'activité marque déterminé après déduction des amortissements et des provisions liés à l'activité marque.

²³ La variation du besoin en fond de roulement d'exploitation entraînée par l'activité marque est un flux de fonds que l'on détermine à partir de l'évaluation du décalage existant entre les dates d'enregistrement comptable et les dates effective d'encaissement et de décaissement.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

La valeur d'un terrain est principalement fonction de trois facteurs :

- Physiques : surface, conformation du terrain, relief, emplacement, nature du sous-sol ;
- Juridiques : règles d'urbanisme, existence de servitudes, occupation ou nom du terrain ;
- Economique : confrontation de l'offre et la demande pour ce type de bien.

Mais aussi il faut distinguer le terrain constructible et le terrain non constructible. Dans le premier cas il tenir au compte les droits de construction plutôt que de la surface au sol, contrairement dans le deuxième cas.

2) Construction :

Ici la construction doit valoriser séparément du terrain. Il ya trois méthodes pour valoriser les constructions séparément du terrain :

- Méthode par le marché : on peut utiliser cette approche lorsqu'il existe un marché actif pour le type bien à évaluer. Elle est très fréquente dans le domaine immobilier et consiste généralement à ce référer au prix au mètre carré afin de valoriser les actifs concernés. Cette méthode est complexe et difficile à réaliser, donc pour réaliser cette méthode il faut :
 - Premièrement collecter les prix de transaction sur des actifs immobilières comparable, dans un passé relativement proche ;
 - Définir ses paramètre fondamentaux pour chaque actif (surface, localisation, état...)
 - Estimer la valeur de l'actif évalué en fonction des paramètres qui ont déjà défini.
- Méthode par les revenus : la valorisation de l'actif immobilier se fait par l'actualisation des revenus, net de charges, qui peut être perçus par leur propriétaire. L'horizon de l'actualisation se fait par un taux d'actualisation²⁴ bien déterminer et reflète le niveau de risque associé aux flux à actualiser. L'actualisation peut être de façons infini ou fini selon le type de l'actif immobilier.

La valeur d'un actif immobilier est donc, s'il a une durée d'utilisation infinie :

$$\text{Valeur} = \text{revenu net moyen} / \text{taux d'actualisation}$$

- Méthode par les coûts : pour valoriser une construction, il faut faire les sommes de tous les coûts à engager, afin de disposer d'un actif offrant les mêmes fonctionnalités, indépendamment du terrain sur lequel il est construit. A ce coût, il faut appliquer un coefficient d'obsolescence pour tenir compte de l'usure de l'actif en question :

$$\text{Coefficient d'obsolescence} = \text{durée résiduelle du bien} / \text{durée d'utilisation totale}$$

²⁴ Le taux d'actualisation ne s'agit pas du coût du capital de l'entreprise ni du taux auquel elle peut s'endetter de façon générale, le taux à retenir est le taux des prêts hypothécaires pour le type d'actifs immobilier.

3) Autre immobilisations corporels amortissables :

La valeur d'utilité des matériels et outillages ne s'entend généralement pas d'une simple valeur de reconstitution à l'identique. Pour tenir compte de l'obsolescence due au progrès technique, il faut rechercher la valeur du bien ou groupe de biens permettant d'obtenir un service équivalent, dans les mêmes conditions de production.

A titre pratique : les machines et véhicules banalisés peuvent être évalués par simple recours soit à des mercuriales, soit aux tarifs des fournisseurs. Les biens ayant un marché d'occasion ne sauraient être évalués à une valeur supérieure à celle résultant de ce marché.

4) Crédit bail :

Il est probable que l'entreprise conservera les biens en crédit-bail à la fin du contrat en exerçant l'option d'achat.

Il est nécessaire de corriger l'actif net comptable en tenant compte de la différence entre :

+ La valeur d'utilité des biens utilisés dans l'entreprise - La valeur actualisée des loyers et de l'option d'achat restant à payer
--

Cette différence constitue soit une plus-value, soit une moins-value à ajouter ou à retrancher de l'actif net.

c) Immobilisations financière

1) Les titres de participation :

Il est nécessaire de prendre en considération l'objet de cotation ou non de titre de participation. Si les titres de participation sont cotés et les que le volume des échanges est significatif, le cours boursier est une valeur pertinente. Par ailleurs, si la participation est d'un niveau tel qu'elle permet une influence notable sur la société filiale, il est possible de majorer cette valorisation de marché d'une prime de contrôle. Mais lorsque les titres ne sont pas cotés il est nécessaire d'évaluer l'entreprise dans sa totalité. Si la participation est minoritaire, et d'une valeur probable peu élevée, l'actualisation des dividendes futurs est un bon compromis entre la pertinence de l'évaluation et son coût de mise en œuvre.

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

2) Créances et prêts accordés :

Si la société a accordé des prêts, il faut s'assurer que ces derniers seront honorés. Par ailleurs, si leur échéance est à plus d'un an, il faut les valoriser en actualisant les flux qui seront perçus, au taux auquel le bénéficiaire du prêt pourrait s'endetter aujourd'hui.

d) Actifs circulants ⁽²⁵⁾

1) Stock :

Les stocks sont inscrits au bilan, dans la plupart des cas, à leur prix de revient, éventuellement minoré d'une provision pour dépréciation.

Il faut s'assurer que:

- Le commissaire aux comptes doit vérifier que les travaux d'inventaire ont été correctement exploités par l'entreprise.
- Les problèmes liés à la qualité doivent être pris en compte car certains produits peuvent être périmés ou n'ont aucune chance d'être écoulés, auquel cas il faut appliquer une décote à la valeur comptable. Cette analyse doit aboutir à la vérification du bien-fondé d'une éventuelle provision pour dépréciation.
- Dans le cas de cycle de production long, il est nécessaire de procéder à une réévaluation de ces stocks.

2) Créance :

Les créances sont retenues en comptabilité pour leur valeur nominale et, par prudence, une provision pour dépréciation est constituée lorsqu'il existe une perte probable. L'évaluateur doit vérifier que l'entreprise a correctement évalué le risque de non-recouvrement des créances.

Si nécessaire, cette provision doit être ajustée en fonction d'événements récents (liquidation judiciaire d'un client...).

De plus, pour les créances dont l'échéance est lointaine, les fluctuations des taux d'intérêt peuvent affecter leur valeur. Il vaut mieux prendre, quand cela est possible, la valeur présente des flux attendus calculée en prenant comme taux d'actualisation le taux d'intérêt à long terme actuel.

3) Trésorerie :

La trésorerie d'une entreprise est composée du solde de ses comptes bancaires ainsi que des placements qu'elle a pu réaliser. La seule réévaluation à pratiquer porte sur les valeurs mobilières de placement.

Lorsque les titres de placement ont une réserve de liquidité, leur utilité pour l'entreprise réside fondamentalement dans la possibilité d'être transformés en espèces liquides. Les titres cotés seront évalués au cours moyen du dernier mois.

Une compensation entre les titres est possible sous deux conditions,

- Les titres doivent être cotés de façon régulière sur un marché organisé
- Ces titres ne doivent pas être des actions ou autres titres de capital émis par la société et détenus par elle.

⁽²⁵⁾ Jean-Michel Palou, op-cite, page : 63 et 64.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Si les titres ne sont pas cotés, ils seront estimés à leur valeur probable de négociation (valeur de rendement, actif net) en faisant référence, si possible, à des transactions intervenues récemment.

L'absence de liquidités de ces titres peut exiger un abattement important en fin de calcul. Le taux en est difficile à déterminer, compte tenu de la spécificité de chaque cas d'espèce. Un abattement de l'ordre de 15 % à 25 % ne paraît pas excessif.

e) Passif corrigé

1) Dette financière :

Dans le cas de traitement marchand des dettes financières, celle-ci figurerait au passif non plus selon leur valeur comptable mais d'après le taux du marché au moment de l'évaluation de la société. C'est ainsi qu'une augmentation des taux, comparativement au taux contractuel, allégerait la dette et inversement dans l'hypothèse d'une diminution.

Dans le premier cas, c'est l'amointrissement des frais financiers qui justifierait une juste valeur plus basse de la dette et, en situation de taux d'intérêt à la baisse, c'est, au contraire, l'accroissement du service de la dette, obtenue un taux plus élevé, qui ferait remonter sa valeur.

2) Les provisions pour risques et charges :

Une provision pour risques et charges est un passif dont l'échéance ou le montant n'est pas fixé de façon précise.

Les risques et les charges peuvent affecter la valeur de la société. Il est donc indispensable de procéder à une analyse très complète des provisions existantes et souhaitables en se faisant préciser le nombre et la nature des problèmes existants.

Il convient d'apprécier les risques courus par l'entreprise qui peuvent conduire à des sorties de fonds non provisionnées.

Les provisions qui ne sont pas justifiées représentent des réserves latentes. Leur montant doit être soustrait du passif exigible pour être reclassé dans les capitaux propres.

3) Les engagements hors bilan :

Les droits de jouissance sur les actifs ayant fait l'objet de contrats de crédit bail tout comme la dette correspondante sont de nature à réintégrer le bilan. C'est le cas, aussi, des effets escomptés et non échus dans la mesure où la banque peut se retourner contre l'entreprise qui les a émis pour les parties non recouvrées. Il faut, également, tenir compte d'autres engagements données susceptible d'avoir une influence sur la situation patrimoniale future de l'entreprise comme les garanties, les cautions ou encore les nantissements.

A la fin, très longtemps utilisées, ces méthodes ne sont plus prédominantes car on estime de nos jours que les méthodes fondées sur la capacité bénéficiaire, surtout en période

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

d'incertitude économique, sont plus performantes en fournissant un indicateur plus complet comprenant l'ensemble des éléments incorporels de l'entreprise.

En plus des limites de la méthode patrimoniale il y a :

- Difficulté d'évaluation des actifs incorporels, tels que les marques, des brevets ...,
- Peu ou pas adaptée à des entreprises peu capitalistiques (services ...),
- Incomplète en ne prenant pas en compte les éléments hors bilan.

3.1.3. Méthodes du Goodwill

L'a principale limite d'une l'évaluation par ANR est qu'elle ne permet pas d'apprécier l'entreprise dans toutes ses dimensions. Notamment, elle n'intègre pas systématiquement tous les éléments immatériels qui procurent à l'entreprise un avantage concurrentiel, qu'il s'agisse de ses marques, de sa notoriété, de son savoir-faire, des compétences particulières de son personnel ou de tout autre facteur, dès lors qu'ils n'ont pas fait l'objet d'une évaluation distincte dans le cadre de l'estimation de l'ANR. Pour y remédier, il est possible d'ajouter à son actif net réévalué une survaleur, le goodwill, qui représente la valeur de ces éléments immatériels, soit :

$$\text{Valeur des capitaux propre} = \text{ANR total} + \text{Goodwill}$$

Le goodwill (ou badwill si la survaleur est négative) existe lorsque la rentabilité de l'entreprise supérieure (inférieure) à ce que l'on serait en droit d'attendre de ses actif. Elle correspond à une rente que le repreneur est prêt à acheter.

Donc la valeur de ces actifs immatériels, elle va pouvoir s'apprécier à partir de l'estimation du goodwill, qui correspond à la valeur actualisée de ses résultats en excès (rentes goodwill).

Les modalités de calcul de cette rente annuelle sont communes à toutes les méthodes. Elle est égale à la différence entre le résultat prévisionnel associé (RPA) de l'entreprise et un résultat théorique. Ce résultat théorique est calculé sur la base de l'actif nécessaire à l'exploitation (l'actif net réévalué d'exploitation (ANRE), la valeur substantielle brute (VSB) et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)) et de son taux de rémunération (R_{anex}).²⁶

$$\text{Rente} = \text{RPA} - R_{anex} * \text{ANEX}$$

Il est nécessaire de parler sur les différentes approches d'estimation de goodwill, les méthodes de calculer le goodwill et sur comment déterminer le taux de rémunération, a fin de déterminer la valeur de l'entreprise.

²⁶ Arnaud THAUVRON, op-cite, p : 189.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

a) Les approches d'estimation de goodwill

Il y a trois approches de l'actif nécessaire à l'exploitation (ANEX) peut être utilisées afin d'estimer le goodwill, mais ces approches ne sont pas des méthodes d'évaluation de l'entreprise. Les approches sont :

1) L'actif net réévalué d'exploitation (ANRE) :

Il comporte les actifs et les passifs qui sont rattachables à l'exploitation. Le tableau ci-dessous montre la manière de calculer l'ANRE :

Tableau 2.2 : Estimation de l'ANRE et son résultat associé

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

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

2) La valeur substantielle brute (VSB) :

Elle représente l'outil de travail de l'entreprise, indépendamment de son appartenance juridique et de son mode de financement. Ces deux éléments apparaissent au passif du bilan d'une entreprise. Par conséquent, la VSB ne fait aucune référence au passif.

La valeur substantielle brute se détermine par le calcul suivant :

$\text{VSB} = \text{actifs utiles à l'exploitation} + \text{plus value latentes} - \text{moins values latentes} \\ + \text{coût de remise en état des immobilisations utiles à l'exploitation} \\ + \text{valeur des bien en location ou financés par crédit bail et utiles à l'exploitation}$
--

3) Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) :

Ils représentent l'ensemble des biens utilisés par l'entreprise (outil économique) financés par des capitaux permanents. Ces CPNE sont obtenus en additionnant :

- La valeur d'utilité des immobilisations nécessaires à l'exploitation ;
- Et le besoin en fonds de roulement exploitation.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

On a trouvé dans des livres pendant la recherche, plusieurs méthodes pour déterminer le CPNE :

$$\text{CPNE} = \text{besoin en investissement net calculé à partir des valeurs d'utilité} \\ + \text{besoin en fonds de roulement normatif}$$

Ou bien :

$$\text{CPNE} = \text{SVB} - \text{Actifs circulants} + \text{besoin en fond de roulement exploitation (BFRE)}$$

Avec :

$$\text{BFRE} = \text{stocks} + \text{créances d'exploitation} - \text{dettes d'exploitation}$$

b) Le taux de rémunération et d'actualisation

Comme toute approche actuarielle l'estimation du taux d'actualisation est une étape cruciale dans le processus d'évaluation du goodwill. Dans ce cas il faut estimer le taux de rémunération de l'actif nécessaire à l'exploitation (R_{anex}) et le taux d'actualisation des rentes de goodwill (R_{gw}).

1) Le taux de rémunération de l'actif nécessaire à l'exploitation :

R_{anex} correspond à la rentabilité qui est espérée des actifs tangibles de la société. Donc il est nécessaire de déterminer le taux de rémunération dans chaque des cas : d'ANRE, VSB et CPNE :

- Dans le cas d'ANRE : comme l'ARNE est l'ensemble des biens propriété de la société et financés par les capitaux propres et les dettes étant déduites, les revenus normatifs estimés ne sert à rémunérer que les actionnaires. Donc ici on utilise le coût de fond propre (K_p) comme R_{anex} .

K_p est calculé de l'un des deux méthodes :

- Le modèle de Gordon :

$$K_p = (\text{le montant du dividende par action} / \text{la valeur de l'action}) \\ + \text{taux de croissance du dividende supposé constant}$$

- Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) :

$$E(R_a) = R_o + \beta (E(R_m) - R_o) = \text{taux de rentabilité sans risque} \\ + [\text{taux espéré de rentabilité de marché} \\ - \text{taux rentabilité sans risque}] \\ * \text{coefficient de sensibilité du titre } i$$

β représente un coefficient de corrélation qui mesure la sensibilité de la rentabilité d'une action par rapport à celle de la rentabilité du marché. On l'obtient par la relation :

$$\beta = \text{COV}(R_a ; R_m) / \text{VAR}(R_m)$$

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Lorsque b est positif, la rentabilité attendue $E(Ra)$ augmente par un effet de levier.

Lorsque b est négatif, la rentabilité espérée $E(Ra)$ baisse par un effet de massue.

- Dans le de VSB et CPNE : comme ici les dettes financières ne sont pas déduites, le taux de rémunération utilisé est coût de capital (K). On utilise le coût moyen pondéré de capital (CMPC) qui égal à :

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

CP : capitaux propre, D : les dettes, r : taux d'imposition

- 2) Le taux d'actualisation des rentes de goodwill :

R_{gw} est en fonction de l'aléa associé aux flux à actualiser. Dans le cas présent, il est nécessairement supérieur au taux de rémunération. Le R_{anex} est fonction de l'aléa relatif aux flux générés par les actifs tangible. Ici, il s'agit de l'aléa concernant les flux provenant des actifs intangibles.

Donc le taux d'actualisation de la rente est représenté par CMPC.

c) Les méthodes de calcul du goodwill

On a indiqué déjà que : $GW =$ la sommes des rentes actualisés.

Et : $Rente_t = RPA_t - ANEX_t * R_{anex}$, $Ve = ANR + GW$

Les modèles les plus utilisés pour déterminer le goodwill, sont :

- 1) La méthode des praticiens :

$$GW = (rente + ANR) / 2$$

La valeur de l'entreprise (Ve) est donnée par la moyenne arithmétique de la valeur de rendement et de l'actif net corrigé. Elle se situe entre la valeur de rendement et la valeur patrimoniale.

$$Ve = ANCC + GW = ANCC + (Rente + ANCC)/2$$

- 2) La méthode de la rente directe (la méthode des Anglo-saxons) :

Selon cette méthode, on suppose que la rente est constante à l'infini. Ce la implique :

$$GW = rente / R_{gw}$$

Donc la valeur de l'entreprise égale à :

$$Ve = ANR + [(RPA_t^{27} - ANEX_t * R_{anex}) / R_{gw}]$$

²⁷ Dans certain livre le terme résultat prévisionnel associé (RPA) équivalent au terme capacité bénéficière (CB).

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

3) La méthode de la rente abrégée :

On suppose ici que la rente à une durée limitée dans le temps cas dans certain cas la rente peut diminuer (exemple : la concurrence augmente et la rente diminue) :

$$GW = \text{somme} (Rente_t / (1 + R_{gw})^t)$$

Soit :

$$Ve = ANR + \text{somme} (RPA_t - ANEX_t * R_{anex}) / (1 + R_{gw})^t$$

4) La méthode de l'Union des Experts- Comptable :

Tout comme avec la méthode de la rente abrégée, il est fait l'hypothèse que la rente est constante et à une durée limitée. Par contre, ce n'est plus l'ANEX qui est rémunéré mais la valeur de marché des capitaux propres intégrant le goodwill. Pour estimer cette valeur, il faut donc résoudre un système d'une équation à une inconnue :

$$Ve = ANC + [(\text{résultat net courant} - R_{anex} * V_{cp}) * ((1 - (1 + R_{gw})^{-n}) / R_{gw})]$$

▪ Appréciation de la méthode Goodwill :

Les avantages et les inconvénients de cette méthode se résument comme suit :

Avantage :

- Elle constitue un trait d'union entre la méthode statique de l'actif net corrigé et les démarches dynamiques des méthodes des flux.
- Permet d'appréhender la valeur des incorporels qui a été négligée par la méthode patrimoniale.

Inconvénient :

- Elle reste tournée vers l'accumulation de richesses dans le passé.
- Elle se base sur un raisonnement d'un investisseur qui est externe à l'entreprise pour déterminer la valeur d'actifs incorporels interne à l'entreprise.
- Elle rencontre des difficultés inhérentes à la détermination des différentes variables : taux d'actualisation, l'horizon de prévision et les prévisions de résultat. Leur construction est approximative ce qui rend la méthode moins fiable.

3.2. Approche dynamique

3.2.1. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie

En théorie financière, un actif n'a de valeur que par les flux qu'il peut générer dans le futur. Il en va ainsi de la valeur des entreprises comme de tout autre actif. Plus précisément, la valeur d'un actif est égale à la somme des flux de trésorerie future qu'il va générer, actualisés à un taux qui reflète l'aléa lié à ces flux.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

La méthode par les flux est basée sur l'actualisation des revenus futurs de l'entreprise et reflète le potentiel de croissance d'une entreprise donc son futur. En d'autres termes, la valeur de l'entreprise vaut la somme des revenus qu'elle générera dans le futur. Cette méthode repose sur plusieurs formules mathématiques.

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

Pour déterminer la valeur de l'entreprise à travers cette méthode il faut réaliser les étapes suivantes :

a) Détermination d'un plan d'affaires

Pour construire un business plan il faut intégrer le passé et le futur de la société à valoriser. Le business plan a l'objet de construire un tableau des flux de trésorerie prévisionnels. Ces prévisions ne s'agit pas de prédire l'avenir, et qui le pourrait, mais d'estimer le scénario le plus probable.

On a bien expliqué les objectifs et les étapes de construction d'un business plan dans la section précédente. (Voir section 02, point 2.4).

b) Détermination des Flux de Trésorerie Disponible

Le flux de trésorerie à retenir est un flux à destination de tous les apporteurs de fonds, qu'ils soient actionnaires (dividendes et mises en réserve, c'est-à-dire le résultat net) ou créanciers financiers (charges d'intérêts et remboursement du capital), après financement des investissements. Il s'agit du flux de trésorerie disponible (FTD) ou free cash flow (FCF), qui se calcule comme suit²⁸ :

$$\begin{aligned} \text{FCF} &= \text{Résultat net d'exploitation ou opérationnel} \\ &- \text{Impôt ajusté sur le résultat} \\ &+ \text{dotations aux amortissements et provisions d'exploitation (DAP)} \\ &- \text{reprises sur amortissements et provisions d'exploitation (RAP)} \\ &- \text{variation du BFRE} \\ &- \text{investissements bruts de l'exercice.} \end{aligned}$$

Mais il faut savoir quels flux représentent pour le repreneur ou le cédant les revenus futurs de l'entreprise. Plusieurs flux peuvent être utilisés :

- Le bénéfice

Le bénéfice est la différence entre les produits et les charges de l'exercice. Il correspond au résultat net comptable. Il s'agit du résultat courant, corrigé du résultat exceptionnel, net d'impôt sur les bénéfices et diminué de la participation des salariés.

Il permet de connaître les ressources nettes de l'entreprise à l'issue de l'exercice. Elles pourront être mises en réserve ou distribuées sous forme de dividende.

- Le résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation est la différence entre les produits d'exploitation et les charges d'exploitation. Il permet de connaître la rentabilité de l'entreprise sur son cycle d'exploitation,

²⁸ Arnaud THAUVRON, op-cite, page: 103.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

c'est-à-dire sur son activité réelle. La notion Anglo-Saxon du résultat d'exploitation est EBIT (Earning Before Interest and Tax).

- Excédent brut d'exploitation (EBE)

L'Excédent brut d'exploitation est la différence entre les produits d'exploitation et les charges d'exploitation plus les dotations aux amortissements et les provisions pour dépréciation. La notion Anglo-Saxon d'excédent brut d'exploitation est EBITDA (Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization).

- Le résultat courant

Le résultat courant est la somme du résultat d'exploitation et du résultat financier net d'impôt sur les bénéfices et diminué de la participation des salariés. Ce résultat permet de ne pas subir certaines variations dues au résultat exceptionnel.

- Les dividendes

Les dividendes sont les revenus de l'entreprise pouvant être distribués aux actionnaires. L'utilisation des dividendes pour la détermination des flux est soumise à la régularité de leur distribution. Pour retenir les dividendes, il faut qu'ils correspondent au rendement du capital investi par les actionnaires.

c) Détermination du taux d'actualisation des flux de trésorerie

On utilise ici comme un taux d'actualisation des flux de trésorerie le CMPC.

Tchemini (1998) précise que le CMPC représente « un coût d'opportunité qui évalue pour les investisseurs le choix qu'ils font d'investir leur capital dans l'entreprise plutôt que de les placer ailleurs ».²⁹

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

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

d) Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale peut être valorisée par le biais de différentes méthodes parmi lesquelles nous trouvons les deux méthodes ci-dessous :³⁰

²⁹ Emmanuel Tchemeni, (1998), l'évaluation des entreprises, Economica, France, page : 49.

³⁰ BEN BARKAT Manel, l'évaluation des entreprises, école supérieure de commerce, Alger, 2003, page : 119.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

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

Donc la valeur terminale s'égal à :

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

- 2) Méthode se base sur l'hypothèse de croissance constante de free cash flow au taux de croissance (g). cette méthode est la plus fréquente et la plus cohérente.

$$V_t = \text{FCF}_{t+1} / (\text{CMPC} - g) = (\text{FCF}_t (1+g)) / (\text{CMPC} - g)$$

e) Détermination de la période d'actualisation

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

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

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

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

▪ Appréciation de la méthode free cash flow :

Avantage :

- C'est une méthode adaptée à la gestion de l'entreprise dans la mesure où elle met en relation tous les types de fonds de l'entreprise, les besoins de l'entreprise (investissement, BFR) et l'opinion du marché (en prenant en considération le taux d'actualisation).
- Elle permet également de traduire correctement en termes chiffrés les différentes hypothèses et prévisions ce qui aide l'acheteur à sélectionner les investissements les plus rentables.

Inconvénient :

- L'estimation du taux d'actualisation est délicate à mettre en place car elle repose sur un processus itératif qui n'est pas simple à appliquer.
- La méthode ne prend pas en compte la structure juridique de l'entreprise.
- Elle nécessite également des prévisions longues et fiables.

3.2.2. Méthode des flux des dividendes

Dans cette approche, la valeur d'une entreprise est égale à la valeur des dividendes distribués aux actionnaires actualisés au coût des capitaux propres.

Cette méthode, particulièrement adaptée à l'évaluation d'entreprises matures présentant une régularité et un niveau élevé de distribution, a retrouvé ses lettres de noblesse suite à la crise financière. C'est également la méthode privilégiée pour évaluer la valeur des titres détenus par un actionnaire minoritaire.

À partir de ce principe, il existe deux modèles principaux :

a) Modèle de Fisher

Irving Fisher raisonne en temps qu'un investisseur qui s'intéresse au marché boursier et souhaite y réaliser des placements plus ou moins longs.

Cet investisseur est conscient des risques qu'il encourt (volatilité des cours, sensibilité aux taux longs, risques concernant l'entreprise et son secteur,...) et il souhaite bénéficier d'une rentabilité qui soit supérieure à ce qu'il aurait récolté en investissant ses capitaux sans risque en emprunts d'Etat par exemple.

Le prix maximum que l'investisseur accorde à l'action de l'entreprise et qui représente donc la valeur de l'entreprise est la valeur actuelle des flux financiers que générera l'entreprise en direction de ses actionnaires.

Le taux d'actualisation minimum (t) est le taux de rendement que l'investisseur escompte avoir.

$$V_e = V_n (1 + K_e)^{-n} + \sum_{t=1}^{t=n} D_t (1 + K_e)^{-t}$$

Tel que :

- D_t : Dividende reçu l'année t , avoir fiscal inclus de chaque année de conservation des actions.
- V_n : valeur de revente en fin de période (année n).
- K_e : taux d'actualisation (coût de fond propre), n : durée de prévision des dividendes.

a.1) Flux de dividendes et durée

Les dividendes futurs estimés sur la période la plus longue possible (minimum 5 ans avec un idéal de 10 à 15 ans). Ces flux sont fonction des prévisions annoncées par l'entreprise en termes de résultat et de taux de distribution.

a.2) Valeur de revente

Selon Prunier et Maurel (1996) la valeur de revente (V_n), peut être estimée par l'une des méthodes suivantes :

- 1) La méthode de l'ANR en année n. et là, son estimation se fait à partir de la valeur de l'actif net corrigé en année n à la quelle on rajoute les résultats nets prévisionnels des années 1 à n et desquels sont retranchés les dividendes versés.

$$\text{ANR}(n) = \text{ANR}(0) + \sum_{j=1}^n \text{resultat net de l'année } j - \sum_{j=1}^n D_j$$

- 2) La méthode du GW: et là il faudrait prendre une durée courte (trois ans maximum) pour déterminer la rente du surprofit qui s'étalerait ainsi de n+1 à n+3, soit après l'année de revente.
- 3) La méthode du PER (Price Earning Ratio) : et ceci en supposant qu'il y ait une stabilité des taux longs et que les PER sont sujet à une faible déformation.

$$V_n = \text{PER}(0) * \text{résultat de l'année } n \text{ ou bien } V_n = \text{résultat}(n+1) * \text{PER}(1)$$

- 4) La méthode de Fischer elle-même : en supposant une revente de l'entreprise (n+m) années plus tard.

$$V_e = \sum_{k=1}^m \left(\frac{D_{n+k}}{(1+Kp)^k} \right) + \frac{V_{n+m}}{(1+Kp)^m}$$

V_e est donc la valeur actuelle des dividendes attendus sur les années 1 à n+m plus la valeur actuelle du flux final en n+m.

Le problème de valorisation de V_n ne se trouve ainsi que reporté. Notons que plus la période est longue, plus V_n perd de son importance dans l'estimation de la valeur actuelle de l'action.

Ainsi, la répétition de la formule de Fischer rendrait négligeable V_n et la valeur de l'entreprise tendra vers ce qui suit :

$$V_e \implies \sum_{j=1}^n \frac{D_j}{(1+Kp)^j} \quad \text{quand} \quad n \implies \infty$$

▪ **Appréciation de la méthode :**

Avantage :

- La méthode constitue une valorisation réelle de l'action par opposition aux valorisations d'actifs.
- Elle permet à l'investisseur de trier les investissements éventuels en prenant en compte l'intérêt financier.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Inconvénient :

- Difficulté de visibilité certaine sur les flux des dividendes futurs.
- La méthode transpose dans l'avenir le problème d'évaluation de V_n .
- L'hypothèse de constance du taux d'actualisation n'est pas vérifiée.
- La méthode occulte les besoins de capitaux de l'entreprise.
- Le processus itératif n'est pas simple à appliquer.
- Cette méthode est inapplicable à des entreprises en phase de forte croissance qui ne distribuent pas de dividendes afin de s'autofinancer.

b)Modèle de Gordon-Shapiro

L'évaluation d'une action repose sur l'actualisation de ses cash-flows futurs mesurés par les dividendes D_t et son prix de revente à une date T , noté V_t :

$$V_e = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K_{CP})^t} + \frac{V_T}{(1+K_{CP})^T}$$

Sous l'hypothèse d'un horizon d'investissement à l'infini, la valeur actuelle du prix de revente V_t tend vers zéro lorsque T tend vers l'infini. Le prix de l'action est donc égal à la valeur actuelle des dividendes futurs :

$$V_e = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_{CP})^t}$$

Ce modèle est connu sous le nom de Dividende Discount Model (DDM). Cette méthode est pertinente lorsque la société pratique depuis longtemps une politique de distribution de dividendes et dispose d'une trésorerie suffisante pour lui permettre d'effectuer les distributions même lorsque les résultats sont faibles. Dans la pratique, son application nécessite l'utilisation d'hypothèses simplificatrices.

Si les dividendes sont supposés constants dans le temps $D_1 = D_2 = \dots = D_n$, la valeur de l'action est la valeur actuelle d'une rente perpétuelle constante :

$$V_e = \frac{D_1}{K_P}$$

Le résultat de cette actualisation provient de la factorisation de D_1 et de la somme d'une suite géométrique de raison $\frac{1}{(1+K_{CP})}$.

$$V_e = D_1 \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+k_{CP})^n}}{k_{CP}} \right]$$

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

L'équation ci-dessus tend vers $\frac{D_1}{K_P}$ lorsque n tend vers l'infini. La valorisation d'une action définie comme le rapport du dividende sur le taux d'actualisation correspond au modèle d'Irwing-Fisher.

Trop simplificatrice pour décrire le futur, l'hypothèse de constance a été remplacée par une autre qui suppose que les dividendes vont croître à un taux constant g :

$$D_1, D_2 = D_1(1+g), \dots, D_t = D_1(1+g)^{t-1}$$

Cette hypothèse permet la factorisation des D_1 et donc la réécriture suivante de la valeur actuelle d'une action :

$$V_e = D_1 \left[\frac{1}{(1+K_P)} + \frac{1+g}{(1+K_P)^2} \dots \right]$$

La factorisation fait apparaître une progression géométrique de raison $q = \left(\frac{1+g}{1+K_P} \right)$ et de 1er terme $a = \frac{1}{1+K_P}$. 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 n infini, la valeur actuelle de l'action tend vers :

$$V_e = \frac{D_1}{K_P - g}$$

Ce résultat, défini comme le modèle de Gordon Shapiro, considère que les dividendes vont croître indéfiniment à un taux constant. Cela représente une limite du modèle, mais a cependant l'avantage d'être simple à mettre en œuvre. Le taux de croissance des dividendes est estimé sur la base d'observations historiques du comportement de l'action et des prévisions des analystes financiers sur les dividendes futurs. Ce modèle n'est applicable qu'à la condition que $g < K_p$.

Le coût des capitaux propres dans le cadre des hypothèses du modèle de Gordon Shapiro est donné par la formule suivante :

$$K_P = \frac{D_1}{V_e} + g$$

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Les hypothèses simplistes et irréalistes qui sous-tendent le modèle de Gordon Shapiro sont pour beaucoup inacceptables. Un modèle alternatif d'évaluation des actions est proposé avec le MEDAF.

La formule proposée par Gordon et Shapiro est la suivante :³¹

$$P_0 = \frac{D_1}{Kp - g}$$

Avec :

- P_0 = Valeur théorique de l'action ;
- D = Dividende anticipé de la première période ;
- Kp = Taux de rendement attendu pour l'actionnaire ;
- g = Taux de croissance des dividendes.

▪ Appréciation de la méthode :

Si ce modèle est très utilisé par les analystes de par la simplicité de sa mise en œuvre, il souffre toutefois de l'hypothèse de croissance infinie du dividende qui est difficile à accepter puisqu'elle correspond à une vision de l'économie en croissance constante ce qui s'adapte mal à l'environnement économique changeant.

Et au même titre que la méthode de Fisher, le problème du taux d'actualisation reste posé pour cette méthode.

c)Modèle de Bates

Après les recherches et les lectures de certains livres et articles j'ai trouvé que le modèle de Bates peut se calculer par les deux manières :

1) La première manière: ³²

La démarche de Bates n'inspire de la formule de Fisher et prend en considération certaines hypothèses de Gordon –Shapiro. Ce modèle correspond au modèle traditionnel de Williams Gordon Shapiro (WGS) car son expression est intéressante car elle précise le facteur de croissance qui vient multiplier le PER de base ($1/k$). Ce facteur est fonction du taux de croissance attendu des résultats nets sur longue période (g), du coût des fonds propres et du ROE limite (R_∞).

Dans ce genre de modèle le taux de croissance attendu des résultats joue un rôle crucial. En ce sens, il est utile lorsque l'analyste souhaite intégrer dans son évaluation des données prévisionnelles concernant la croissance attendue des résultats. Cependant, pour que ces

³¹ Jonathan Berk- Peter DeMarzo, (2011), Finance d'entreprise, Pearson Education France, 2eme édition, France, page : 531.

³² LEVASSEUR Michel (2007), Modèle de Bates et modèle de croissance à perpétuité, université Lille 2, Paris, page : 1,2 et 3.

modèles conservent leur cohérence interne, il est raisonnable d'intégrer l'hypothèse habituelle du « clean surplus ». Enfin, nous intégrons une condition de passage lisse en fin de période. Nous entendons par cette condition que le changement de ROE d'une période à l'autre ne s'effectue pas par une variation brutale du résultat net ou de la valeur comptable des fonds propres mais à travers une croissance différente de la valeur comptable des fonds propres de celle supposée pour les résultats nets.

L'annexe n°01 nous démontre qu'après le développement mathématique de la formule ci-dessous, nous obtenons :

$$Ve = Vo = RNP(1) * \left(1 - \frac{g}{R(1)}\right) * \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+Kcp}\right)^n}{Kcp - g} \right] + \frac{Vn}{(1+Kcp)^n}$$

2) La deuxième manière :

Le modèle de *Bates* donne une relation entre le *PER* à la date 0 et le *PER* à la date *n*, en supposant un taux de croissance constant des dividendes dans l'intervalle.

On obtient ainsi la formule de *Bates* (l'annexe n°01 montre la formule ci-dessous) :

$$PER(0) = d * \frac{1+g}{r-g} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n \right] + PER(n) * \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n$$

3.3. L'approche comparable ou des multiples

Lors de l'évaluation d'une société, une approche multicritère permet de prendre en compte l'ensemble des éléments constitutifs de la valeur. Dans une démarche empirique, pour valoriser une entreprise on lui applique des règles, des critères et des ratios extraits de référence de valorisation d'entreprise comparable.

Cette méthode repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers³³ : le cours d'une action est le reflet à tout moment des anticipations de création de valeur de l'entreprise par les investisseurs. Est une approche analogique par comparaison avec d'un échantillon de entreprises coté du même secteur, elle se base sur l'observation d'un panel d'entreprises comparables (taille, secteur, taux de croissance, risque,...) pour lesquelles on tire les rapports entre leur valeur (boursière ou de transaction) et les paramètres de l'entreprise à évaluer (résultat d'exploitation, résultat net, capitaux propres,...).

La méthode des multiples permet de passer de la comptabilité à la valeur. Elle repose sur l'application aux principaux soldes comptables historiques ou anticipés de l'entreprise à évaluer, de multiples calculés à partir d'un échantillon d'entreprises cotées comparables.

³³ L'efficience des marché financier : le prix d'un titre incorpore pleinement toute l'information disponible.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

$$\text{Valeur} = (\text{multiple}) \times (\text{solde comptable historique ou anticipé})$$

Il existe plusieurs multiples, mais les multiples les plus utilisés en pratique. ces multiple sont décomposé en deux grand multiples:

3.3.1. Multiples donnant une valeur économique

Ici ne prenant pas en compte la structure financière de l'entreprise, ils permettent de mesurer la valeur de l'actif économique (valeur d'entreprise). Les multiples sont :

a) Multiple de CA

Cette méthode mesure est peu pertinent car la valeur d'un titre indépendamment de son niveau de rentabilité. Ce ratio est principalement utilisé pour la valorisation de sociétés de croissance, dont les pertes sont élevées et rendent impossible le calcul de ratios calculés à partir des résultats.

Il est peu pertinent si les sociétés comparées ont des niveaux de rentabilité très différents ou utilisent des méthodes comptables très hétérogènes. Ainsi, son utilisation revient essentiellement à valoriser une part de marché.

Le multiple de chiffres d'affaires est dangereux car il considère que toutes les entreprises ont le même niveau de rentabilité. On le retient généralement pour valoriser les sociétés dont les autres soldes sont négatifs.

$$\text{multiple} = \text{VE} / \text{CA}$$

b) Multiple d'EBITDA (EBE)

Ce paramètre revient à évaluer la société sur la base du profit génère indépendamment de sa structure de financement (charges d'intérêts), des contraintes fiscales ou avantages fiscaux, des amortissements et des provisions.³⁴

Ce multiple prend en compte la marge opérationnelle. Le multiple de l'EBE est très utilisé car tous les groupes n'ont pas la même politique d'amortissement ; il permet donc de raisonner avant impact des charges calculées. Il a cependant le grave défaut de moyenner l'importance capitalistique de l'entreprise.

$$\text{multiple} = \text{VE} / \text{EBE}$$

c) Multiple d'EBIT (résultat d'exploitation)

L'EBIT revient à évaluer une société sur la base du profit génère hors impact des charges financières et contraintes fiscales. Ce multiple est privilégié par les analystes financiers. C'est le plus pertinent économiquement, car il prend en compte la rentabilité de l'entreprise indépendamment des choix financiers.

$$\text{Multiple} = \text{VE} / \text{REX}$$

³⁴ Pascale TYTGAT (2010), évaluation d'entreprise, page :36.

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

Le multiple de RE est le plus juste conceptuellement. Il prend en compte l'importance capitalistique et donne une image complète de la performance de l'exploitation de l'entreprise. Il devrait en théorie être calculé après impôt.

La valeur d'entreprise des sociétés de l'échantillon est calculée à partir de ses deux composantes de la façon suivante :

$$VE = \text{capitalisation boursière} + \text{valeur de la dette}$$

$$VE = (\text{dernier cours de bourse} \times \text{nombre d'actions en circulation}) + \text{valeur de la dette}$$

3.3.4. Multiple donnant la valeur des CP

Ici prenant en compte la structure financière, et ils permettent de mesurer la valeur des capitaux propres.

a) Multiple de PER

Le PER (Pricing Earning Ratio) a trouvé son origine dans le marché boursier et il constitue incontestablement la méthode comparative la plus répandue car il est simple et également le plus dangereux puisqu'il normalise la structure financière de la société à évaluer sur la moyenne de celle des sociétés de l'échantillon et peut conduire selon le cas à survaloriser ou sous-valoriser les capitaux propres de l'entreprise à évaluer. Le PER a toutefois le mérite d'intégrer la contribution des sociétés mises en équivalence, les intérêts minoritaires et la situation fiscale de la cible, ce qui est plus difficile avec les multiples de la valeur d'entreprise.

Peut être expliqué comme étant le nombre d'années de bénéfices qu'un investisseur est disposé à payer pour acquérir un titre.

$$\text{PER (multiple de résultat net)} = \text{Capitalisation boursière} / \text{Résultat Net} \\ = \text{Cours (Prix) de l'action} / \text{Bénéfice par action}$$

Ainsi : cours de l'action = PER x bénéfice par action

La valeur de l'entreprise (V_e), appelée capitalisation boursière, est obtenue en multipliant les deux cotés de l'équation par le nombre d'action, ainsi nous trouvons :

$$V_e = \text{cours d'action} \times \text{nombre d'action} \\ = \text{PER} \times \text{bénéfice par action} \times \text{nombre d'action}$$

Donc :

$$V_e = \text{PER} \times \text{résultat net retraité}$$

Le PER peut servir pour l'estimation des entreprises cotées ou non cotées en bourse et ce en ayant recours au coefficient de capitalisation du secteur ou de l'échantillon qu'on note : PER sectoriel et qui se dégage de l'échantillon d'entreprises comparables comme étant un facteur déterminant de l'évaluation.

Afin d'estimer le PER sectoriel, l'évaluateur collecte pour chacune des sociétés de l'échantillon :

Chapitre II : L'évaluation d'entreprise

- Les cours de bourse, sachant que les cours retenus sont des cours moyens qui sont des moyennes pondérées par les volumes échangés des cours observés sur les dernières cotations de la période.
- Les bénéfices par action de plusieurs exercices ; en général ceux de l'année 0 qui sont connus, ceux de l'année 1 et de l'année 2 qui sont estimés.

Ainsi pour chaque entreprise, nous calculons les différents PER et ceci en fonction des années, des cours boursiers et des bénéfices par action. Le PER sectoriel est celui qui permet l'émergence d'une zone de cohérence qui fera ressortir un multiple (m) qui n'est tout autre que le PER des entreprises concernées.

La valeur de la société objet de l'évaluation peut être évaluée par la suite à (m) fois le résultat net retraité de l'exercice n ; qui représente l'exercice où l'on a remarqué la cohérence.

b)PCF (multiple de Cash Flow)

Le multiple de Cash Flow au sens de la capacité d'autofinancement (CAF) est assez peu utilisé sauf dans certaines industries lourdes comme l'industrie pétrolière

$$\begin{aligned} \text{PCF (multiple de Cash Flow)} &= \text{Capitalisation boursière} / \text{Cash Flow} \\ &= \text{Cours de l'action} / \text{Cash Flow par action} \end{aligned}$$

c) Multiple de PBR (Price to Book Ratio)

Le multiple de capitaux propres étant très dépendant de la structure financière, il est rarement utilisé sauf dans le cas des établissements financiers et des compagnies d'assurance où la notion de valeur d'entreprise est inexistante.

Pour cette même raison de dépendance des capitaux propres, il faut privilégier les multiples de valeur d'entreprise et notamment le multiple de résultat d'exploitation qui est indépendant de la structure financière et reflète l'importance capitalistique de l'entreprise grâce à la prise en compte des amortissements.

$$\begin{aligned} \text{PBR (multiple de capitaux propres)} &= \text{Capitalisation boursière} / \text{Capitaux propres} \\ &= \text{Cours de l'action} / \text{Capitaux propres par action} \end{aligned}$$

En synthèse, quelques **avantages et inconvénients** liés à l'application de cette méthode :

Avantages	Inconvénients
La facilité d'utilisation	L'utilisation de données historiques, non prévisionnelles
L'utilisation de transactions réelles correspondant à un prix et pas seulement une valeur	Le remplacement de données comparables par des multiples moyens
L'approche par la capacité bénéficiaire	

3.4. Autres méthodes d'évaluation

3.4.1. La méthode Sum of the Parts

Est cas particulier de la méthode d'ANCC : revalorisation de chacun des pôles d'activités d'une société holding.

La méthode de la somme des parties (ou sum of the parts) est une méthode d'évaluation. Elle consiste à évaluer les groupes diversifiés en sommant dans une logique patrimoniale la valeur de leur différentes activités calculées en utilisant la méthode DCF ou la méthode des multiples, puis à enlever la valeur actuelle des frais de siège et l'endettement net consolidé. C'est une forme d'actif net réévalué.

❖ Le processus :

- Identification des filiales opérationnelles et immobilières
- Evaluation des filiales opérationnelles sur base des méthodes dynamiques
- Evaluation des filiales immobilières sur base du rendement des actifs immobiliers (prise en compte d'un impôt latent passif sur les plus-values latentes)
- Valorisation des latences fiscales actives (pertes fiscales récupérables)
- Actualisation et prise en déduction des frais de gestion du soc holding.

3.4.2 La méthode Market Value Added (MVA)

Pour une entreprise cotée, la création de valeur est souvent appelée Market Value Added ou MVA. Elle est égale à la somme de la capitalisation boursière et de la valeur de l'endettement net diminuée du montant comptable de l'actif économique. La MVA, ou plutôt la variation de MVA, est un critère plus pertinent que la seule évolution du cours de bourse puisqu'il met en regard l'augmentation de valeur et les capitaux investis pour y parvenir.

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres correspond à l'actualisation des flux d'EVA (Economic Value Added) auxquels est ajoutée la valeur de l'actif économique en début de période. L'EVA (Economic Value Added) est l'écart de rentabilité dégagé par l'actif économique (ROCE) par rapport au coût de financement de cet actif (WACC).

$$EVA = (R_{et} - CMP_t) * CL_{t-1}$$

R_{et} = résultat d'exploitation après impôt / capital investi à la fin de la période t-1 (CI_{t-1})

Pour déterminer la MVA, Stern et Stewart actualisent les flux d'EVA au coût du capital. D'où :

$$MVA_t = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMP_t)^t}$$

Conclusion du chapitre II

L'évaluation n'est pas une science exacte. Même si elle s'appuie sur des techniques souvent éprouvées, elle repose avant tout sur la subjectivité de l'analyse préalable. La phase essentielle du processus est la réflexion stratégique. Plus importante que le résultat final, cette étape permet d'identifier les forces et les faiblesses des différentes activités de l'entreprise, leur niveau de risque, celles qui créent de la valeur et celles qui en détruisent, les choix stratégiques qu'il convient d'adopter (désinvestir, maintenir ou alléger, améliorer, réinvestir, repositionner), les conditions financières du développement de l'entreprise, les éléments clés de succès et les facteurs d'échec des stratégies retenues. Outil permettant de relier stratégie et finance, l'évaluation sera demain l'une des techniques essentielles du management moderne.

En terme théorique le choix entre les différentes méthodes d'évaluation d'entreprise est très difficile, car chacune des méthodes a des avantages et des inconvénients. Chaque méthode peut nous donner une valeur différente, et cette valeur s'inscrit dans une fourchette qui peut être assez large.

Mais dans les dernières années la perspective d'évaluation s'est déplacée d'une technique souvent dominée par la logique comptable à une pratique largement influencée par la théorie financière. Aujourd'hui, les compétences essentielles à mettre en œuvre dans l'évaluation d'entreprise sont l'analyse stratégique et la finance moderne.

Une approche trop comptable conduit généralement à des conclusions souvent erronées, et toujours déconnectées des pratiques observées dans le domaine du corporate finance.

Mais l'évaluation reste toujours a pour but de déterminer la valeur de l'entreprise. Il est important d'utiliser plusieurs méthodes afin de tester de la cohérence des valorisations obtenues et de valider la cohérence de ces méthodes.

Donc on peut dire que l'évaluation d'une entreprise est fonction de facteurs intrinsèques, de facteurs externes et des différentes motivations des partenaires.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger (cas ALLIANCE ASSURANCES)

La présentation de l'opération d'émission d'actions par appel à l'épargne publique effectuée par Alliance Assurances est nécessaire pour comprendre ses fondements juridiques, ses objectifs de conformité juridique et ses objectifs de performance.

ALLIANCE ASSURANCES est coté en bourse depuis 2010, et a fait l'objet d'une évaluation par des cabinets d'expertise afin de déterminer le prix d'introduction de leurs actions. Pour ce la nous choisissons cette entreprise pour pratiquer le coté pratique de notre travail.

Il est utile de souligner que nous n'allons pas traiter de l'évaluation dans sa globalité mais nous allons limiter cette étude à l'évaluation d'entreprise, présenter les différentes méthodes d'évaluation actuellement utilisées dans le monde et illustrer le tout par des exercices des cas concrets d'évaluation entreprises algériennes.

Le plus important consiste à ce que cette évaluation repose sur des bases conceptuelles rigoureuses, et faisant appel à des méthodes reconnues et que les hypothèses retenues soient clairement établies et défendues.

Cette étude a donc pour but de rechercher la valeur globale de la société en tenant compte de ses éléments financiers et de ses différentes caractéristiques intrinsèques (ses forces et ses faiblesses).

Pour avoir comment déterminer la valeur d'une entreprise on a consacré ce chapitre qui se compose par :

La première section : La présentation d'ALLIANCE ASSURANCES.

La deuxième section : Diagnostic globale d'ALLIANCE ASSURANCES.

La troisième section : La détermination de la valeur d'ALLIANCE ASSURANCES.

Section 01 : Présentation d'ALLIANCE ASSURANCE

1.1. L'historique

ALLIANCE ASSURANCE est une compagnie d'assurance créée par Monsieur KHELIFATI Hassen, grâce à une idée, voire une proposition qui lui a été suggérée par un assureur.

Elle a été créée en décembre 2004 dans le cadre de l'Ordonnance 95-07 du 25 janvier 1995 du Ministère des Finances, consacrant l'ouverture du marché national des assurances.

C'était une époque où il n'était pas facile de se lancer dans un marché qu'on annonçait déjà saturé. Mais rien ne dissuade ce futur patron.

Malgré un climat marqué par le scandale de Khalifa Bank, il a pu faire face aux écueils de l'administration et surmonter les étapes l'une après l'autre jusqu'à ce qu'il arrive à ses fins.

C'est une compagnie d'assurance toutes branches à capitaux 100 % algériens, elle a débuté son activité officiellement le 1^{er} janvier 2006, suite à l'obtention de l'agrément n°122/05 en date du 30 juillet 2005, pour la pratique de l'ensemble des opérations d'assurance et de réassurance et c'est la **seule compagnie d'assurance privée algérienne qui n'est pas familiale**.

Elle avait pour dénomination lors de sa création, « Les Assurances Amana » son siège était fixé à la promotion immobilière KHELIFATI Hamid, Route Nationale N°5, El Mohammadia, Alger.

Son capital social était de 500 000 000 de dinars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 5000 DA chacune, entièrement souscrites et libérées réparties sur 10 actionnaires, dont le plus grand nombre d'action est détenue par Maghreb Truck SPA.

Au fil des années, les statuts constitutifs ont été modifiés par les différents notaires de la société et en 2008, Monsieur KHELIFATI Hassen devient l'actionnaire majoritaire de la société suivi de 7 autres actionnaires au lieu de 9.

La société visait les segments traditionnels des assurances (risques industriels, automobile, transports...) ainsi que les segments non exploités ou peu développés sur le marché tels que :

- Les assurances des particuliers et des ménages ;
- Les assurances de personnes à caractère de prévoyance, d'épargne, d'assistance et de santé ;
- Les assurances des PME/PMI, professions libérales, commerçants et institutionnels ;
- Les produits nouveaux d'assurances et plus particulièrement d'assurance vie et santé ;
- Les gammes de produits dans le domaine des grands chantiers, du logement et de l'industrie ;
- Les risques d'habitation et des risques divers.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Tableau 3.1 : La répartition des actions en 2004 d'AA.

Dénomination ou Nom et Prénom	Nombre d'actions	%
Maghreb Truck SPA	25000	25%
Khelifati Hamid	15000	15%
Boudjemane Abdelhadi	10000	10%
Aissatti Mohammed	10000	10%
Rahmoune Mohamed	10000	10%
Khelifati Rachid	10000	10%
Nada Lilabalat Sarl	7000	7%
Etraba Sarl	6000	6%
Khelifati Hassen	5000	5%
Egetraba Sarl	2000	2%
Total	100000	100%

Source : ALLIANCE ASSURANCE, notice d'information : augmentation de capital de 1433 millions DA via un appel public à l'épargne et introduction du titre en bourse.

Tableau 3.2 : La répartition des actions en 2008 d'AA.

Dénomination ou Nom et Prénom	Nombre d'actions	%
Khelifati Hassen	50000	50%
Khelifati Rachid	15000	15%
Rahmoune Mohamed	14000	14%
Aissatti Mohammed	10000	10%
Maghreb Truck SPA	5000	5%
Ourahmoune Abdelhakim	4000	4%
Etraba Sarl	1500	2%
Egetraba Sarl	500	1%
Total	100000	100%

Source : ALLIANCE ASSURANCE, notice d'information : augmentation de capital de 1433 millions DA via un appel public à l'épargne et introduction du titre en bourse.

En 2007, la compagnie a mis sur le marché pour la première fois dans notre pays, un tout nouveau service, qui est **l'assistance automobile**. Sa commercialisation a débuté le 15 mai 2007.

Voulant accélérer son développement, Alliance Assurances augmente son capital jusqu'à pratiquement le doubler grâce à l'acte notarié du 19 Novembre 2009 par devant maître Souad Zeghidi (notaire à Ouled Iaïche, Blida). Ainsi, le capital passe de 500 000 000 DA à 800 000 000 DA sur décision à l'unanimité des membres de son Assemblée Générale Extraordinaire (AGEX) le 16 juin 2009.

Cette augmentation a été réalisée de la manière suivante :

- Incorporation des réserves légales : 16 616 225,79 DA
- Incorporation des réserves facultatives : 31 163 667,04 DA
- Incorporation du résultat en instance d'affectation : 12 220 107,17 DA,

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Soit une augmentation de : 60 000 000 DA.

- Le montant de 240 000 000 DA restant, est à libérer dans les 5 ans à venir conformément au décret n° 93-08 du 25 avril 1993 de l'article 596 du Code de Commerce qui permet la libération de seulement un quart du capital au moins lors de la souscription, et le reste dans un délai n'excédant pas 5 ans.

Cette augmentation de capital a permis une meilleure assise financière à la compagnie, dont elle a renforcé la dynamique et conforté les perspectives de développement.

D'ailleurs le développement du réseau commercial a permis d'atteindre au 31 décembre 2009, le nombre de 82 agences sur l'ensemble du territoire national, alors qu'elle n'en détenait que 48 en 2006.

En 2010, le siège social de la société a été transféré du Lot 3, Bois des cars, Delly Brahim, Alger, son ancien siège depuis 2005, vers le Centre des Affaires El Qods, Bloc LMNO, porte 14, 7^{ème} étage, Chéraga Alger, suite à la décision de l'AGEX en Février 2010.

Suite à la décision de l'AGEX en date du 21 Avril 2010 et en conformité avec le rapport spécial de M. Arab AOUDJ, commissaire aux comptes de la société en date du 17 Juin 2009, le montant de 240 000 000 DA, soit 4/5 du capital restant, a été libéré par l'affectation d'une partie du résultat de l'exercice 2009.

Deux fractionnements de la valeur nominale de l'action Alliance ont été établis suite à la décision de l'AGEX :

- En date du 21 Juin 2010 : fractionnement de la valeur nominale de l'action d'une valeur de 5 000 DA en cinq actions d'une valeur nominale de 1 000 DA chacune.
- En date du 29 Juillet 2010 : fractionnement de la valeur nominale de l'action d'une valeur de 1 000 DA en cinq actions d'une valeur nominale de 200 DA chacune.

Au mois de novembre de la même année, la compagnie a ouvert son capital au public pour le porter à 2,2 milliards de dinars.

❖ Les filiales d'ALLIANCE ASSURANCE:

Depuis la création d'Alliance Assurances, la société détient deux filiales soit :

- 1) Algérie Touring Assistance (ATA) SPA : c'est une filiale spécialisée dans l'assistance aux personnes en général et aux véhicules en particulier, son capital social est de 37,49 millions de dinars. La société est détenue à hauteur de 74.99% par Alliance Assurances qui a participé à sa création en 2006 en partenariat avec Touring Club.
- 2) Oracle Financial Algérie Consulting (Orafina SARL) : c'est une filiale spécialisée dans le développement des logiciels informatiques liés au secteur des assurances, elle a commencé son activité le 28 janvier 2009, alors qu'elle a été créée en 2008 avec un capital de 10 millions de dinars. La société est détenue à hauteur de 60% par Alliance Assurances.

❖ ALLIANCE ASSURANCE adhère au code algérien de Corporate Governance :

Le code est une démarche volontaire à laquelle les compagnies adhèrent, c'est un choix stratégique de gestion de la compagnie, il y a séparation du patrimoine personnel et celui de l'entreprise par des frontières bien définies.

Alliance Assurance adhère au code algérien de gouvernance d'entreprise en septembre 2009, et fait siens les principes cardinaux de la bonne gestion résumés dans l'équité, la transparence, la responsabilité et l'imputabilité, ce qu'elle appliqué dès la constitution de la compagnie et dès l'établissement de ses premiers contrats en 2006.

Cette adhésion souligne l'intérêt accordé par la compagnie à l'implémentation de standards internationaux de transparence, d'imputabilité et de prise en compte des parties-prenantes.

L'adhésion à cette charte peut rapporter beaucoup de choses à la compagnie. Une stabilité morale pour les partenaires et de la compétitivité par exemple. Mais aussi, de la confiance pour mieux avancer et se développer dans la transparence totale. De plus la société voulait prouver par cette adhésion, qu'il existe en Algérie des entreprises qui peuvent travailler selon les standards internationaux, car elle s'est inspirée de ce qui se fait dans les pays développés.

Ainsi Alliance Assurances a pu répondre aux exigences très strictes d'ouverture du capital à l'épargne publique et d'introduction en bourse.

En moins de six ans, alliance assurance joue dans la cour des grands en concurrençant de grandes sociétés d'assurance. Avec son entreprise 100% algérienne, elle s'est fait une place parmi des sociétés publiques et étrangères. Depuis sa création elle n'a pas cessé d'innover dans les méthodes de management ou dans les produits proposés aux clients. Sa devise a été véhiculée à travers son appellation «Alliance Assurances» qui traduit la confiance et l'engagement.

1.2. Conformité d'ALLIANCE ASSURANCE

A la fin de l'année 2009, les compagnies d'assurances sont soumises à une nouvelle réglementation de leur capital social : le gouvernement décide de fixer le capital minimum des sociétés d'assurance et de réassurance, entre un milliard de dinars et cinq milliards de dinars. Le décret exécutif 09-375 du 16 novembre 2009 modifiant et complétant le décret exécutif 95-344 du 30 octobre 1995 a pour objet, conformément à l'article 216 de l'ordonnance n° 95-07 du 25 janvier 1995 susvisée, de fixer le capital minimum des sociétés d'assurance.

Ainsi Le capital social minimum des sociétés d'assurance et/ou de réassurance (compte non tenu des apports en nature) est fixé à :

Un (1) milliard de dinars, pour les sociétés par actions exerçant les opérations d'assurance de personnes et de capitalisation ;

Deux (2) milliards de dinars, pour les sociétés par actions exerçant les opérations d'assurance de dommages ;

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Cinq (5) milliards de dinars, pour les sociétés par actions exerçant exclusivement les opérations de réassurance.

Les sociétés concernées avaient un délai d'un an, donc jusqu'à la fin de l'année 2010, pour se conformer aux dispositions de ce décret.

Les compagnies d'assurance étaient donc dans l'obligation de respecter ce règlement.

C'est le secteur privée qui est directement touchée par cette disposition car il détient une bagatelle de moins de 30% du marché, alors que les compagnies d'assurances publiques ont la plupart un gros capital social qui dépasse le seuil exigé par ce décret, sinon les capacités financières à l'atteindre facilement.

Alliance assurances au capital social de 800 millions de dinars, contrairement aux années passées ou elle devait avoir un capital de 450 million de dinars (pour les deux premières activités du décret réunis) n'est plus conforme à la loi.

Elle est donc contrainte de porter son capital à deux milliards de dinars pour l'activité assurance dommage avant la fin de 2010.

Pour parvenir à ce niveau de capital, la compagnie avait étudié plusieurs options dont l'association avec un partenaire étranger et l'appel public à l'épargne via la bourse d'Alger.

Alliance Assurance a finalement opté pour l'appel à l'épargne publique.

C'est justement l'objet de notre étude qui cherche une réponse à la question de savoir pourquoi Alliance n'a pas opté pour une autre solution comme par exemple le recours à l'emprunt obligataire, si toutefois une telle opération était possible.

1.3. L'introduction en bourse d'ALLIANCE ASSURANCE

1.3.1. Décisions à l'origine de l'opération

L'assemblée générale de la Société Alliance Assurances réunie en séance extraordinaire le 21 Juin 2010 approuve l'augmentation du capital de la société proposée par le conseil d'administration réuni en date du 20 Juin 2010.

Cette augmentation est destinée à mettre en conformité les statuts de la compagnie avec le décret exécutif 95-375 du 16/11/09 relatif au capital minimum des sociétés d'assurances et ce par l'émission d'actions nouvelles par appel public à l'épargne et inscription à la cote officielle de la Bourse d'Alger de 1.804.511 actions nouvelles d'une valeur nominale de 200 DA chacune, au prix de 830 DA par action, soit une prime d'émission de 630 DA par action.

L'actionnaire Maghreb Truck Company « MTC SPA » exercera son droit de souscription préférentiel à titre irréductible proportionnellement au nombre d'actions qu'il détient. MTC SPA se portera, donc, acquéreur de 90 226 actions, pendant l'opération de souscription.

Les autres actionnaires d'Alliance Assurances SPA renoncent à leurs droits préférentiels de souscription.

1.2.2. Caractéristiques de l'opération ¹

1) Charges relatives à l'opération

Le montant des charges relatives à cette opération s'élève à cent soixante quatorze millions cent cinquante trois mille neuf cent quatre-vingt trois Dinars Algériens hors taxes (174 153 983 DA HT), et se répartissent comme suit :

a) Redevance réglementaires et assimilées

- Redevance de la COSOB : 0,075% du montant de l'émission soit un million soixante quinze mille trois cent quarante un Dinars Algériens (1 075 341 DA HT)
- Rémunération versée à ALGERIE CLEARING par an (adhésion, inscription en compte et opérations sur titres) : Deux cent cinquante mille Dinars Algériens hors taxes (250 000 DA HT).
- Commission SGBV (Société de Gestion de la Bourse des Valeurs) : - Commission de traitement - Commission d'introduction en bourse -Inscription a la cote officielle : Deux millions cinq cent mille Dinars Algériens hors taxes (2 500 000 DA HT).
- Frais juridique, de modifications statutaires et d'enregistrement : 1,5% soit vingt et un millions cinq cents six mille huit cent vingt Dinars Algériens hors taxes (21 506 820 DA HT).

b) Rémunération des prestations de services (fixés par la convention)

- Volet financier : Commission d'accompagnement, de conseil et de placement : soixante huit millions huit cent vingt un milles huit cent vingt trois de Dinars Algériens hors taxes (68.821.823 DA HT)
- Volet publicitaire : Publicité & communication : quatre vingt millions de Dinars Algériens hors taxes (80 000.000 DA HT).

2) Les conditions d'exercices du droit préférentiel de souscription

L'actionnaire Maghreb Truck Company (MTC SPA) exercera son droit de souscription préférentiel à titre irréductible proportionnellement au nombre d'actions qu'il détient, soit 5% de l'émission (90 226 actions).

MTC pourra exercer son droit souscription de préférentiel durant toute la période de souscription.

3) Intermédiaire en Opération de Bourse Accompagnateur et organismes chargés de collecter les bulletins de souscription

L'Intermédiaire en Opération de Bourse accompagnateur d'Alliance Assurances est le Crédit Populaire d'Algérie (CPA).

¹ Alliance assurances, notice d'information : augmentation de capital de 1433 millions DA via un appel public à l'épargne et introduction du titre en bourse

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Les bulletins de souscription seront collectés par les IOB suivants : Crédit Populaire d'Algérie (Chef de file : CPA), Banque Nationale d'Algérie (BNA), Banque Extérieure d'Algérie (BEA), Banque de Développement Local (BDL), Caisse Nationale d'Épargne et de Prévoyance-Banque (CNEP-Banque) et Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR), Société Générale Algérie et BNP Paribas Algérie.

La Banque CPA assure le service financier des actions émises, à savoir la gestion des mouvements de fonds.

La conservation et la gestion des titres est assurée par Algérie Clearing.

4) Jouissance des titres et période de souscription

Jouissance des titres : La date d'entrée en jouissance des actions émises est le 01 Janvier 2010. Période de souscription : Les souscriptions seront ouvertes le 02 Novembre 2010 et clôturées le 01 Décembre 2010. Toute souscription reçue avant l'ouverture ou après la clôture de la période de souscription sera rejetée.

5) Segmentation de l'offre

L'offre des actions Alliance Assurances est répartie en 05 segments selon la qualité de souscripteurs :

a) Personnes Physiques de nationalité algérienne

Un pourcentage de l'offre correspondant à 33,30% des actions offertes (600 000 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment. Chaque souscripteurs du segment A ne pourra demander moins de 5 actions ni plus de 50 000 actions.

Les souscriptions des enfants mineurs ne peuvent être effectuées que par le père, la mère, le tuteur ou le représentant légal de l'enfant mineur.

b) Investisseurs Institutionnels

Un pourcentage de l'offre correspondant à 28,5% des actions offertes (514.286 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment.

Les investisseurs institutionnels sont les Banques et Etablissements Financiers agréés par la Banque d'Algérie, les compagnies d'assurance et de réassurance agréées, les Intermédiaires en Opérations de Bourse, les Organismes de Placement Collectif des valeurs mobilières (OPCVM) soit les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et les Fonds Commun de Placement, les Sociétés de Capital Investissement agréées et les Caisses et Fonds institutionnels. Chaque souscripteur du segment B ne pourra demander moins de 1 000 actions ni plus de 250 000 actions.

c) Personnes Morales de droit algérien

Autres que les personnes morales institutionnelles désignées dans le segment B.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Un pourcentage de l'offre correspondant à 33,5% des actions offertes (604.511 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment.

Chaque souscripteurs du segment C ne pourra demander moins de 1 000 actions ni plus de 250 000 actions. Les souscriptions sont effectuées par le mandataire légale de la personne morale ou par toute autre personne dûment mandatée à cet effet.

d) Agents Généraux d'Alliance Assurances

Un pourcentage de l'offre correspondant à 02,4% des actions offertes (42 857 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment. Ce Segment est réservé à tout agent général représentant commercialement Alliance Assurances de manière exclusive et présentant une situation régulière vis-à-vis d'Alliance Assurances.

Chaque souscripteur du segment D ne pourra demander moins de 20 actions ni plus de 1 400 actions. Les souscripteurs de cette catégorie bénéficient d'une décote de 10%. Les souscripteurs du segment D verseront 90% du prix d'émission soit 747 DA, dont 200 DA de nominal et 547 DA de prime d'émission. L'IOB accompagnateur CPA est le seul habilité à collecter les souscriptions du segment D.

e) Salariés d'Alliance Assurances et ses filiales

Un pourcentage de l'offre correspondant à 02,4% des actions offertes (42 857 actions) est réservé aux souscripteurs de ce segment.

Chaque souscripteur du segment E ne pourra demander moins de 20 actions ni plus de 140 actions. Les souscripteurs de cette catégorie bénéficient d'une décote de 10%. Les souscripteurs du segment E verseront 90% du prix d'émission soit 747 DA, dont 200 DA de nominal et 547 DA de prime d'émission. L'IOB accompagnateur CPA est le seul habilité à collecter les souscriptions du segment E.

6) Les règles de transvasement

Dans le cas où la demande cumulée dans un segment serait inférieure au nombre d'actions réservé pour ce segment, le reliquat sera affecté en priorité au segment A puis au segment B puis au segment C puis au segment D puis au segment E.

7) Règlement et traitement de souscription

a) Règlement des souscriptions

Toute souscription doit être couverte par le montant total des actions demandées. Les montants seront bloqués en compte par les teneurs de Compte Conservateur de chaque souscripteur jusqu'au jour de la remise des résultats de l'émission et du règlement/livraison des titres.

b) Traitement des Souscriptions

Les souscriptions seront centralisées par la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs. Celles qui ne sont pas conformes aux conditions de l'offre seront rejetées.

Un souscripteur ne doit déposer qu'un seul bulletin de souscription dans le même segment. Dans le cas où plusieurs bulletins provenant du même souscripteur dans le même segment sont parvenus à la SGBV, seul le bulletin portant sur le plus grand nombre d'action demandée est accepté.

L'allocation des actions se fera, sur la base des souscriptions validées et non rejetées, pour chaque segment comme suit :

- Si la demande validée dans un segment est supérieure au nombre de titres réservée à ce segment, les souscriptions seront réduites d'une manière égalitaire. La répartition par palier consiste à distribuer à tous les souscripteurs le même nombre maximal d'actions à la limite des actions demandées. Il peut en résulter de cette allocation un reliquat qui sera distribué en allouant en priorité une action supplémentaire aux souscriptions portant sur le nombre d'actions le plus élevé puis aux souscriptions établi à la date la plus proche de la date d'ouverture des souscriptions puis aléatoirement.
- Si la demande validée dans un segment est inférieure ou égale à l'offre réservée à ce segment, toutes les demandes seront satisfaites à 100%.

8) Régime fiscal

Les dividendes et les plus-values de cession des actions Alliance Assurances sont totalement exonérés d'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS) jusqu'au 31 Décembre 2013.

Les dispositions de l'article 63 de la loi n° 02-11 du 24 décembre 2002, portant loi de finances pour 2003, modifiée et complétées par l'article 46 de la loi de finance pour 2009 :

« Art. 63 : Sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), pour une période de cinq (5) ans à compter du 1er janvier 2009, les produits et les plus-values de cession des actions et titres assimilés cotés en bourse ainsi que ceux des actions ou parts d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières».

Au delà de cette période d'exonération, l'imposition des dividendes et des plus-values de cession au titre de l'IRG ou de l'IBS se fera selon la réglementation fiscale en vigueur.

9) Négociation des titres

L'action ALLIANCE Assurances fera l'objet d'une demande d'admission en Bourse et sera négociée sur le marché réglementé de la Bourse d'Alger entre les Intermédiaires en Opérations de Bourse agréés par la COSOB. Un avis d'introduction fixant le prix de première cotation et les modalités de négociation sur ce titre seront diffusés par la Société de Gestion

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

de la Bourse des Valeurs (SGBV) - Bourse d'Alger, au moins quinze jours avant la date de la première séance de cotation.

La cotation du titre devrait intervenir durant le 1^{er} trimestre 2011.

L'IOB CPA disposera d'un contrat de liquidité, à compter de la date de la première cotation en Bourse et ce sur une période de six (6) mois renouvelable une fois. Le contrat de liquidité est signé entre l'émetteur (Alliance Assurances) et le CPA, permettant ainsi à tout ordre de vente qui ne trouve pas de contrepartie d'être pris en charge par le CPA pour le compte de l'émetteur.

10) But de l'émission

Le but de l'émission des actions ALLIANCE ASSURANCE est de porter le capital social au minimum légal requis par la loi. se réalisera comme suit :

Tableau 3.3: L'affectation des fonds collectés par l'opération.

Désignation	Montant (DA)	%	Observations/Hypothèses
Filiale Assurance Vie	510 000.000	36,20%	la participation d'AA est de 51% x 1 milliard DA soit 510 MDA
Filiale Promotion immobilière	450 000.000	31,90%	la participation d'AA est de 90% x 500 MDA soit 450 MDA
Filiale Capital Investissement	450 000.000	31,90%	la participation d'AA est de 90% x 500 MDA soit 450 MDA
Total	1 410 000 000	100,00%	

1.4. L'organigramme d'ALLIANCE ASSURANCE

L'organigramme d'ALLIANCE ASSURANCE est présenté dans l'annexe n°02.

Section 02 : Diagnostic global d'ALLIANCE ASSURANCE

L'opération de l'évaluation de l'entreprise demande dès le début une étude historique, analytique, approfondie, qu'on peut la résumer sous le titre « Diagnostic global de l'entreprise ».

2.1. Contexte juridique et fiscal

Avantage de exonérées : les dividendes et les plus-values de cession des actions Alliance Assurances sont totalement exonérés d'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS) jusqu'au 31 Décembre 2013.

Les dispositions de l'article 63 de la loi n° 02-11 du 24 décembre 2002, portant loi de finances pour 2003, modifiée et complétées par l'article 46 de la loi de finance pour 2009 :

« Art. 63 : Sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), pour une période de cinq (5) ans à compter du 1er janvier 2009, les produits et les plus-values de cession des actions et titres assimilés cotés en bourse ainsi que ceux des actions ou parts d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières ».

Exigences réglementaires : en conformité avec les règles prudentielles édictées par la législation en vigueur, les sociétés d'assurances doivent déclarer trimestriellement à la centrale des risques du Ministère de Finances les informations relatives aux contrats émis suivant les modèles dûment arrêtés par la loi. Ces informations doivent être communiquées à la centrale des risques dans le mois qui suit le trimestre d'inventaire.

Les sociétés d'assurances sont tenues de transmettre, annuellement à la Commission de Supervision des Assurances la série de documents énoncée par l'arrêté du Ministère de Finances daté du 22 juillet 1986, et cela avant le 30 juin de chaque année conformément à l'article 226 de l'ordonnance 95-07 modifiée par la loi n°06-04. Cette série comporte les bilans et annexes, le rapport d'activité, le rapport des commissaires aux comptes, un état détaillé des résultats techniques, un état détaillé des sinistres et provisions, un état des placements et la marge de solvabilité.

Régime fiscal en vigueur : l'activité d'assurance en Algérie est soumise au droit commun au même titre que les sociétés commerciales ou industrielles. Les déclarations fiscales mensuelles à transmettre à l'administration fiscale sont relatives à la taxe sur l'activité professionnelle (TAP), le droit de timbre, l'impôt sur le revenu global (IRG), le timbre gradué et la taxe sur la valeur ajoutée TVA). Annuellement, la compagnie se doit de s'acquitter de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (I.B.S)

Les contrats avec les partenaires : Alliance Assurances est engagée dans les contrats suivants:

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

- Contrat de leasing avec Maghreb Leasing Algérie signé en janvier 2009 portant sur un bien situé au niveau du centre commercial El Qods immeuble L MNO numéro 14, 7ème étage, le bien en question est composé de 22 espaces de bureaux..
- Contrat d'assistance signé avec Algérie Touring Assistance (ATA) en janvier 2008. Le contrat porte sur des prestations des services d'assistance automobiles au profit des assurés de la compagnie Alliance Assurances.

2.2. Le positionnement stratégique

La société vise les segments traditionnels des assurances (risques industriels, automobile, transports...) ainsi que les segments non exploités ou très peu développés sur le marché tels que : les assurances des PME et PMI, les assurances des particuliers et des ménages, les produits nouveaux d'assurances, et plus particulièrement d'assurance vie et santé pour répondre à l'évolution de l'économie et de la société.

La stratégie adaptée par l'entreprise est la politique de modernisation et de diversification de son réseau.

2.3. Le positionnement concurrentiel

Le marché est actuellement dominé par les compagnies d'assurances publiques (SAA, CAAR, CAAT, CNMA) qui déterminent les règles de fonctionnement. S'est classée deuxième compagnie du secteur privé et septième au niveau national.

Alliance Assurances, avec une part de marché d'environ 4%, a enregistré l'une des plus fortes progressions, de l'ordre de 70% entre 2008 et 2009, sur le marché des compagnies mixtes (Dommage et Vie), alors que le secteur des assurances n'a progressé que de 12%. La compagnie se distingue avec l'introduction de l'assistance automobile en Algérie en association avec le Touring Club Algérie.

La compagnie est organisée de manière à optimiser la performance des structures et du réseau de distribution. Un des éléments clés de la stratégie de la compagnie est la mise en place d'une organisation efficace et la mise en œuvre de procédures efficaces. Cette organisation nécessite un système d'information performant. Alliance Assurances, a implémenté un nouveau logiciel de gestion intégré qui permet de coordonner l'ensemble des activités horizontales (production, gestion de sinistres...) et verticales (paie, comptabilité...). Ce logiciel en constante amélioration est développé, au sein de la filiale ORAFINA, par des informaticiens spécialisés en assurances.

Le portefeuille clientèle pour l'exercice 2009 se compose de : 300.000 clients directs particuliers, 250.000 clients indirects à travers les banques et organismes partenaires et 5.000 clients de type PME/PMI, professions libérales, commerçants, institutionnels.

Alliance Assurances confirme également l'appréciation de ses produits et services au sein de sa clientèle, par un taux de renouvellement exceptionnel de ses contrats d'assurance de l'ordre de 98 % dans la catégorie professionnelle et plus de 75% dans la catégorie particulier.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Alliance Assurances met en place parallèlement à cet outil de gestion, un code de bonnes pratiques portant sur toutes les étapes de la gestion des sinistres d'assurance à savoir : une information et une assistance adéquates de l'assuré pour la déclaration du sinistre, des méthodes efficaces de classement des sinistres, la mise en place d'un service téléphonique dédié à l'information et l'assistance aux assurés quant aux suites données à leur dossier « sinistre », des mesures opérationnelles de détection et de prévention des fraudes, une évaluation et un traitement adéquats, équitables et transparents des demandes d'indemnisation ; des délais de règlement rapides, des procédures efficaces de règlement des plaintes et litiges et une supervision appropriée des services chargés de la gestion des sinistres.

2.4. Le potentiel de l'entreprise

Evolution des points de vente par nature d'agence : le réseau direct représente les agences principales au nombre de 7 et agences directes susceptibles d'être convertis en agences agréées. Le nombre d'agences du réseau direct est passé de deux en 2005 à 36 agences au 2009. Les agences intermédiaires (agences agréées), compte un nombre de 38 agences à 2009.

Au 31 Décembre 2009, la compagnie comptait 116 centres de production, décomposés en 7 agences principales, 36 agences directes, 38 agents généraux et 25 annexes, ce à travers 35 Wilayas.

La direction générale est située au centre commercial El Qods à Chéraga. La compagnie dispose essentiellement de bureaux administratifs et d'espaces de stationnement. Alliance Assurances a acquis depuis l'exercice 2007, sept (7) nouveaux locaux à savoir : une (1) bâtisse à Tlemcen, quatre (4) locaux au niveau du centre d'affaire d'El Qods, un (1) local à Ouled Fayet et une (1) bâtisse à Blida. Le matériel de transport à lui aussi enregistré une importante variation passant de 15 véhicules en 2007 à 38 véhicules, soit pour un total de 48 MDA.

La compagnie s'est donc investie sur des projets d'investissement en cohérence directe avec l'activité principale et assurant une grande synergie inter projet à savoir :

- Une ligne de métier « Immobilier » dédiée à l'activité de promotion et de gestion d'actifs immobiliers ;
- Une société de capital investissement qui prendra des participations minoritaires dans des entreprises algériennes à fort potentiel de développement ;
- Une joint-venture assurance vie en partenariat avec une compagnie d'assurances internationale ainsi qu'une banque algérienne à capitaux étrangers.

2.5. Les principes comptables

Les états financiers de la Société « Alliance Assurances » sont établis conformément aux dispositions prévues par l'ordonnance n°95-07 du 25 janvier 1995 relative aux assurances et complétée par la loi n° 06-04 du 20 Février 2006 promulguant la loi relative aux assurances. Les comptes de la société sont établis en conformité avec les principes du Plan Comptable Sectoriel et aux principes universels de la comptabilité généralement admis.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

La spécificité de l'activité d'Alliance Assurance lui impose de se conformer aux règles et principes comptables édictés par les dispositions prévues par l'arrêté du Ministre des Finances du 13 septembre 1987 portant adoption du plan comptable national au secteur de l'assurance et de la réassurance.

Les états financiers de la compagnie Alliance Assurance sont élaborés selon la méthode du coût historique pour la comptabilisation des éléments du patrimoine selon la nature des actifs :

-Actifs incorporels : Ils sont constitués de logiciels informatiques et évalués au prix historique. Les actifs incorporels sont amortis linéairement sur une durée de 3 ans et les frais préliminaires résorbés sur une période de 5 ans.

-Actifs corporels d'exploitation : Ils sont constitués du matériel de transport, matériel informatique, matériel et mobiliers de bureau et les aménagements, agencements et installations et sont évalués au prix d'acquisition historique.

- Actifs immobilisés : Ils sont composés principalement des immeubles et espaces de bureaux acquis par Alliance Assurance pour le développement de son réseau et le développement de son portefeuille d'investissement.

-Placements : Ils sont constitués des placements financiers (Dépôt à terme au niveau des Banques, Valeurs du Trésor, obligations, actions) et de placements et participations dans les filiales. Les placements financiers sont comptabilisés à la valeur historique hors frais accessoires de transactions. Ces frais sont comptabilisés en charges de l'exercice.

2.6. Diagnostic de ressources humaines

La société compte 310 employés, répartis comme suivantes : 2 cadres dirigeants, 18 cadres supérieurs, 118 cadres, 138 maitrises et 34 exécutions.

Alliance Assurance déploie une politique mettant l'Homme aux cœurs de sa stratégie. En plus de sa stratégie de recrutement sélective, la compagnie veille à la consolidation des compétences et au développement de son personnel grâce à une stratégie de formation continue et d'animation du réseau. Le système d'évaluation des équipes mis en place par Alliance Assurance répond aux meilleurs standards et facilite ainsi le suivi, l'évaluation et la gestion des ressources humaines.

Outre la formation technique assurée de manière continue par les experts de la compagnie, le budget alloué à la formation a augmenté de 8.19% représentant 1 637 Heures de formation.

Plusieurs cycles de formation de moyenne durée ont été mis en œuvre dont: « le Degré Professionnel de l'Audit Interne » sanctionné par une certification et « un Mini MBA Management Développement Personnel ». Ces formations ont été assurées par des organismes privés spécialisés, comme Microtel Training Institute, IAHEF, ISTAM, EHEA, L'IDRISS, Ibn Rochd, IICOM, EFMCI, ISEC, ESMAD, ICOMPETENCES à Casablanca...

2.7. La production

L'activité de production d'Alliance Assurance en termes de primes émises en net d'annulation est de 2790308 en milliers DA dont est répartie sur les produit d'AA : 1708998 auto, 503640 CatNat & IARD, 229190 transport, 348479 personnes.

Le montant des primes émises de la compagnie a affiché une nette évolution sur la période 2007-2009 avec une croissance annuelle moyenne de 75%.

2.8. La technologie

Système d'information dénommé « IRIS » consiste en un nouveau progiciel de gestion intégré qui permet et permettra à la compagnie de coordonner l'ensemble de ses activités horizontales (production, gestion de sinistres...) et verticales (paie, comptabilité...). Ce progiciel est développé, au sein de la filiale ORAFINA d'Alliance Assurances, par des équipes informatiques exclusivement nationales, très performantes.

2.9. Diagnostic financier

2.9.1. Analyse des Comptes des résultats

Les tableaux des Comptes des Produits et des Charges pour les exercices 2007, 2008 et 2009 se présentent dans l'annexe n°.

a) Evaluation de résultat

Tableau 3.4: Les résultats réalisés de 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	2008	2009
charge	186 835 746	563 755 786	1 057 488 194	1 851 992 347
Produit	160 578 175	770 243 857	1 183 324 640	2 164 880 805
Résultat	-26 257 571	206 488 071	125 6 445	312 888 458

Les résultats dégagés par Alliance Assurances ont connu une variation fluctuante au cours des quatre derniers exercices. L'exercice 2006 a affiché un résultat déficitaire de 26 MDA, dû à la phase de démarrage de l'activité de la compagnie. A partir de l'exercice 2007, Alliance Assurances a commencé à dégager des résultats bénéficiaires avec des fluctuations. La baisse du résultat entre 2007 et 2008 est de l'ordre de 39%, alors que la variation du résultat entre 2008 et 2009, qui est de 149%.

b) Evaluation de chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires présenté ci-après, est défini comme la production nette de réassurances, a enregistré durant les quatre derniers exercices l'évolution suivante:

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Tableau 3.5 : La production nette par branche

Branche en KDA	2006	2007	07/06	2008	08/07	2009	09/08
auto et risques simple	155 593	568937	266%	1040144	83%	1785127	72%
CAT-NAT	6318	13163	108%	23690	80%	33759	43%
IARD	57183	193108	238%	270623	40%	447462	65%
transport	66360	87143	31%	175523	101%	230038	31%
ass, de personnes	17383	70047	303%	165951	137%	355474	114%
total/année	302 837	932 398	208%	1675932	80%	2851861	70%

Le CA a marqué au niveau de toutes les branches d'importantes augmentations; en effet, toutes les primes émises ont enregistré une variation séquentielle de 2006 à 2009. La plus considérable hausse réside au niveau de la branche auto et risques simples passant de 155 MDA en 2006 à 1,8 Md DA en 2009, représentant pour les quatre exercices plus de 50% du total des primes annuelles tel qu'il est montré dans le graphe ci-dessus.

c) Evaluation de marge d'assurance

Tableau 3.6 : la marge d'assurance réalisé par Alliance Assurance de 2006 à 2009.

désignation en DA	2006	2007	06-07	2008	07-08	2009	08-09
marge d'assurance	118574128	529119299	346%	698732426	32%	1225223615	75%

La marge d'assurance a enregistré un accroissement durant les quatre derniers exercices. La variation la plus importante a été enregistrée en 2007 par rapport à 2006, avec un taux de 346%. La marge obtenue au 31.12.09, marque une augmentation de 75% par rapport au solde de l'exercice 2008 ayant enregistré une variation de 32% par rapport au solde à fin 2007.

Cette croissance de la marge d'assurance s'explique particulièrement par le regain du chiffre d'affaires par rapport au taux de sinistralité.

d) Matières et fournitures consommés

Tableau 3.7 : Les matières & fournitures consommé de 2006 à 2009.

désignation en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
M&F	7 645 709	10 246 444	34%	14 455 302	41%	19 058 535	32%
% total charge	4%	2%		1%		1%	

Les matières et fournitures consommées ne représentent qu'une très faible proportion du total des charges de la compagnie. Le solde de la rubrique a connu une augmentation de 34% entre les exercices 2007 et 2006, de 41% entre les exercice 298 et 2007 et de 32% à fin décembre 2009 comparativement à l'exercice 2008 s'expliquant principalement par l'augmentation des consommations en matières d'imprimés, carburant, gaz et électricité.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Au 31.12.09, le solde de la rubrique reprend principalement les comptes suivants : Imprimés consommés 5 103 756 DA, fournitures consommées 8 759 063 DA, carburants et lubrifiants 2 220 491 DA, petits articles de bureau 1 010 607 DA, électricité et gaz 1 193 591 DA.

e) Services

Tableau 3.8 : La répartition des services par rapport au total charges.

désignation en DA	2006	2007	07/06	2008	07/08	2009	08/09
service	45 508 091	75 801 549	67%	144 053 204	90%	227 485 275	58%
% total charge	25%	14%		14%		13%	

Le solde de la rubrique a subi une variation à la hausse de 67% entre les exercices 2007 et 2006 et de 90 % entre les exercices 2007 et 2008, due à l'augmentation des charges locatives, frais de publicité ainsi que les rémunérations des tiers. Le solde de la rubrique a continué à augmenter dans le même sens pour une hausse de 48% par rapport au solde enregistré à fin décembre 2008.

f) Frais du personnels

Tableau 3.9 : La répartition des frais personnel par rapport au total charges.

Désignation en DA	2006	2007	07/06	2008	07/08	2009	08/09
frais personnel	61 395 414	154 289 361	151%	235 617 844	53%	374 595 116	59%
% total charge	33%	29%		24%		22%	

Les frais du personnel, ont subit une augmentation entre les exercices 2007 et 2006 de 151%, contre 53% entre les exercices 2008 et 2007, et 59% en 2009 par rapport à l'exercice 2008. Cette variation s'explique par l'augmentation du nombre de l'effectif de la compagnie. En 2006, ces frais occupaient 33% des charges de l'entreprise, contre 22% en 2009.

g) Impôts et taxes

Tableau 3.10: La répartition des impôts et taxes par rapport au total charges.

Désignation en DA	2006	2007	07/06	2008	07/08	2009	08/09
TAP	6 047 348	18 567 968	207%	33 547 734	81%	56 144 615	67%
autre impôts	101114	1588832	1471%	8990964	466%	12134741	35%
total	6 148 462	20 156 800	228%	42 538 698	111%	68 279 356	61%
% total charge	3%	4%		4%		4%	

L'évolution positive de la rubrique « impôts et taxes » entre 2006 et 2009 s'explique par l'accroissement de l'activité de la compagnie et l'évolution du CA.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

h) Les frais financiers

Les frais financiers sont constitués principalement des frais d'encaissement de chèques, agios, frais sur versement espèce et les frais d'achat des titres, ces derniers occupent la part la plus prépondérante du total des frais financiers.

Tableau 3.11 : L'évaluation des frais financiers de 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
frais financier	421 811	4 725 099	1020%	16 432 130	248%	13 437 298	-18%
Total	421811	4725099	1020%	16432130	248%	13437298	-18%

Les frais financiers ont enregistré une variation fluctuante les quatre derniers exercices. L'augmentation la plus importante a été enregistrée entre les exercices 2008 et 2007, soit de 248% due essentiellement à l'acquisition des titres de participation au sein du capital de « EURL ORAFINA ». Les frais financiers ont enregistré par la suite une baisse de 18% au 31.12.2009 comparativement au solde de l'exercice 2008.

Au 31.12.2009, les frais financiers reprennent principalement: Frais encaissement chèque 2925751 DA, Frais sur versement espèce 1014940 DA et Commissions diverses 1149841 DA.

i) Les frais divers

Tableau 3.12 : Le détail d'évaluation des frais divers de 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	07/06	2008	07/08	2009	08/09
Assurance	485 890	189 389	-61%	1 044 227	451%	1 602 978	54%
jetons de présence	312000	36000	-88%	235294	554%	364706	55%
dons	0	50 000		518 438	937%	1 235 500	138%
cotisations	181200	243462	34%	436906	79%	1322138	203%
frais de séminaire et de conférence	0	75882		1161299	1430%	82357	-93%
autre frais divers	48300	330052	583%	22225	-93%	94088	323%
total	1027390	924784	-10%	3418390	270%	4701767	38%

Les frais divers ont connu une légère baisse au 2007 comparativement à l'exercice précédent, relative à la diminution des frais d'assurance ainsi que les jetons de présence. A fin 2008, les frais divers ont enregistré une importante augmentation comparativement aux frais enregistrés à la clôture de l'exercice 2007 due principalement à l'augmentation des (+138%) et les cotisations pour une variation de 203%. Au cours de l'exercice 2009, des augmentations ont eu lieu, dues essentiellement à l'évolution des frais de séminaires et frais d'assurance.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

j) Dotations

Tableau 3.13 : L'évolution des dotations de 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	07/06	2008	08/07	2009	09/07
dotations aux amortissements	8374139	12279239	47%	19785221	61%	26185226	32%
dotations aux provisions pour complément	2250190	4393623	95%	7383568	68%	7471382	1%
dotations aux provisions CATNAT	2 832 196	4 685 073	65%	4 727 950	1%	4 382 941	-7%
total	13456525	21357935	59%	31896739	49%	38039549	19%

Le solde de la rubrique enregistre une augmentation annuelle moyenne de 45%. Le solde de la rubrique est constitué à plus de 60% de dotations aux amortissements, le complément du solde concerne la dotation aux provisions techniques.

k) Résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation a connu une évolution fluctuante au cours des quatre derniers exercices. En 2006, il affichait un résultat d'exploitation déficitaire dû à la hausse de tous les comptes de charge liés à la constitution et au démarrage de la compagnie. Il marque un regain en 2007 de 262 MDA, augmentation relative également au surcroît de la marge brute. Passant à 2008, la compagnie enregistre une légère baisse de 7% puis rebondit pour marquer un accroissement de 116% en 2009.

Tableaux 3.14 : L'évaluation de détail de résultat d'exploitation de 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
marge d'assurance	118574128	529119299	346%	698732426	32%	1225223615	75%
produit divers	285693	2854376	899%	17750921	522%	21700001	22%
transfert de charge d'exploitation	1 536 463	18 316 716	1092%	17 032 543	-7%	27 323 874	60%
M&F consommée	-7645709	-10248944	34%	-14455302	41%	-19058535	32%
services	-45508091	-75801549	67%	-144053204	90%	-227485275	58%
traitements & salaires	-61395414	-154289361	151%	-235617844	53%	-374595116	59%
impôt & taxes	-6148462	-20156800	228%	-42538698	111%	-68279356	61%
frais financiers	-421811	-4725099	1020%	-16432130	248%	-13437298	-18%
frais divers	-1027390	-924784	-10%	-3418390	270%	-4701767	38%
dotation aux amortissements	-13456525	-21357935	59%	-31896739	49%	-38039549	19%
résultat d'exploitation	-15207119	262785918	-1828%	245103582	-7%	528650593	116%

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

I) Résultat hors exploitation

Tableau 3.15 : L'évaluation de résultat hors exploitation 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
produits hors exploitation	191737	3971430	1971%	-42594475	-1173%	-6 304 458	-85%
charge hors exploitation	-8213833	-21444736	161%	-18547293	-14%	-68585807	270%
résultat hors exploitation	-8022095	-17473306	118%	-61141768	250%	-74890265	22%

2.9.2. Analyse de bilan

a) Evaluation des compte du actif

Tableau 3.16 :L'évolution de l'actif de la société de 2006 à 2009.

désignation en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
investissements	54 931 866	88 295 686	61%	223 665 120	153%	279 344 686	25%
Stocks	1 741 955	2 749 616	58%	2 563 779	-7%	6 792 100	165%
Créance	671 656 744	1 141 451 715	70%	1755657859	54%	3282292284	87%

a.1) Les investissements

Les immobilisations brutes ont subi une augmentation annuelle moyenne lors des quatre derniers exercices de 54%. L'augmentation a été importante à la clôture de l'exercice 2007 comparativement au solde enregistré à fin décembre 2006, soit une hausse de 73%, s'expliquant par l'augmentation des équipements de production relativement à l'élargissement du réseau de la compagnie. Les immobilisations ont continué à croître : 59% en 2008 et 30% en 2009, comparativement aux exercices 2007 et 2008 respectivement. Il s'agit notamment d'acquisitions de biens immobiliers.

Tableau 3.17 : L'évolution des immobilisations d'A A de 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
frais préliminaires	15 034 213	10 022 809	33%	5 011 404	-50%		-100%
valeurs incorporelles	2 674 102	2 912 499	9%	6 332 493	117%	6 332 493	0%
immobilisations incorporelles brutes	17 708 314	12 935 307	-27%	11 343 898	-12%	6 332 493	-44%
équipements de production	45 549 650	96 411 571	112%	253 564 775	163%	322 114 066	27%
équipements sociaux	86 840	233 124	168%	303 224	30%	370 579	22%
investissements en cours						16 635 612	
immobilisations corporelles brutes	45 636 490	96 644 695	112%	253 868 000	163%	339 120 257	34%
total immobilisation brutes	63 344 804	109 580 002	73%	265 211 897	142%	345 452 750	30%
amortissement des investissements	-8 412 939	-21 237 316	152%	-41 546 777	96%	-66 108 065	59%
total investi- nettes	54 931 866	88 342 686	61%	223 665 120	153%	279 344 686	25%

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

a.1.1) Les valeurs incorporelles

Tableau 3.18 : Les valeurs incorporelles d'AA de 2006 à 2009.

Libellé	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
frais de fonctionnement antérieur au démarrage	25 057 021	25 057 021		25 057 021			
licences		12 147		12 147		12 147	
marques	161 275	161 275		161 275		161 275	
logiciels	2 512 827	2 739 077	9%	6 159 071	125%	6 159 071	
Total	27 731 123	27 969 520	1%	31 389 515	12%	6 332 493	-80%

Les valeurs incorporelles sont restées stables les deux premières années pour augmenter de 12% à fin exercice 2008. Il s'agit d'acquisitions de logiciel informatique (paie, sécurité, messagerie, informatique).

a.1.2) Les équipements de productions

Les équipements de production ont subi une augmentation annuelle moyenne de 128%, avec une importante variation observée entre les exercices 2007 et 2008. L'augmentation concerne principalement les biens immobiliers et le matériel de transport. Notons qu'Alliance Assurances a acquis depuis l'exercice 2007, sept (7) nouveaux locaux à savoir : une (1) bâtisse à Tlemcen, quatre (4) locaux au niveau du centre d'affaire d'El Qods, un (1) local à Ouled Fayet et une (1) bâtisse à Blida. Le matériel de transport a lui aussi enregistré une importante variation passant de 15 véhicules en 2007 à 38 véhicules, soit pour un total de 48 MDA.

Tableau 3.19: L'évolution des équipements de productions de 2006 à 2009.

Libellé en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
Bâtiments administration	0	30 510 222		131 959 522	333%	182 672 272	38%
Matériels et outillage	1 230 233	4 946 786	302%	2 398 268	-52%	2 714 568	13%
Matériels transport	0	19 902 092		48 899 954	146%	48 980 907	0%
Equipement de bureau	26 999 065	37 968 546	41%	53 401 571	41%	66 113 325	24%
Agencement et installation	4 820 813	6 456 093	34%	16 905 460	162%	21 632 993	28%
total	33 050 112	99 783 739	202%	253 564 775	154%	322 114 066	27%

a.1.3) Les équipements de bureau

Les équipements de bureau constituent 20% du total des équipements de production à fin décembre 2009, ils reprennent ce qui suit : mobilier de bureau 16 119 145 DA, équipement informatique et audiovisuel 46 611 669 DA, autres équipements informatique 3 356 786 DA et autres matériel de bureau 25 725 DA.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

a.2) Investissements en cours

Les investissements en cours totalisent un montant de 16,6 MDA reprenant des travaux d'installation de climatisation dans les nouveaux locaux de la compagnie.

a.3) Stocks

Le solde du poste ne représente qu'une très faible proportion du total actif; il reprend des imprimés, fournitures de bureau, carburants, produits d'entretien, Produits alimentaires et autres produits.

Le solde du poste a subi une variation vers la hausse de 58% au 31.12.2007 comparativement à l'exercice 2006. Il a ensuite baissé de 7% en 2008 pour augmenter de 165% au 31.12.2009 comparativement à l'exercice précédent, s'expliquant par le développement de l'activité et les besoins de la compagnie en matière de stocks de fourniture.

a.4) Créance

Les créances occupent la part la plus prépondérante pour plus de ses trois quarts de l'actif d'Alliance Assurances. Le solde du poste a enregistré une augmentation plus au moins homogène lors des quatre derniers exercices, soit d'une moyenne annuelle de 70%. L'augmentation annuelle des créances s'explique par la multiplication de l'élargissement du réseau et l'accroissement du portefeuille de la compagnie.

Tableau 3.20 : Le détailles des créances par exercices.

Libellé	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
Comptes débiteurs	1010549	0	-100%	0		2 706	
Créances techniques	55594412	106680646	92%	234012421	119%	475656899	103%
Créances d'investissements	85070988	278091371	227%	633481302	128%	1152840868	82%
Créances sur associés	375000000	375000000	0%	1080000	-100%	258 465 584	23832%
Avances pour comptes	2784812	349254	-87%	3854081	1004%	5669401	47%
Avances d'exploitation	16018498	11135700	-30%	20556155	85%	26411494	28%
Créances sur assurés et cédants	74612672	301311771	304%	592875084	97%	1016811945	72%
Disponibilités	61564813	68882973	12%	269798815	292%	346433386	28%
Total créances	671656744	1141451715	70%	1755657859	54%	3282292284	87%

a.4.1) Créances techniques

Les créances techniques enregistrent les sinistres à la charge des réassureurs locaux et étrangers, les primes cédées à reporter sur l'exercice suivant ainsi que la participation.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Tableau 3.21 : Le détail des créances techniques par exercices

Libellé	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
Risque en cours	22 672 703	48 406 176	113%	119 522 642	147%	190 195 666	59%
Sinistre sur cession	32 921 709	53 731 168	63%	113 711 926	112%	221 311 272	95%
Participation aux excédents	0	4 543 303		777 854	-83%	64 149 961	8147%
total	55 594 412	106 680 646	92%	234 012 421	119%	475 656 899	103%

Les créances techniques ont subi une augmentation annuelle moyenne de 105%, s'expliquant principalement par la hausse du des sinistres sur cessions, représentant une moyenne de 51% des créances techniques entre 2006 à 2009.

a.4.2) Créances d'investissement

Tableau 3.22 : Le détail des créances d'investissement par exercice.

Libellé en DA	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
Titres de participation	37 500 000	37 500 000	0%	47 495 000	27%	48 315 000	2%
Bons et Titres participatifs	41 417 988	217 832 360	426%	472965490	117%	937 307 621	98%
Titres de placement	0	0		40 000 000		40 000 000	0%
Prêts	1 745 000	3 508 333	101%	8 222 167	134%	25 440 167	209%
Avances et acomptes sur investissements	4 368 000	7 105 677	63%	63 750 645	797%	101 201 124	59%
Cautionnements versés	40 000	12 145 000	30263%	1 048 000	-91%	339 456	-68%
Autres créances	0	0				237 500	
Total	85 070 988	278 091 371	227%	633481302	128%	1152840868	82%

Les créances d'investissement enregistrent une augmentation annuelle moyenne de 146% de 2006 à 2009. Il s'agit essentiellement de l'augmentation des placements occupant la part la plus prépondérante de la rubrique reprenant les bons de trésor et les dépôts à terme dont la souscription est obligatoire dans le cadre de la couverture totale des dettes techniques.

a.5) Disponibilités

Tableau 3.23 : Les disponibilités d'Alliance Assurances de 2006 et 2009.

Libellé	2006	2007	06/07	2008	07/09	2009	08/09
fonds chez le notaire	0	0		2 000 000		2 000 000	0%
Chèque	5 745 566	12 797 170	123%	53 453 831	318%	41 741 456	-22%
Banque	55 554 888	55 658 542	0%	206 452 038	271%	293 793 120	42%
comptes postaux	0	0		0		714 855	
Caisse	264 359	332 187	26%	7 892 947	2276%	8 183 956	4%
Total	61 564 813	68 787 899	12%	269 798 815	292%	346 433 386	28%

Les disponibilités de l'Alliance Assurances sont restées plus au moins stable durant les premiers exercices de l'activité, pour enregistrer ensuite une très forte augmentation de 292% à la clôture de l'exercice 2008 comparativement au solde de 2007. Les disponibilités continuent à augmenter de manière croissante pour atteindre un total de 346 MDA à fin 2009 soit une hausse de 28% comparativement à l'exercice 2008. L'augmentation concerne

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

principalement les avoirs d'Alliance Assurances en banque, due à l'augmentation des encaissements suite à l'évolution du volume du portefeuille de la société. Au 31.12.09, le solde de la rubrique est constitué principalement de disponibilités en banque à hauteur de 85%.

Banques: Alliance Assurances dispose de 104 comptes bancaires auprès de banques publics et privées.

Fonds chez le notaire : un seul montant enregistré sur l'exercice 2009 pour 2 MDA. Il s'agit d'un cinquième (1/5) du capital de la filiale « ORAFINA » à la constitution de la compagnie.

Compte de chèque : au 31.12.09, le solde du compte totalise un montant de 41MDA, soit 12% du total des disponibilités, il reprend les comptes suivants : chèques à remettre à l'encaissement : 138 160 DA, virements à recevoir : 3 921 909 DA et chèques remis à encaissement : 37 681 386 DA.

Caisse : le solde de la rubrique ne représente que 2% du total des disponibilités au 31.12.2009 totalisant un montant 8 MDA, englobant 78 caisses entre le siège, agences directes et agences principales.

b) Evaluation des compte du passif

Tableau 3.24: L'évolution du passif d'A A de 2006 à 2009.

Libellé en DA	2006	2007	06/07	2008	07/06	2009	07/08
fonds propres	503 377 845	493 824 434	-2%	565 884 126	15%	895 777 513	58%
dettes	251 210 290	532 184 512	112%	1 290 166 187	142%	2 353 448 009	82%
résultat net	-26 257 571	206 488 071	-886%	125 836 445	-39%	312 888 457	149%
total passif	728 330 564	1 232 497 017	69%	1 981 886 758	61%	3 562 113 979	80%

b.1) Fonds propres

Tableau 3.25 : Le détail des fonds propres de 2006 à 2009.

Libellé	2006	2007	06/07	2008	07/08	2009	08/09
fond social	500000000	500 000 000	0%	500 000 000	0%	800000000	60%
Réserves légales	0	0		10 324 404		0	-100%
Réserves facultatives	0	0		31 163 667		0	-100%
Provisions techniques	8128798	26 533 741	226%	55 404 579	109%	95777513	73%
Liaisons inter-unités	0	-1 700 783		0	-100%	0	
Résultat en instance d'affectation	-4750953	-31 008 524	553%	-31 008 524	0%	0	-100%
Total	503377845	493824434	-2%	565884126	15%	895777513	58%

Le capital social de l'Alliance Assurances a subi une seule augmentation depuis sa création passant de 500 000 000 DA à 800 000 000 DA à fin 2009.

Sur les quatre derniers exercices, une seule réserve facultative enregistrée sur 2008 pour 31 MDA. Elle représente 15% du résultat bénéficiaire de l'exercice 2007. Au titre de l'exercice

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

2009, aucune décision n'a été prise quand à la constitution de réserve facultative. Le montant de 31 MDA a servi pour la deuxième augmentation du capital social de la compagnie.

Les provisions techniques ont subi une augmentation annuelle moyenne de 136%. Au 31.12.2007, les provisions techniques ont triplé de volume par rapport à l'exercice 2006, pour ensuite doubler de volume à fin 2008 par rapports aux provisions constituées au titre de l'exercice 2007, ces provisions continuent d'augmenter respectivement avec l'accroissement des engagements de la compagnie. Entre 2008 et 2009, les provisions techniques ont enregistré une variation de 73%, correspondant essentiellement à la hausse de la provision de garantie pour 94% relativement due à la hausse du chiffre d'affaires.

b.2) Dettes

Entre l'exercice 2008 et 2009 le taux de variation est de 83% qui provient essentiellement de la hausse des dettes techniques de 68% et des dettes envers les assurés cédants et rétrocedant de 155%.

Les dettes techniques ont subi une augmentation annuelle moyenne de 123% enregistrant les sinistres à payer et les risques en cours ainsi que la provision mathématique constituées pour la branche « assurance de personnes ».

Tableau 3.26 : Les dettes de 'A A de 2006 à 2009.

Libellé	2006	2007	06/07	2008	08/07	2009	09/08
Comptes créditeurs	518373	-1472	-100%	4038078	-274426%	30313	99%
Dettes techniques	119948138	288021516	140%	638866596	122%	1076142099	68%
Dettes d'investissements	5045834	19458713	286%	101548228	422%	182037188	79%
Dettes de stocks	602261	1023130	70%	743728	-27%	1354817	82%
Détentions pour compte	19216345	69368268	261%	105992428	53%	183878340	73%
Dettes envers les associés, les sociétés apparentées	22497000	22497000	0%	57459789	155%	58945982	3%
Dettes d'exploitation	16722090	59987516	259%	110496172	84%	175555565	59%
Dettes envers les assurés, cédants & cessionnaires	66660249	67334699	1%	263401769	291%	672724479	155%
Dettes financières	0	4495143		7619399	70%	2779226	-64%
total	251210290	532184512	112%	1290166187	142%	2353448009	82%

Entre l'exercice 2006 et 2007, Alliance Assurances n'a enregistré que des crédits d'investissement marquant une variation de 286%. De 2007 à 2009, ces dettes ont continué d'augmenter à raison de la comptabilisation de nouvelles dettes qui concernant :

- Les retenues de garanties
- Les réserves déposées sur les créances techniques (risque en cours « REC »), qui ont connu une variation de 93% entre 2008 et 2009.
- Les réserves déposées sur les créances techniques (sinistres à payer « SAP »), ont vu une augmentation de 137%. (2008/2009).

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Les dettes envers les associés n'ont enregistré qu'une légère variation à la baisse en 2009 de 3% qui se justifie par la baisse des dettes envers la filiale « ORAFINA » de 10%, soit de 30 MDA en 2008 contre 27 MDA en 2009. Par ailleurs, les dettes envers les associés, ont marqué une hausse de 17% entre 2008 et 2009.

Dettes envers les assurés, cédants et cessionnaires ont maintenu un niveau stable au cours des deux exercices 2006 et 2007. Le solde de la rubrique a ensuite connu une très forte augmentation, soit de 291% en 2008 comparativement à 2007 et de 155% en 2009 par rapport au 31.12.2008, due au développement de l'activité et du réseau d'Alliance Assurances (Augmentation des avances reçues des assurés, du nombre des cessionnaires, courtiers et agents Généraux entre 2008 et 2009).

2.9.3. Analyse par les ratios et les indicateurs

a) Ratios de performance

En 2007, le bon niveau de rentabilité des fonds propres est dû à un taux de profit élevé et un bon effet de levier ; en 2008, la baisse du ROE est due à la détérioration du taux de profit. En 2009, la rentabilité des fonds propres renoue avec un taux élevé de 35% du fait d'un taux de profit élevé. Il est particulièrement appréciable de noter l'absence d'endettement financier.

Tableaux 3.27 : Les ratios de performance de 2007 à 2009.

Rentabilité	2007	2008	2009
taux de profit= résultat net / primes nettes	206488071/932397343 = 24%	125836445/1675932050 =8%	312888457/2851860992 =11%
rentabilité de l'actif=primes nettes/total actif	932397343/1232497017 =69%	1675932050/1981886758 =75%	2851860992/3562113979 =78%
effet de levier= total passif/fonds propres	1232497017/493824434 =250%	1981886758/565884126 =350%	3562113979/895777513 =398%
rentabilité fonds propres (rentabilité financière)= résultat net/ fond propres	206488071/493824434 =42%	125836445/565884126 =22%	312888457/895777513 =35%

b) Les indicateurs de structure

Désignation	2006	2007	2008	2009
actif immobilisé/ total actif	55084933.93 /754588136= 7.3%	9366977.27/ 1232497017=7.6%	233862637.4/ 1981886758=11.8%	292093346.278/ 3562113979=8.2%
actif circulant/ total actif	673398699/ 754588136= 89%	1144201331/ 1232497 017=92.9 %	1758221638/ 1981886758=88.71%	3264769294 / 3562113979=91.7%
capitaux propres/ total passif	503377845/ 754588136=66.7%	493824434/ 1232497017=40.06%	565884126/ 1981886758=28.6%	895777513/ 3562113979=25.1%
dettes globales/ total passif	251210290/ 754588136= 33.3%	532184512/ 1232497017=43.2%	1290166187/ 1981886758=65.1%	2353448009/ 3562113979=66%

Tableau 3.28: Les indicateurs de la structure de 2006 à 2009.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Les ressources augmentent pour atteindre 66% environ en 2009. La part des fonds propres passe de 67% en 2006 à 34% (y compris le résultat net de l'exercice). Cette réduction est relative, en valeur brute le niveau des fonds propres dépasse le 1,2 Md DZD sur un total ressource de 3,5 Md DZD. Par ailleurs, il y a lieu de préciser qu'il n'y a pas de dettes financières, un montant symbolique de 2,8 MDZD apparait en 2009.

Le taux d'autonomie financière diminue pour atteindre 38% environ en 2009 :

désignation	2006	2007	2008	2009
autonomie financière =capitaux propres/DMLT	503377845/ 251210290=200%	493824434/ 532184512=93%	565884126/ 1290166187=44%	895777513/ 2353448009=38%

c) Les indicateurs d'équilibre financière (la structure de patrimoine)

Tableau 3.29: Les indicateurs d'équilibre financière de 2006 à 2009.

Désignation en DA	2006	2007	2008	2009
FR= actif circulant- passif circulant	444 758 494	633 947 566	525 488 075	974 330 006
BFR= (stock+créances)-(dettes- dettes financières)	383 330 773	568 978 777	263 282 791	654 646 085
trésorerie =FR-BFR	61 427 721	64 968 789	262 205 284	319 683 921

Le BFR est positif implique que les emplois d'exploitation de l'entreprise sont supérieurs aux ressources d'exploitation ; l'entreprise doit financer ses besoins à court terme soit à l'aide de son excédent de ressources à long terme (fonds de roulement), soit à l'aide de ressources financières complémentaires à court terme, comme les concours bancaires. Et la trésorerie est positive et représente une situation idéale.

2.10. Business plan

2.10.1. Hypothèses chiffrées

- Parts de marché au sein du secteur national des assurances entre 6 et 10% à l'horizon 2015.
- Il est posé l'hypothèse que le nombre d'agences va passer à 100 en 2010 avec une augmentation annuelle de 10 agences pour atteindre 150 agences en 2015.
- Le taux de croissance des primes par agence : Ce taux de croissance est en deçà du taux de croissance du marché (12% en 2008/2009) et le taux de croissance constaté de la société (82% en 2008/2009). Il est prévu non seulement d'étendre le réseau mais de densifier la relation avec chaque client afin d'élargir l'étendue de la gamme produits offerte à celui-ci.
- Pour 2010 et plus, il est posé l'hypothèse d'un taux de coût de police de 3,5% des primes nettes.
- Pour 2010 et plus, il est posé l'hypothèse d'un taux de consommation de matières & fournitures de 1,3% des primes nettes d'annulation. Pour 2010 et plus, il est posé l'hypothèse d'un taux de consommation des services de 7% des primes nettes d'annulation.
- Pour 2010 et plus, il est posé l'hypothèse d'une augmentation du nombre des agences de 84 en 2009 à 150 agences en 2015 avec un nombre moyen de salariés par agence de 3,1.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Le nombre de salariés passe de 310 en 2009 à 480 en 2015. De plus, il est prévu une augmentation du salaire annuel brut de 7% l'an.

- L'augmentation des frais personnel dépasse 10% l'an du fait de l'augmentation des salaires combinée à l'augmentation des effectifs. Le taux de frais de personnel (frais de personnel Vs PNA) est de 11% en moyenne.
- La TAP est calculée sur le taux réglementaire de 2% des primes nettes. Les autres impôts et taxes sont calculés sur la base du taux constaté de 0,5%. La taxe d'apprentissage est calculée sur la base du taux de 2% de la masse salariale hors charges sociales employeur.
- Pour 2010 et plus, il est posé l'hypothèse d'un taux de frais financiers de 1% du total des primes nettes d'annulations.
- Le taux de frais divers est de 0,2% en moyenne. Pour 2010 et +, il est maintenu l'hypothèse d'un taux de 0,2% des primes nettes d'annulations.
- Les investissements sont amortis selon les taux en vigueur : frais préliminaires: 20%, valeurs incorporelles: 20%, équipements de production : 10%, équipements sociaux : 20%.
- Il est prévu chaque année des investissements de mise à niveau et maintenance représentant 5% de la valeur brute des équipements de production (n-1).
- La politique de résultat : Le taux de distribution est fixé à titre d'hypothèse à 30% du résultat net distribuable après déduction de la réserve légale. Il reste entendu qu'il n'est pas envisageable de distribuer des dividendes tant que le niveau des fonds propres n'est pas supérieur au niveau du capital.

2.10.2. Données prévisionnelles

Compte tenu de ces hypothèses, les comptes prévisionnels d'Alliance Assurances pour le période 2010-2015 se présenteront dans l'annexe n°03.

2.10.3. Evaluation de la variation de besoins de roulement

Tableau 3.30 : La variation de BFR prévisionnelle.

BFR en KDA	2010 & +	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Base / taux mois						
stocks matières	consomm. Fournit. Bureau /3.3	12629	15 155	17731	20 568	23 653	27 201
créances techniques	Com. reass. + sinistre /13.6	713463	731 007	954251	1175817	1405002	1767587
créances diverses	Primes nettes / 1	290 052	348 063	407233	472 391	543249	624737
créances sur ass, cédants et rétrocédant	Primes nettes / 5.9	1703012	2043614	2391028	2773593	3189632	3668077
dettes techniques	REC+SAP+PM / selon réglementation	1466291	1812712	2120873	2460212	2829244	3253631
dette d'exploitation	M&F, services, F.divers / 13.1	326349	391 619	458194	531 506	611231	702916
dettes envers assures cédants & cessionnaires	Sinistres, primes cédées / 5.1	950549	1070588	1308003	1555853	1818800	2176632
BFR		-24 033	-137080	-116825	-105201	-97 738	-45 576
variation de BFR		484194	-113046	20 254	11 624	7 462	52 161

2.10.4. La structure de patrimoine

Tableau 3.31 : La structure de patrimoine prévisionnelle

Structure	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FRN	2 687 331	3 325 170	4 016 847	4 878 998	5 906 755	7 023 498
BFR	-24 033	-137 080	-116 825	-105 201	-97 738	-45 576
placement & participation	1 368 285	3 316 295	3 755 625	4 597 950	5 468 470	6 522 456
trésorerie	1 343 079	145 955	378 047	386 249	536 023	546 618

La structure est équilibrée, le FRN est positif et couvre largement les BFR et les placements et participations.

2.10.5. Les ratios de rentabilité

Tableau 3.32 : La rentabilité prévisionnelle jusqu'à 2015.²

Rentabilité	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROS= résultat net/primes nette	18%	18%	17%	18%	19%	19%
ROA=primes nette/total actif	61%	61%	60%	59%	57%	56%
leverage= total passif/capital	259%	311%	369%	438%	516%	605%
ROE= résultat nette /capital	28%	34%	38%	47%	56%	64%

Le ROE est en baisse en 2010 du fait d'une réduction de l'effet de levier suite à l'augmentation de capital. Cependant, le ROE reste d'un bon niveau et se maintient à 24% environ.

2.10.6. La marge de solvabilité

Les compagnies d'assurances doivent justifier en permanence d'un supplément aux dettes techniques, ce supplément est la marge de solvabilité. La marge de solvabilité est constituée ainsi :

- Le Capital social;
- Les réserves réglementées ou non ;
- La provision de garantie;
- La provision pour complément obligatoire aux dettes techniques ;
- Les autres provisions réglementées ou non.

La marge de solvabilité doit être égale au moins à 15% des dettes techniques et doit être a tout moment de l'année supérieure à 20% du chiffre d'affaires TTC nettes d'annulations et de réassurance.

² ROS=Return On Sales=taux de profit, ROA= Return On Assets= rotation de l'actif, ROE= Return On Equity= rentabilité des fonds propres.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Tableau 3.33 : Les éléments de la marge de solvabilité prévisionnelle.

Élément en KDA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
capital social	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000
réserves réglementées	15 644	46 361	83 533	125 498	177 040	220 000
réserves non réglementées	15 644	15 644	15 644	15 644	15 644	15 644
Provision de garantie						
Provision P/complément obligatoire	-31 385	12 878	13 135	14 464	15 730	18 090
Provision P/ CAT-NAT	37 602	15 148	4 559	6 101	7 159	3 822
Autres provisions						
Marge de solvabilité	2 237 505	2 290 032	2 316 873	2 361 709	2 415 575	2 457 557

Ratio de solvabilité en KDA	2010	2011	2012	2013	2014	2 015
15% dettes technique	219 943	271 906	318 130	369 031	424 386	488 044
20% CA TTC net des annulations et de réassurance	596 023	753 545	851 344	966 469	1 095 269	1 213 072

Taux de solvabilité	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Par rapport aux dettes techniques	10,2	8,4	7,3	6,4	5,7	5
Par rapport aux CA TTC net	3,8	3	2,7	2,4	2,2	2

Le DE 95-343 du 30/10/1995 précise que la marge de solvabilité doit être en permanence supérieure aux deux ratios cités. Le taux de solvabilité est ici en permanence supérieur à 100% des deux ratios.

2.10.7. Ratio d'endettement global et autonomie financière

Tableau 3.34 : Les ratios d'endettement global prévisionnel

Désignation	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Endettement global	48,20%	48%	47,84%	47,24%	46,36	46,07%

2.11. Conclusion du diagnostic globale

Comme toutes les jeunes compagnies, Alliance Assurances dispose de forces et de faiblesses. Elle s'appuie sur les premières et assume les secondes :

2.11.1. Les points forts

- Un management moderne, bien formé, motivé et dynamique,
- Une force d'innovation,
- Une écoute client et une prise en charge rapide des réclamations et des doléances de la clientèle,
- L'Evolution quantitative et qualitative des ressources humaines s'inscrit en harmonie avec la stratégie de renforcement tant du management que de l'encadrement traduisant une plus grande professionnalisation du staff. Un effort continu en matière de formation, de recyclage, de mise à niveau et de perfectionnement,

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

- Une politique de distribution à travers une présence directe sur les chefs lieux de wilaya et les grands centres urbains,
- Une transparence totale des transactions au sein de la compagnie (bannissement des espèces et recours systématique au cheque « non endossable »).
- Le développement et l'implémentation d'un nouveau système d'information très performant qui se définit comme un logiciel en ligne qui permet de gérer en temps réel l'ensemble des processus de la compagnie , en intégrant l'ensemble de ses fonctions .
- Un engagement social et citoyen a travers de actions de sponsoring et de mécénat
- La compagnie apporte continuellement les ajustements nécessaires à sa politique des affaires. Les points et process considérés par Alliance Assurances comme devant être réglés prioritairement ont trait à :
 - Une couverture commerciale à performer du territoire national,
 - Une nécessaire poursuite de la formation des commerciaux,
 - Une prise en charge des dossiers « sinistres clients » à performer,
 - Un dialogue à consolider entre les clients et leurs vis-à-vis au sein des agences
 - Une réduction des délais d'indemnisation
- Classée deuxième compagnie du secteur privé et septième au niveau national.
- La part de marché détenue par la compagnie à fin 2009 est de 3,7% sur l'ensemble du marché national des Assurances.
- ALLIANCE ASSURANCE a surperformé le marché et réalisé une progression de plus de 70% en termes de chiffre d'affaires comparativement à l'exercice antérieur, soit sept fois la progression du marché national des assurances en 2009.
- La compagnie a enregistré sur les quatre dernières années, un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 46% soit quatre fois la variation moyenne du marché sur cette période.
- Confirme son positionnement au sein de la concurrence en présentant des perspectives de développement très attrayantes.
- L'élargissement soutenu du réseau commercial aux 116 centres de production. ce à travers 35 Wilayas contribue largement à la concrétisation de la stratégie de développement de la compagnie.
- La stratégie de développement de la compagnie Alliance Assurances, est bâtie autour d'un objectif majeur qui est l'édification d'une compagnie algérienne aux normes et standards internationaux. Cette stratégie vise à préparer la compagnie, à moyen terme à recevoir au sein de son capital, un partenaire stratégique des assurances reconnu au plan international. Cette ouverture de capital permettra à la compagnie de consolider ses assises et de créer de la valeur en bénéficiant de l'expertise, du savoir faire et des réseaux de ses partenaires dans l'intérêt bien compris de ses actionnaires actuels et futurs.
- ALLIANCE ASSURANCES réserve environ 3% de son Chiffre d'affaires, au budget communication.

2.11.2. Les points faibles

- Les risques de liquidité : Alliance Assurances a mis en place une politique rigoureuse de recouvrement des primes respectant les délais réglementaires ainsi qu'une gestion Actif/Passif respectant la duration des engagements et des placements.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

- Les risques liés à la stratégie de placement : l'allocation des engagements est strictement réglementée, ceci représente une garantie certaine et confortable, quant à la protection des assurés. L'allocation des ressources propres pourra, en fonction des opportunités, se faire sur des classes d'actifs disposant de profils de risques plus élevés.

2.11.3. Les menaces

- La menace de transparence à cause de l'introduction en bourse.
- La mondialisation croissante des marchés renforce l'idée que l'innovation est un facteur essentiel de compétitivité, ce défi est d'autant plus d'actualité que le champ des compétences entrepreneuriales ne se limite plus à ce qui a longtemps été identifié à la création d'entreprise mais aussi sur les options stratégiques envisagées face aux menaces de la concurrence internationale.
- Menace liés à la réglementation du secteur des assurances : l'encadrement du secteur des assurances, au travers de sa réglementation, peut évoluer dans le sens de la protection des assurés. Cela pourrait entraîner des contraintes d'ordre opérationnel, quant à la représentation des engagements, la diffusion et la présentation des produits.
- L'évolution du marché : Le marché a subi d'abord la déspecialisation des compagnies publiques, la démonopolisation et enfin l'accès du marché des assurances aux opérateurs du secteur privé. Cette évolution favorise à la fois une mobilité du personnel et un climat plus compétitif.

2.11.4. Les opportunités

- Le marché algérien des assurances dispose d'un potentiel de croissance considérable.
- Développement significatif de l'investissement public et des infrastructures qui ont accru le nombre d'entreprises et leurs risques (incendie, responsabilité décennale...). Et toutes les restrictions et obstacles ont été levés pour faciliter l'investissement dans le domaine des assurances.
- Dans ce cadre, la loi 06/04 du 20 février 2006, modifie et complète l'ordonnance 95/07 du 25/01/1995 relative aux assurances en consacrant notamment : le principe de séparation de l'activité des assurances dommages des assurances de personnes. Cet amendement constitue un puissant levier pour le développement des assurances de capitalisation avec comme corollaire la réactivation du marché financier.
La diversification des canaux de distribution notamment par la mise en place des guichets de la bancassurance.

Section 03 : Détermination de la valeur d'ALLIANCE ASSURANCES

3.1. La valeur D'A A avant l'introduction en bourse

3.1.1. La valeur nette comptable corrigée

Tableau 3.35 : Le détail de calcul la valeur comptable corrigée

Désignation	2009
Capital social	800 000 000
Provisions techniques	95 777 513
Résultat en instance d'affectation	-6 461 329,58
Résultat net	324 986 499
Total	1 214 302 682
Prise en charge des frais préliminaires	-789 537,01
Réévaluation des biens immeubles et terrains	82 156 878
Sortie des écarts d'inventaire	-1 666 608
Régularisation des investissements	-400 000
Réassurance nom comptabilisées en 2009	-4 362 734
Provisions supplémentaires sur créances sur assurés	-45 455 685
Total des ajustements	29 482 313,99
Actif net	1 243 784 997
Nombre d'actions	4 000 000
Valeur intrinsèque	311

Source des données : bilan ajusté 2009, présenté dans l'annexe n° 04

3.1.2. La valeur comptable projetée sur cinq ans (prévisionnelle)

Tableau 3.36 : L'actif net prévisionnel consolidé d'A A sur l'horizon 2010-2015

Désignation en KDA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fonds social	2200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000
Réserves légales	306 040	67 708	109 588	174 197	240 817	254 105
Réserves facultatives	0	0	0	0	0	0
Provisions techniques	101 994	136 728	157 213	181 129	207 652	233 187
Résultat en instance d'affectation	282 284	652 883	1 050 342	1 731 407	2 393 980	3 280 060
Résultat net	581 482	704 973	697 358	864 066	1 094 873	1 333 692
Actif net	3196 364	3 762 293	4 214 502	5 150 801	6 137 323	7 301 045
Nombre d'actions	11 000000	11000000	11000000	11000000	11000000	11000 000
valeur	291	432	383	468	558	664

La moyenne sur les 7 exercices est de :

Années	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	La moyenne
La valeur DA	311	291	432	383	468	558	664	430

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

3.1.3. Méthode du Free Cash Flow

- Taux d'actualisation est 20%. Comme l'entreprise AA n'utilise pas le MEDAF et comme en Algérie le MEDAF ne fonctionne pas, on prend le **return on equity** pour le coût des fonds propres.

$$R_e = \text{Bénéfice /fond propre -bénéfice}$$

- VT = Valeur terminale = $FCFN \times (1+g)/(t-g)$ et g taux de croissance du FCF à l'infini estimé à 3% : $1356828 \times (1,03) / (0,2-0,03) = \mathbf{8220780}$
- N, dernière année de la projection, **N =5**

Tableau 3.37 : Le calcul des FCF

Désignation en KDA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	580127	895300	1134358	1310458	1508501	1805316	2001125
Résultat hors exploitation	-74890	0	0	0	0	0	0
Variation BFR	-124148	580805	-92462	41251	34746	32607	81078
IBS	112353	204029	247359	279204	342972	413150	466634
CF opérationnel	517032	110467	979460	990003	1130783	1359559	1453413
Investissement	-85252	0	-17784	-18674	-19607	-20588	-21617
Titre de participation	0	0	-1410000	0	0	0	0
CF d'investissement	-85252	0	-1427784	-18674	-19607	-20588	-21617
Frais financiers	-13437	-34806	-41767	-48868	-56687	-65190	-74968
CF opérations financières	-13437	-34806	-41767	-48868	-56687	-65190	-74968
FCF	418342	75660	-4900991	922461	1054489	1273781	1356828
FCF actualisés		63050	-340341	533831	508530	511904	454398
Valeur terminale							8220780
Vt actualisée							2753122

$$\text{Valeur entreprise} = 63\,050\,311.67 - 340\,341\,112.50 + 533\,831\,840.86 + 508\,530\,643.33 + 511\,904\,194.8 + 454\,398\,915.06 + 2\,753\,122\,838.33 = \mathbf{4\,484\,497\,631.54}$$

En déduisant les dettes financières et en rajoutant les disponibilités la valeur des fonds propres serait :

$$\text{Equity value} = 4\,484\,497\,631.54 - 2\,779\,226 + 325\,638\,643 = \mathbf{4\,807\,357\,048.54\ DA}$$

Donc : la valeur de l'action = CP / nombre d'action = $4\,807\,357\,048.54 / 4\,000\,000 = \mathbf{1\,201\ DA}$.

3.1.4. Méthodes des fonds propres

La valeur des fonds propres est calculée comme suit :

Total passif au 31.2.2009 :	3 596 748 564
Dettes financières :	-2 779 226
Cash :	346 433 386

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Equity value : 3 940 402 724 → la valeur de l'action = $3\,940\,402\,724 / 4\,000\,000 = 985$ DA

3.1.5. Méthodes des comparables et multiples

Annexe n°05 se représente le détail de calculer la valeur d'AA selon la méthode comparable.

Il n'existe pas de référence sur le marché algérien de transactions similaires dans le même secteur d'activité. Néanmoins, l'observation sur la région maghrébine et certains pays du bassin méditerranéen et européenne, comme la Turquie permet de référencer les transactions par rapport au niveau du chiffre d'affaires.

Les approches les plus conservatrices concluent que des transactions similaires avoisineraient x1,5 le montant de primes nettes. En 2009, Alliance Assurances SPA a réalisé un montant de primes nettes de 2 790 308 KDA, il en résulte une valeur d'entreprise de 4 185 462 KDA. Le potentiel de pénétration de marché sur les cinq prochaines années peut justifier un multiple de 2 soit une valeur de 5 924 270 KDA, induisant une valeur de l'action de 1 481 DA (après déduction de la dette nette).

D'autres sources de multiples sur la région MENA (Moyen Orient et Afrique du Nord) donnent un confort sur un multiple médian documenté de 1,7. Sur cette base, la valeur serait 5 087 178 KDA pour une valeur de l'action de 1 271 DA.

❖ Résumé des valeurs et pondération

Au regard des différentes valeurs estimées, la situation résumée s'établit comme suit :

Tableau 3.38 : Résumé des valeurs et pondération

	Valeurs DA	pondération	Valeur pondérée DA
-valeur intrinsèque	311	10%	31.1
-valeur comptable prévisionnelle	430	30%	129
-valeur selon la méthode des FCF	1 201	25%	300.25
-valeur selon la méthode d'Equity value	985	25%	246.25
-valeur selon la méthode des multiples de marché	1 271	10%	127.1
Valeur terminale de l'entreprise			334

La valeur de l'action Alliance Assurances la plus représentative est estimée à 834 DA. Alliance Assurances accorde une décote de 4 DA par action et arrête le prix d'émission à 830 DA par action, soit une prime d'émission de 630 DA.

Compte tenu des facteurs de pondération partagés :

- Entre le niveau de confiance sur chaque valeur ;
- Des risques associés à l'environnement et au métier ;

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

- Du facteur prépondérant lié au placement du capital souscrit additionnel dans des activités aval assurant l'équilibre financier mais sans effet de levier direct sur l'activité et du contexte de première émission boursière dans le secteur des assurances.

3.2. La valeur d'A A après l'introduction en bourse

3.2.1. Le diagnostic après l'introduction en bourse

Pour comparer la situation d'ALLIANCE ASSURANCES avant l'introduction en bourse et après l'introduction en bourse (de 2010 à 2013), nous allons utiliser juste et beaucoup plus le diagnostic financier car pas vraiment de changement au niveau commercial, juridique...

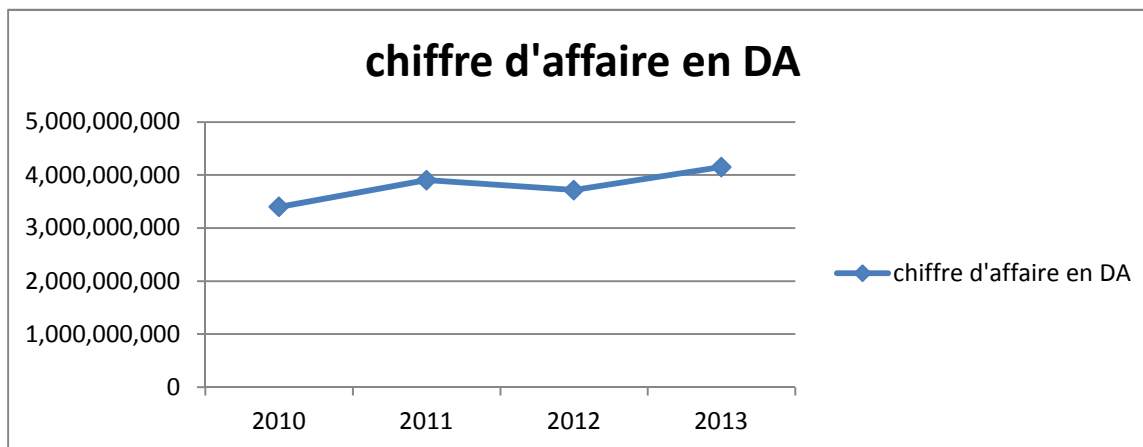
a) L'évaluation de chiffres d'affaire

Tableau 3.39: L'évaluation du chiffre d'affaire de 2010 à 2013.

Année	2010	2011	10/11	2012	11/12	2013	12/13
Chiffre d'affaire en DA	3 400 000 000	3 903 520 915	15%	3 714 980 127	-5%	4 149 957 579	12%

Après l'introduction en bourse AA réalise une augmentation de chiffre d'affaire, sauf en 2012 l'entreprise enregistre une diminution faible de 5% par rapport au 2011. L'augmentation du CA entre 2010 et 2011 est de l'ordre de 15%, alors que la variation entre 2012 et 2013, qui est de 12%. La hausse du chiffre d'affaires au premier semestre 2013 s'explique essentiellement par une forte progression des segments auto et IARD.

Graph 3.1 : L'évaluation du CA après l'introduction en bourse.



b) L'évaluation du résultat net

Tableau 3.40 : L'évaluation du résultat de 2010 à 2013.

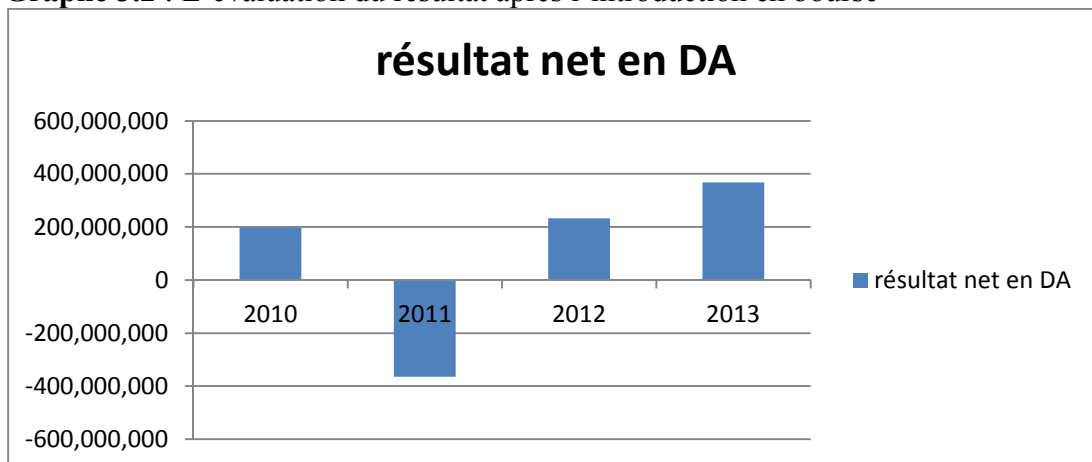
Année	2010	2011	10/11	2012	11/12	2013	12/13
Résultat net en DA	198 009 910	-364 615 009	-284%	232 934 937	-164%	367 325 801	58%

Le tableau ci-dessous en 2010 la compagnie enregistre une diminution par rapport au 2009 (312 888 458 DA). L'exercice 2011 a affiché une grande diminution de -284%, ce résultat déficitaire, dû à des problèmes du secteur (la sous-tarifcation de l'assurance auto est due à la guerre des tarifs qui sévit dans le secteur, lourde sinistralité suite à l'évènement Janvier 2011

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

...). A partir de l'exercice 2012, Alliance Assurances a commencé à dégager des résultats bénéficiaires avec des fluctuations. La variation du résultat entre 2012 et 2013, est de 60%.

Graph 3.2 : L'évaluation du résultat après l'introduction en bourse



c) FR, BFR et trésorerie

Tableau 3.41 : La structure de patrimoine de 2010 à 2013.

Désignation en DA	2010	2011	2012	2013
FR	1 218 806 952	163 738 397	810 843 501	849 189 761,47
BFR	-462 375 208	-834921293	-845 055 308	-796 031 785,72
trésorerie	1 681 182 160	998 659 690	1 655 898 809	1 645 221 547,19

FR > 0 alors l'équilibre financier est préservé : les actifs stables sont totalement financés par les capitaux stables.

Et le BFR est négatif qui veut dire que les emplois d'exploitation de l'entreprise sont inférieurs aux ressources d'exploitation : l'entreprise n'a pas de besoin d'exploitation à financer, puisque le passif circulant excède les besoins de financement de son actif d'exploitation ; elle n'a donc pas besoin d'utiliser ses excédents de ressources à long terme (fonds de roulement) pour financer d'éventuels besoins à court terme.

d) Les ratios de rentabilité

Tableau 3.42 : Les ratios de rentabilité de 2010 à 2013.

rentabilité	2010	2011	2012	2013
ROS= résultat net/primes nette	5%	-11%	7%	10%
ROA=primes nette/total actif	63%	48%	48%	50%
leverage= total passif/fonds propres	239%	337%	298%	277%
ROE= résultat net /fonds propres	8%	-19%	11%	14%

L'entreprise enregistre ROS et ROE négative en 2011 reflétant l'impact de résultat négatif. La rentabilité de l'actif progresse sensiblement de 63% pour 2010 reflétant ainsi l'impact positif de la hausse du chiffre d'affaires.

Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

La baisse (par rapport au 2009) de la rentabilité des fonds propres à 8% en 2010 s'explique par l'effet combiné de l'augmentation du capital social (+175%) et de la baisse du résultat.

e) Les indicateurs de structure

Tableau 3.43 : Les indicateurs de structure de 200 à 2013.

Désignation	2010	2011	2012	2013
actif immobilisé/ total actif	34,09%	42,27%	34,01%	34,45%
actif circulant/ total actif	65,91%	57,73%	65,99%	65,55%
capitaux propres/ total passif	41,90%	29,69%	33,58%	36,14%
dettes globales/ total passif	58,1%	70,31%	66,41%	63,86%
autonomie financière= capitaux propres/DMLT	322,23%	197,26%	262,43%	352,43%

Les emplois nets sont en augmentation constante après l'introduction en bourse grâce à un effort soutenu d'extension de réseau en biens propres, traduisant ainsi la politique de développement commercial. Cette augmentation due essentiellement à des acquisitions importantes, notamment le nouveau siège situé au niveau d'El Qods à Chéraga - Alger, ainsi qu'à l'ouverture de nouvelles agences, suite aux recettes financières générées par l'entrée en bourse en 2010.

La baisse des dettes par rapport au 2009 s'explique par l'effet combiné de l'augmentation du capital social. L'apport des fonds propres dépasse 100% des DMLT.

d) La marge de solvabilité

Tableau 3.44 : La marge de solvabilité de 2010 à 2013.

Élément en DA	2010	2011	2012	2013
capital émis	2 205 714 180	2 205 714 180	2 205 714 180	2 205 714 180
réserves légales	15 644 423	24 729 477	24 729 477	24 729 477
réserves facultatives	50 143 757	67 405 360	67 405 360	67 405 360
dotations aux provisions réglementées	45 551 146	77 219 279	77 219 279	77 219 279,11
provisions pour dette techniques	0	93 854 852	67 421 506	62 596 450,93
autres provisions	0	35 268 827	40 614 816	54 910 299,45
Total	2 317 053 506	2 504 191 975	2 483 104 618	2 492 575 046,5
élément de calcul				
15%des provisions techniques annuelles	258 790 676	409 355 675	369 088 808	333 117 984,00
20% des primes nettes TTC	741 396 309	640 075 316	635 677 817	710 871 118
niveau de la marge				
par rapport aux provisions	895%	612%	368%	748%
par rapport aux primes nettes	313%	391%	585%	351%

Le niveau de la marge de solvabilité est en évolution de 176 % par rapport à 2009 et s'établit à 2 317 053 506,00 de dinars, soit un surplus de 1 476 680 572,00 de dinars. Cette

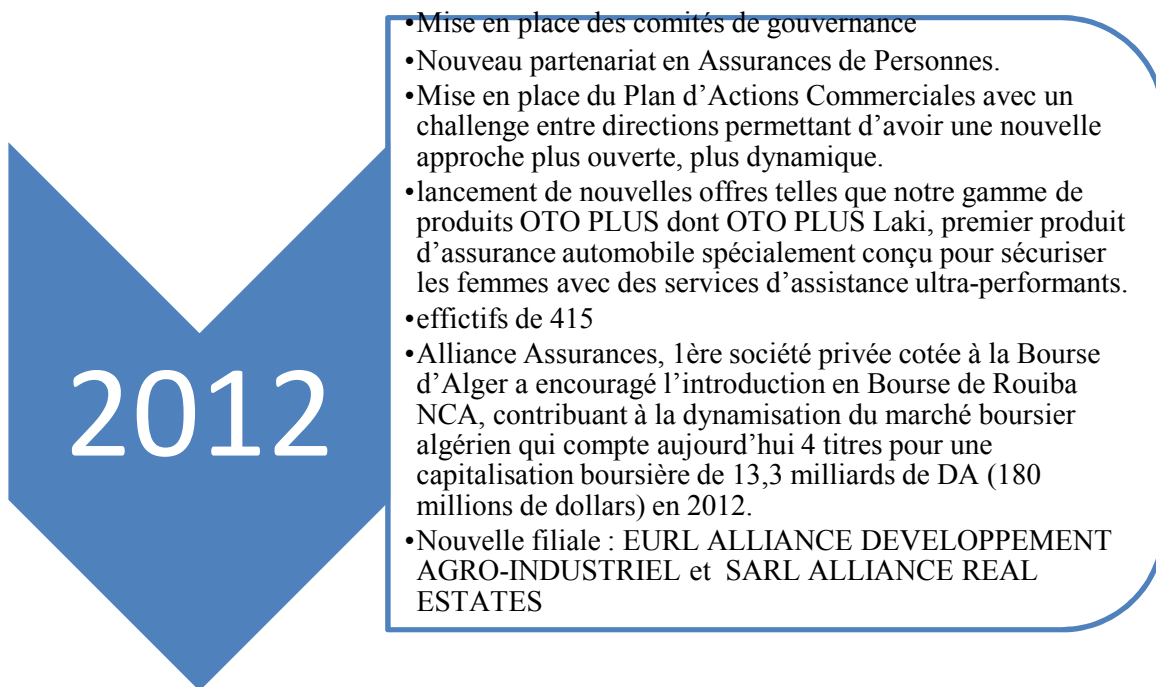
Chapitre III : L'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

progression est due à l'augmentation de capital opérée en 2010 pour se conformer aux dispositions légales relatives au capital minimum des sociétés d'assurance. Le taux de solvabilité est ici en permanence supérieur à 100% des deux ratios.

❖ des réalisations les plus importantes d'AA après l'introduction en bourse.

Schéma 3.1 : Des réalisations d'AA après l'introduction en bourse.





3.2.2. La valeur d'ALLIANCE ASSURANCES après l'introduction en bourse

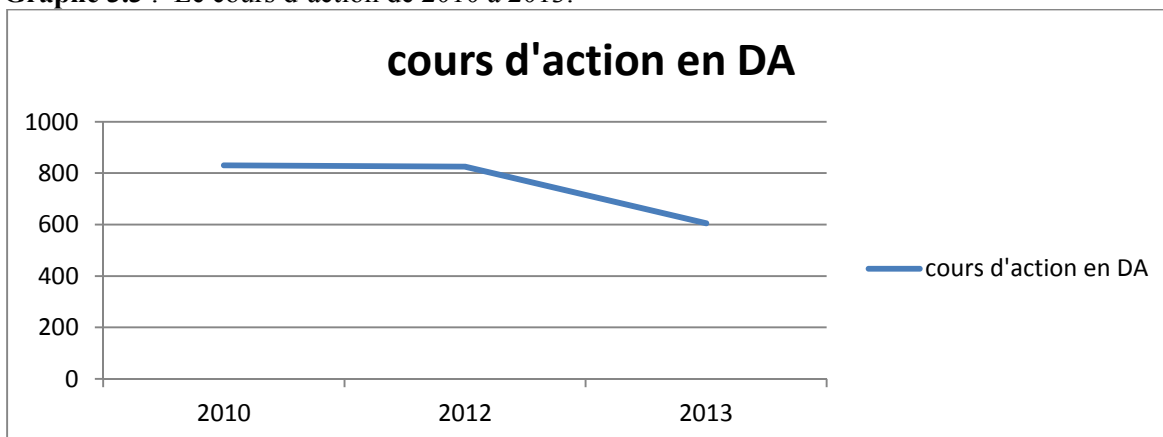
Et pour comparer la valeur d'ALLIANCE ASSURANCES avant et après l'introduction en bourse on va comparer la valeur déterminé par l'entreprise avant l'introduction avec le cours d'action de l'entreprise dans la bourse. On utilise le cours d'action car après l'introduction en bourse le marché qui détermine la valeur de l'entreprise et ne pas l'entreprise lui-même.

Tableau 3.45 : Le cours d'action d'A A après l'introduction en bourse

Année	2010	2011	11/10	2012	12/11	2013	13/12
cours d'action	830	830	0%	825	-1%	605	-27%

On remarque d'après le schéma ci-dessous qui montre le cours d'action d'A A après l'introduction en bourse, que le cours d'action en 2010 et 2011 reste stable par rapport au cours d'action qui on l'a trouvé après l'évaluation en 2009 (avant l'introduction en bourse) est de 830 DA. Le cours d'action a subi une diminution en 2012 par rapport au 2010 et 2011(825). Et après en 2013 le cours enregistre une grande diminution de 27% par rapport aux 2012.

Graphe 3.3 : Le cours d'action de 2010 à 2013.



Conclusion du chapitre III

L'ouverture du capital a permis à la société de consolider ses assises et de créer de la valeur en bénéficiant de l'expertise, du savoir faire et des réseaux de ses partenaires dans l'intérêt bien compris de ses actionnaires actuels et futurs.

Aussi, le souhait de la compagnie d'intégrer la Bourse d'Alger n'est pas seulement motivé par une levée de capitaux devant satisfaire à l'obligation réglementaire de se conformer à un texte de loi, mais aussi par la volonté de participer à la renaissance du marché financier algérien et de la Bourse d'Alger.

Dans ce chapitre nous avons réalisé une analyse attentive sur leurs ratios financiers de façon à évaluer sa santé financière, et on a analysé la valeur de l'entreprise à partir les méthodes d'évaluation pour déterminer sa valeur, et comparé cette valeur avec sa valeur après son introduction en bourse.

Malgré la concurrence internationale et l'environnement complexe de l'économie algérienne. Le résultat net de la société s'élève à 367 millions de dinars, soit une croissance de 60%. Plus encore, le taux de croissance du chiffre d'affaires est plus élevé que le taux de croissance du secteur, ce qui signifie que la compagnie gagne des parts de marché. Alliance Assurances est aujourd'hui la deuxième entreprise algérienne d'assurances, avec 4,5% de parts de marché.

Après l'analyse nous remarquons un grand l'inadéquation de la santé financière de l'entreprise avec la valeur de son titre sur le marché boursier. La valeur boursière du titre ne reflète pas la santé financière de l'entreprise, ni les résultats réalisés. Dans le moment où le résultat est négatif en 2010 et 2011 le cours d'action reste stable par rapport à la valeur déterminé avant l'introduction, mais dans le moment où l'entreprise a enregistré une augmentation du résultat en 2012 et de bons résultats en 2013, Le titre a perdu 25% de sa valeur.

Normalement, le cours en bourse d'une action reflète à tout moment la performance de l'entreprise cotée. Mais en Algérie, ça n'est pas le cas. Alliance Assurances a une rentabilité de plus en plus élevée au fil des années, mais son cours en bourse s'est déprécié. Cela est dû au mécanisme de fixing adopté par la Bourse d'Alger, emprunté au système financier néerlandais. Le fixing est un système de cotation qui s'oppose à la cotation continue : les actions sont évaluées une à deux fois par jour, en fonction de l'offre et de la demande sur le marché. Ce mécanisme n'est pas adapté à l'Algérie car il contribue à renforcer la dichotomie entre la rentabilité d'une entreprise et la valeur de son action.

Conclusion générale

D'après notre étude sur le thème d'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse et au cours des chapitres de recherche nous avons illustré les étapes de l'étude, à partir du premier chapitre qui traite les grands traits du débat sur l'introduction en bourse, les différentes sources d'alimentation du marché boursier en titres de propriété est l'objet de notre présente recherche de plus la présentation de la bourse des valeurs mobilière d'Alger, son fonctionnement et son organisation. Dans le deuxième chapitre qui identifie les sept étapes-clés nécessaires du processus d'évaluation et les différentes méthodes d'évaluation. Le troisième chapitre représente le cas pratique qui est une application de la détermination de valeur d'ALLIANCE ASSURANCE afin de s'introduire en bourse.

Cette étude a permis de répondre aux questions précédemment placées dans la problématique :

- Selon la première hypothèse : on a dit en fonction des caractéristiques des entreprises et de l'objectif des investisseurs, les approches qui permettent de calculer la valeur d'une entreprise se classent en trois grandes catégories : l'approche patrimoniale fondée sur la réévaluation des actifs et des passifs et le calcul de la rente du goodwill ; l'approche analogique ou comparative fondée sur les multiples de sociétés ou de transactions comparables ; l'approche par les flux ou les revenus fondée sur l'actualisation des cash flux (dividendes, flux de trésorerie disponibles) générés par l'activité de l'entreprise.
- Selon la deuxième hypothèse : en générale, nous ne pouvons pas prendre ou trouver une seule méthode d'évaluation pour obtenir la valeur finale de l'entreprise, dont cette multiplicité des méthodes est un handicap dans la mesure où les valeurs ne convergent forcément pas.

L'analyse des méthodes d'évaluations a montré qu'aucune n'est meilleure par rapport à l'autre. En effet, elles ont toutes des avantages et des limites ainsi que des difficultés dans l'estimation de certain paramètre et des difficultés dans le choix des méthodes tant qu'il ya un grand nombre des méthodes parmi lesquels on ce sens perdu.

L'étude de l'approche traditionnelle a démontré que la fiabilité des méthodes d'évaluation immobilière est intimement liée à l'information dont on dispose. On ne se heurte pas à des obstacles conceptuels mais à des difficultés d'information. Nous ne somme pas neutre vis-à-vis de la diffusion de l'information. On comprend alors que la diffusion de l'information, dans une large mesure, reste cantonnée à la sphère professionnelle. L'approche moderne, qui utilise les techniques actuarielles, bénéficie quant à elle des outils développés à partir de l'étude des marchés financiers pour cerner l'évolution prévisible des taux de croissance et des taux d'intérêts. En revanche, L'évaluateur se doit de trancher entre plusieurs méthodes. Il est impossible, ou du moins malhonnête, de pondérer des résultats de valorisation. Dès lors que l'on a recours à cette pondération, on brise tout le sérieux de la méthodologie éventuelle de ces valorisations. Nous noterons que l'Evaluateur est appelé à exprimer son point de vue à travers le choix des méthodes mais également ses décisions chiffrées et cela dans chacune des méthodes : taux de croissance à l'infini dans un DCF, multiple de marché, probabilités de scénarios, ...

- Et selon la troisième hypothèse : En Algérie La valeur boursière du titre ne reflète pas la santé financière de l'entreprise ni les résultats car La bourse d'Alger a pas des mécanisme de fonctionnement, cela démontré dans l'étude de cas ALLIANCE ASSURANCES a

Conclusion générale

beaucoup plus d'inconvénients depuis son introduction en Bourse, qu'elle en a d'avantages.

L'étude que nous avons réalisée permet de mettre en considération les résultats suivants :

- ✓ Malgré la naissance des nouvelles approches d'évaluation des entreprises, les entreprises algériennes n'utilisent et ne basent que sur certaines méthodes (ANC, FCF). Et surtout nous avons constaté que les méthodes choisies par les analystes financiers sont toujours les mêmes, elles sont indépendantes de la nature de secteur, de l'activité, de l'année.
- ✓ Une bonne démarche d'évaluation est celle qui part d'un diagnostic global de l'entreprise.
- ✓ Le MEDAF ne fonctionne pas en Algérie, et parmi les causes de non fonctionnement de MEDAF : le taux de bon de trésor (R_0) est 0.17% et le taux d'inflation est 6% c'est-à-dire le taux d'inflation est presque 30 fois de taux de bon de trésor. Mais les normes le taux d'inflation doit être supérieur au taux de bon de trésor donc les gens perdent l'argent.
- ✓ La valeur de l'action Alliance Assurances la plus représentative est estimée à 830 DA.
- ✓ Le titre d'ALLIANCE ASSURANCES a perdu 25% de sa valeur depuis son introduction en bourse.

A l'issue de cette étude, l'introduction en bourse constitue un acte de première importance dans la vie de l'entreprise. Elle procure à la société plusieurs avantages tels que le renforcement de ses fonds propres, la mobilisation de son capital, le renforcement de sa notoriété et de son image de marque ainsi que d'autres avantages fiscaux. Et nous avons illustré que l'entreprise désirent introduire en Bourse non seulement peut se profiter des bénéfices importantes, elle peut aussi subir des pertes vu au caractère du risque de l'opération.

Comme conclusion générale en Europe il n'y a pas de preuves qui démontrent que l'introduction en bourse a un impacte sur la valeur de l'entreprise en terme scientifique car la variation de cours est sans arrêt et chaque seconde mais la valeur ne peut pas varier chaque seconde. En Algérie est plus non démontré car il y a pas une relation connecter entre le cours d'action et la valeur de l'entreprise.

Pour en revenir au cas de l'Algérie, les recommandations pouvant stimuler cette démarche peuvent être préconisées :

- Il est important d'élaborer un schéma de fonctionnement et d'organisation cible et directeur du marché financier sur la base d'objectifs stratégiques clairs, de responsabilité affichée et de relations formalisées entre les différentes autorités et marchés. Il faut adapter les mécanismes et les systèmes de cotation qui adaptent l'Algérie.
- Il est nécessaire de mise en place de nouvelles conditions sur le plan légal, réglementaire et fiscal pour permettre l'émission de nouveaux titres de capital et de créances, provenant des sociétés Privées et publiques pour donner un nouvel essor du marché financier.
- une réaction du ministère des Finances qui devrait dynamiser le marché, avant de mettre en exécution l'option de retrait de la Bourse d'Alger par ALLIANCE ASSURANCES.

Il est utile de souligner que nous n'allons pas traiter de l'évaluation dans sa globalité puisque notre but n'est pas de s'approfondir dans la façon d'appliquer et de calculer les

Conclusion générale

méthodes d'évaluation, mais l'essentiel est de connaître la valeur reliée à la situation financière de l'entreprise.

Dans ce dernier nous avons à noter que la question d'évaluation et l'introduction en bourse est l'objet d'une connaissance approfondie de tous les aspects de la difficile

Les difficultés rencontrées dans cette recherche sont nombreux, y compris:

- La difficulté d'obtenir des données précises d'ALLIANCE ASSURANCES.
- Une certaine difficulté à traduire les termes techniques relatifs à l'évaluation des entreprises.

Bibliographie

1) Les ouvrages

➤ En français

- A.Choinel et G. Rouyer, Le marché financier : structures et acteurs, Revue Banque, 8eme édition, 2004.
- B. Belletante (1987), la bourse : temple de la spéculation ou marché financier ?, Hatier, 5eme édition, Paris.
- D. Ogien (1999), les marchés financiers, Gualino éditeur, 2^{eme} édition, paris.
- Elie Cohen (1997), Analyse Financière, Economica, 4eme édition, France.
- Emmanuel Tchemeni (1998), l'évaluation des entreprises, Economica, France.
- GARY RAVEZ (2003), L'introduction en bourse 'l'expérience des chefs d'entreprise', GUALINO éditeur, paris.
- Jean-Michel Palou (2008), les méthodes d'évaluation d'entreprise, Groupe Revue Fiduciaire, 2eme édition, paris.
- Jonathan Berk- Peter DeMarzo (2011), Finance d'entreprise, Pearson Education France, 2eme édition, France.
- J. Peyrard (1999), la bourse. Vuinbert, 8eme édition, Paris.
- M. Fleuriet et Y. Simon (2000) Bourse et marchés financiers, édition Economica, Paris.
- P. Spieser (2001), information économique et marchés financiers, édition Economica, Paris.
- PARIENTE. Simon (2006), analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson Education France, 1ere édition, France.
- THAUVRON Arnaud. Evaluation d'entreprise, ECONOMICA, 2eme édition, Pris.
- V. Haderer (1996), l'école pratique de la bourse : en 600 mots, Le journal des finances, Paris.

➤ En arabe

- د جمال جيهان(2011)، عالم البورصة، مركز الدراسات ايواد، الطبعة الثالثة، مصر -
- عبد الجواد. محمد عوض(2006)، الاستثمار في البورصة، دار حامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.-
- موري عبد الرزاق. بورصة الجزائر. الجزائر. الأطلس.-

2) Articles et document PDF

- Bernard THION, VALEUR, PRIX ET METHODES D'EVALUATION EN IMMOBILIER, Université Paris 9-Dauphine, France, p : 1- 26.
- Claude Janssens (2008), Réflexions générales sur la valeur d'une entreprise – L'approche industrielle, accountancy & tax, p : 38- 49.
- Coopers & Lybrand (1998), Guide de l'introduction en Bourse, achevé d'imprimer par G. de Bussac s.a. à cleemont- ferrand, Paris.
- E. Ginglinger (1991), financement des entreprises par le marché des capitaux, PUF, paris.
- ETTINGER J.C. et WITMEUR. O (2003), Réussir son projet d'entreprise, Labor en Bruxelles,
- Laurent BATSCH, LA THEORIE DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE, Université PARIS-DAUPHINE, CEREG (umr cnrs), paris, p : 1-19.
- LEVASSEUR Michel (2007), Modèle de Bates et modèle de croissance à perpétuité, université Lille 2, Paris, page : 1-3.
- Pascale TYTGAT (2010), évaluation d'entreprise.
- Stewart C. Myers (2001), Capital Structure, the Journal of Economic Perspectives, Volume. 15, N°2, pp. 81-102.

3) Rapports:

- Notice d'information 2009, ALLIANCE ASSURANCES, Alger, 2010.
- Rapport annuelle 2009, ALLIACE ASSURENCES, Alger, 2010.
- Rapport annuelle 2010, ALLIACE ASSURENCES, Alger, 2011.
- Rapport annuelle 2011, ALLIACE ASSURENCES, Alger, 2012.
- Rapport annuelle 2012, ALLIACE ASSURENCES, Alger, 2013.
- Rapport annuelle 2012, COSOB, Alger, 2013.
- Rapport annuel 2013, COSOB, Alger, 2014.

4) Mémoires et thèses :

- BEN BARKAT Manel, l'évaluation des entreprises, école supérieure de commerce, Alger, 2003.

- BENCHABANE Mariem, étude comparative des marchés financiers, université MAMMERI Mouloud, Tizi-Ouzou, 2012.

- GLIZ. Abdelkader, Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, université d'Alger, Alger, 2001.

5) Dictionnaires :

- Hachette : dictionnaire français. CD-ROM, 1999

- Cohen, E(1994) « dictionnaire de gestion », édition la découverte, paris.

6) Internet :

- www.memoireonline.com

- www.ecole-bourse.tm.fr

- www.edubourse.com

- www.cosob.org

- www.sgbv.dz

- <http://www.bcv.fr/ch>

- <http://www.rerolle.eu>

- <http://www.lyon.cci.fr>

Annexe n°1 :

a)

VMCP : la valeur de marché des fonds propres en t et VCCP : la valeur comptable des fonds propres en t

RNA : le Résultat net attendu en t

g_t : le taux de croissance du résultat net attendu en t et K_{pc} : le coût des fonds propres

d_t : le taux de distribution du résultat net (pay-out) attendu en t

R_t : le ROE en t

Supposons que : pour $t \in \{1 ; n\} \quad \forall_t g_t = g$ et $d_t = d$

Il en découle : $RNA_t = RNA_1 \cdot (1+g)^{t-1}$

Par ailleurs, l'équation du « clean surplus » s'écrit alors :

$$VCCP(n) = VCCP(0) + \sum_{t=1}^{t=n} RNA_t \cdot (1-d) = VCCP(0) + RNA(1) \cdot \frac{(1+g)^n - 1}{g} \cdot (1-d)$$

Comme par définition : $VCCP(0) = \frac{RNA(1)}{R(1)}$, $VCCP(n) = \frac{RNA(n+1)}{R(n)} = \frac{RNA(1) \cdot (1+g)^n}{R(n)}$

On peut en déduire l'équation de passage aux valeurs limites du ROE en début et fin de

période : $(1-d) = \frac{g}{\left[\frac{1-(1+g)^{-n}}{R^{-1}(n) - R^{-1}(1) \cdot (1+g)^n} \right]}$

L'équation d'évaluation des fonds propres s'écrit de manière standard :

$$VMCP(0) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{d \cdot RNA(t)}{(1+K_{cp})^t} + \frac{VMCP(n)}{(1+K_{cp})^n}$$

En introduisant l'équation précédente de passage aux valeurs limites du ROE, on obtient :

$$VMCP(0) = RNA(1) \times \left\{ 1 - \frac{g}{\left[\frac{1-(1+g)^{-n}}{R^{-1}(n) - R^{-1}(1) \cdot (1+g)^n} \right]} \right\} \times \left\{ \frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_{cp}} \right)^n}{K_{cp} - g} \right\} + \frac{VMCP(n)}{(1+K_{cp})^n} \dots\dots\dots(1)$$

Notons que si $1+nR = R$, l'équation (1) équivaut au modèle de Bates avec un taux de distribution défini comme le taux compatible avec la croissance et le ROE attendus.

$$Ve = Vo = RNA(1) * \left(1 - \frac{g}{R(1)} \right) * \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_{cp}} \right)^n}{K_{cp} - g} \right] + \frac{VMCPn}{(1+K_{cp})^n}$$

L'équation (0.1) permet d'étudier le cas d'une entreprise à maturité. En effet, nous avons :

$$\text{si } n \rightarrow +\infty : VMCP(0) = \frac{RNAx(1-\frac{g}{R(\infty)})}{Kcp-g} = \frac{RNA(1)}{k} \times \left\{ 1 + \frac{R(\infty)-kcp}{Kcp-g} \cdot \frac{g}{R(\infty)} \right\}$$

b)

La valeur de l'action étant donnée par : $P(0) = \sum_{k=1}^n \frac{\text{div}(k)}{(1+r)^k} + \frac{P(n)}{(1+r)^n}$

Et sachant que : $P(k) = PER(k) * BPA(k)$

On a : $PER(0) \times BPA(0) = \sum_{k=1}^n \frac{d \cdot BPA(k)}{(1+r)^k} + \frac{PER(n) \cdot BPA(n)}{(1+r)^n}$

D'où : $PER(0) = \sum_{n=1}^{\infty} d * \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^k + PER(n) * \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n$

On obtient ainsi la formule de *Bates* :

$PER(0) = d * \frac{1+g}{r-g} \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n \right] + PER(n) * \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n$
--

Annexe N° : 02

L'organigramme d'ALLIANCE ASSURANCES

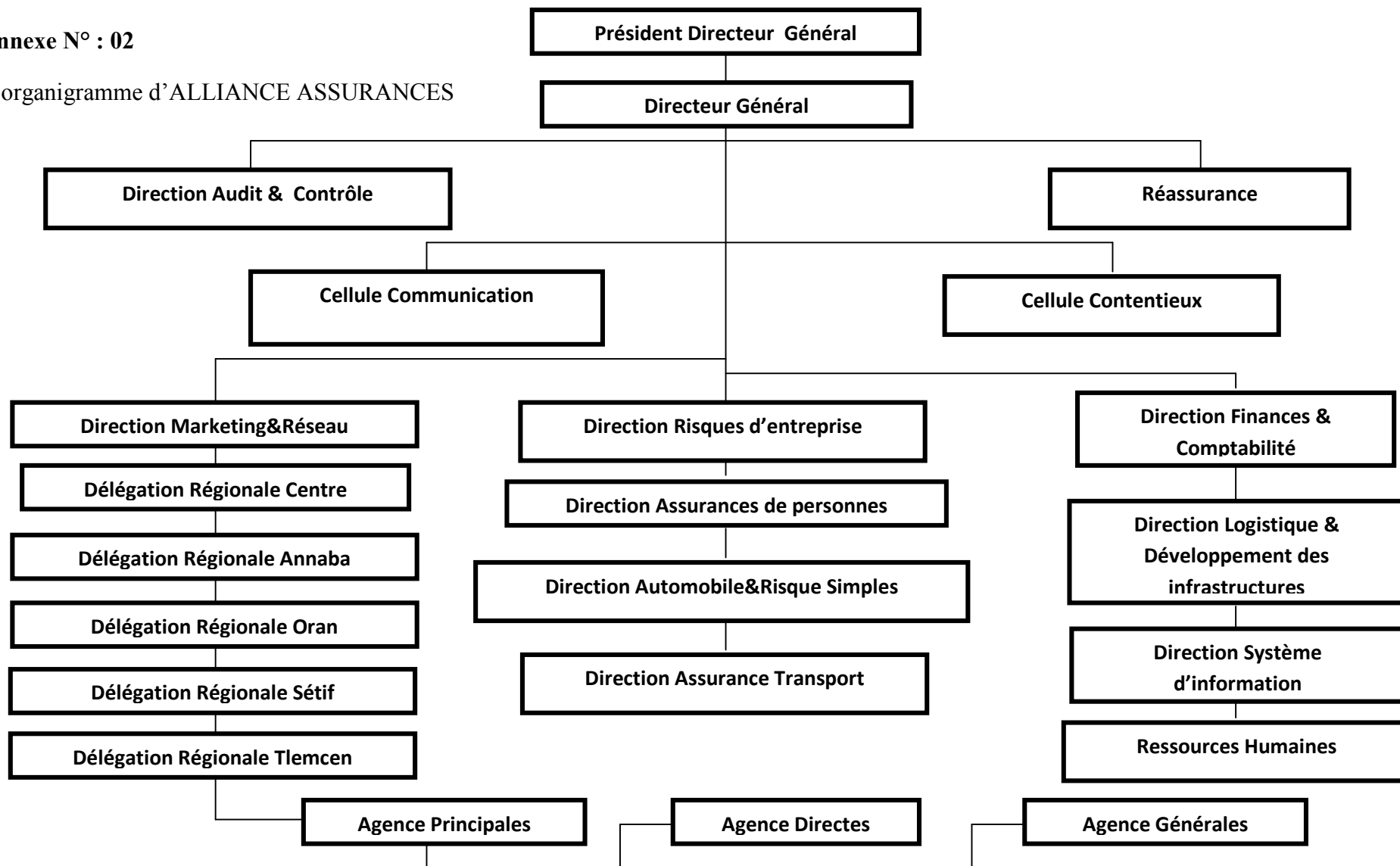


Schéma n°02: Organigramme d'ALLIANCE ASSURANCES

Annexe n°03

a) Actif prévisionnelles

<i>Actif</i>	montant 2010	montant 2011	montant 2012	montant 2013	montant 2014	montant 2015
frais préliminaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
valeurs incorporelles	2 203 563,77	937 065,12	0,12	0,12	0,12	0,12
terrains	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
équipements de production	257 872 764,68	239 270 677,35	219 738 485,65	199 229 684,36	177 695 443,01	155 084 489,59
équipements sociaux	211 469,13	137 353,30	63 237,48	0,48	0,48	0,48
investissements en cours	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total investissements	260 287 797,58	240 345 095,77	219 801 723,25	199 229 684,96	177 695 443,61	155 084 490,19
matières et fournitures	12 629 173,94	15 155 008,72	17 731 360,21	20 568 377,84	23 653 634,52	27 201 679,69
stocks à l'extérieure	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total stocks	12 629 173,94	15 155 008,72	17 731 360,21	20 568 377,84	23 653 634,52	27 201 679,69
créances techniques	713 463 387,63	731 007 379,78	954 251 926,09	1175817645,32	1 405 002 440,60	1 767 587 733,56
créances d'investissement	1 368 285 736,11	3 316 295 073,35	3 755 625 616,07	4 597 950 187,74	5 468 470 078,00	6 522 456 716,12
créances de stocks	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
créances assurances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
avances pour compte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
avances d'exploitation	290 052 512,14	348 063 014,57	407 233 727,04	472 391 123,37	543 249 791,88	624 737 260,66
créances sur assurés	1703 094,17	2043614 513,00	2391028980,21	2773593617,04	3 189 632 659,60	3 668 077 558,54
disponibilités	1343079034,62	145 955 705,95	378 047 709,66	386 249 179,06	536 023 803,41	546 618 829,64
compte débiteurs du passif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total créances	5417892764,67	6584935 686,65	7886187959,08	9406001752,54	11142378 773,49	13129478 098,52
total général	5690809736,19	6840435 791,15	8123721042,53	9625799815,34	11343727 851,61	13311764 268,41

b) Passif prévisionnelle

<i>passif</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
fonds propres						
fonds social	2 200 000 000,00	2 200 000 000,00	2 200 000 000,00	2 200 000 000,00	2 200 000 000,00	2 200 000 000,00
primes d'apports	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
réserves	31 288 845,73	62 005 660,12	99 178 318,55	141 143 416,67	192 685 297,97	235 644 422,86
écart de réévaluation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
provisions techniques	101 994 023,45	130 021 331,76	147 716 453,11	168 282 766,09	191 172 802,71	213 085 635,51
résultat en instance d'affectation	0,00	430 035 401,51	950 452 619,51	1 537 963 993,26	2 259 550 331,33	3 128 279 835,66
provisions pour pertes de change	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
total	2 333 282 869,18	2822062393,39	3397 347 391,17	4 047390176,02	4 843 408 432,00	5 777 009 894,03
dettes						
dettes techniques	1 466 291 712,66	1812712179,87	2 120873 250,44	2 460212970,52	2 829 244 916,09	3 253 631 653,51
dettes d'investissements	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
dettes de stocks	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
détention pour compte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
dettes en vers les associés et les sociétés apparentées	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
dettes d'exploitation	326 349 598,45	391 619 518,15	458 194 836,23	531 506 010,03	611 231 911,53	702 916 698,26
dettes en vers les assurés	950 549 268,03	1070588531,17	1 308003 602,19	1 555853032,96	1 818 800 442,95	2 176 632 692,68
dettes financières	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
comptes créditeurs	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
total	2 743 190 579,14	3274920229,18	3887 071 688,86	4547572 013,50	5 259 277 270,58	6 133 181 044,45
résultat net de l'exercice	614 336 287,87	743 453 168,57	839 301 962,50	1 030 837 625,82	1 241 042 149,03	1 401 573 329,93
total générale	5 690 809 736,19	6840435791,15	8123 721 042,53	9625799 815,34	11343727851,61	13311 764268,41

c)TCR prévisionnelle

Désignation des Comptes	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Primes émises	3 602 452 200,77	4 322 942 640,93	5 057 842 889,88	5 867 097 752,27	6 747 162 415,11	7 759 236 777,37
Primes cédées en réassurance	-933 521 954,10	-956 477 164,03	-1 248 578 607,12	-1 538 483 410,59	-1 838 357 295,71	-2 312 777 338,96
Commissions reçues de la réassurance	280 056 586,23	640 839 699,90	836 547 666,77	1 030 783 885,10	1 231 699 388,13	1 549 560 817,10
Transfert de Charges d'Assurance	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sinistres	-942 430 030,88	-1 545 399 784,68	-1 808 117 748,07	-2 097 416 587,77	-2 412 029 075,93	-2 773 833 437,32
Commissions & P.B.Versées	-348 063 014,57	417 675 617,48	-488 680 472,45	-566 869 348,05	-651 899 750,25	-749 684 712,79
Marge d'Assurance ou de Réassurance	1 658 493 787,45	2 044 229 774,64	2 349 013 729,01	2 695 112 290,96	3 076 575 681,34	3 472 502 105,41
Produits Divers	35 286 429,06	43 711 504,01	58 043 268,33	83 641 154,07	206 889 702,91	241 566 102,53
Transfert de Charges d'Exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Matières et Fournitures Consommées	-46 466 784,40	-55 760 141,28	-65 239 365,30	-75 677 663,75	-87 029 313,31	-100 083 710,31
Services	-243 644 110,20	-292 372 932,24	-342 076 330,72	-396 808 543,63	-456 329 825,18	-524 779 298,95
Frais de Personnel	-407 281 561,17	-484 212 522,72	-547 713 536,42	-633 571 334,02	-745 713 460,14	-870 450 984,38
Impôts et Taxes	-93 043 520,75	-111 585 249,71	-130 276 278,45	-151 094 192,75	-174 011 496,77	-200 303 852,77
Frais Financiers	-34 806 301,46	-41 767 561,75	-48 868 047,25	-56 686 934,80	-65 189 975,03	-74 968 471,28
Frais Divers	-8 043 785,53	-9 652 542,64	-11 293 474,88	-13 100 430,86	-15 065 495,49	-17 325 319,82
Dotations aux Amortissements et Provisions	-41 379 102,52	-101 319 436,89	-142 520 680,99	-77 364 177,45	-85 402 952,95	-57 392 130,52
Résultat d'Exploitation	819 115 050,49	991 270 891,43	1 119 069 283,33	1 374 450 167,76	1 654 722 865,38	1 868 764 439,91
Produits hors Exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges hors Exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat hors Exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat d'Exploitation	819 115 050,49	991 270 891,43	1 119 069 283,33	1 374 450 167,76	1 654 722 865,38	1 868 764 439,91
Résultat hors Exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat Brut de l'Exploitation	819 115 050,49	991 270 891,43	1 119 069 283,33	1 374 450 167,76	1 654 722 865,38	1 868 764 439,91
Dotation pour Provisions de Garantie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les Bénéfices	-204 778 762,62	-247 817 722,86	-279 767 320,83	343 612 541,94	-413 680 716,34	-467 191 109,98
Résultat de l'Exercice	614 336 287,87	743 453 168,57	-839 301 962,50	1 030 837 625,82	1 241 042 149,03	1 401 573 329,93

Annexe n°04

a) Bilan ajusté

Valeur actif	avant ajustement	ajust débit	ajust crédit	après ajustement	Valeur passif	avant ajustement	ajust débit	ajust crédit	après ajustement
Frais préliminaires	0,00			0,00	Fonds social	800 000 000			800 000 000
Valeurs incorporelles	3 470 062			3 470 062	Réserves légales	0,00			0,00
Terrains	0,00			0,00	Réserves facultatives	0,00			0,00
Equipements de production	258 953 427	82156878	1666608	339 043 697	Ecart de réévaluation		82156878		82 156 878
Equipements sociaux	285 585			285 585	provisions techniques	95 777 513			95 777 513
Investissements en cours	16 635 612			16 635 612	Liaisons inter –unités	0,00			0,00
total des investissements	279344686			359434 956	Résultat en instance d'affectation	0,00			0,00
Matières & fournitures	6 792 100			6 792 100	Total fonds propres	895 777 513			977 934 391
Produits & travaux en cours	0,00			0,00	Comptes créditeurs de l'actif	30 313			30 313
Produits finis	0,00			0,00		1 076 142			
Achats	0,00			0,00	Dettes techniques	099			1 076 142 099
Total stocks	6792100			6 792 100	Dettes d'investissements	182 037 188			182 037 188
Comptes débiteurs du passif	2 706			2 706	Dettes de stocks	1 354 817			1 354 817
Créances techniques	475 656 899			475 656 899	Détentions pour compte	183 878 340			183 878 340
	1 152 840			1 152 840	Dettes envers les associés	58 945 982			58 945 982
Créances d'investissements	868			868	Dettes d'exploitation	175 555 565			175 555 565
Créances de stocks	0,00			0,00	Dettes envers les assures	672 724 479	4 362 734		677 087 213
Créances sur associés	258465584			258465 584	Dettes financières	2 779 226			2 779 226
Avances pour comptes	5 669 401			5 669 401	Total dettes	2353448009			2 357 810 743
Avances d'exploitation	26 411 494			26 411 494					
Créances sur assurés et cédants	1010496855		45455685	96 504 170	Résultat net	312 888 475			261 003 430
Disponibilités	346 433 386			346 433 386					
Total créances	3257977194			3230521508					
Total actif	3562113979			3596748564	Total passif	3562113979	86519612		3 596 748 564

b) Notes relatives aux ajustements

- Opération d'ajustements

Désignation	Libellée opération	débit	crédit	Note
Equipement de production		82 156 878		1
Ecart de réévaluation	Ecart de réévaluation		82 156 878	
Equipement de production			400 000	1-1
Services	Ajustement charge	400 000		
Equipement de production			1 666 608	
Charges exceptionnelles	Ecart d'inventaire	1 666 608		1-2
Charges des exercices extérieurs		45 455 685		
Provisions pour deprestation de créances sur assures	Provision pour créances douteuses 25%, 75%, 100%		45 455 685	2
Primes cédées en réassurance		4 362 734		
Cessionnaires (crédeurs)	Primes cédées en réassurance nom comptabilisées		4 362 734	3

- Commentaires sur les opérations d'ajustement

Note	valeur d'ajustement +/-	commentaire
1	investissements	
	82 156 878	Ecart de réévaluation ressorti sur les biens immobiliers 1. Terrain: 43 470 000 2. Immeuble: 38 686 877,78
	-1 666 607,54	Ecart d'inventaire 1. Matériel détérioré et réformé: 408 475 ,76 2. Matériel manquant : 207 653,35 3. Premier véhicule acquis: 1 666 607,54
	-400 000	Charges comptabilisées comme investissements au lieu de charges d'exploitation générale
	Créances sur assurés	
2	-45 455 685,2	Provision constituée sur les impayés de créances sur assurés suivant les taux: 100% sur les créances datant de 2006, 75% sur les créances datant de 2007 et sur 25% les créances datant de 2008.
	Primes cédées en réassurance	
3	-4 362 734 ,04	L'ajustement est relatif aux primes cédées à la réassurance non constatées sur l'exercice 2009

Annexe N°5 : la méthode comparable

La source pour cette méthode est capital IQ

Publicly Traded Companies (Currency: USD)									
View Top 10 Africa / Middle East All Companies 1 Market Cap									
company	Stock Price	% of 52 Wk. High	Market Cap (\$mm)	TEV (\$mm)	LTM Total Rev (\$mm)	LTM EBITDA (\$mm)	TEV/LT M Total Rev	TEV/LTM EBITDA	P/E (LTM)
Migdal Insurance and Financial Holdings Ltd. (TASE:MGDL)	\$1.59	88,9	1,664.3	1,400.5	1,659.2	45,4	0,8x	30.9x	73.7x
Santam Ltd. (JSE:SNT)	\$12.01	93,6	1,353.5	1,234.3	1,769.6	152,2	0,7x	8.1x	11.9x
Oman Insurance Company (P.S.C.)	\$2.99	100	1,143.1	1,192.0	303.7	11,6	3,9x	102.4x	209.8x
Clal Insurance Enterprises Holdings Ltd. (TASE:CLIS)	\$21.16	90,8	1,119.4	1,736.9	1,851.8	13,6	0,9x	127.3x	NM
Harel Insurance Investments and Finances Ltd (TASE:HARL)	\$48.13	95,5	989.9	598.6	1,744.7	26,4	0,3x	22.7x	NM
Wafa Assurance SA (CBSE:WAA)	\$257.56	76,6	901.5		540.3	97,8	NA	NA	11.5x
Atlanta Assurance (CBSE:ATL)	\$12.69	70	763.8	764.7	271.3	52,9	2,8X	14.5x	NA
Mutual & Federal Insurance Co. Ltd. (JSE:MAF)	\$2.42	97	678.2	477.6	996.3	16,7	0,5X	28.6x	NM
Abu Dhabi National Insurance Company PSC (ADX:ADNIC)	\$1.69	64,2	633.0	393.1	78.2	-30,9	5,0X	NM	NM
The Phoenix Holdings Ltd. (TASE:PHOE1)	\$2.52	83	574.6		1,140.9		NA	NA	NM
Industry Overall - Multi-line Insurance	NM	NA	380,505.5	613,373.1	951,559.1	(4,085.5)	0,7x	NM	NM

Annexe n°6

a) L'actif de 2010 à 2013

DESIGNATION DES COMPTES	2010	2011	2012	2013
ACTIF NON COURANT				
<i>Ecart d'acquisition -Goodwill positif ou négatif</i>				0,00
- Immobilisations incorporelles	33 468 208	26 777 149	21 094 764,22	16 875 707,76
Immobilisations corporelles		0		0,00
- Terrains	0	78 943 100	78 943 100,00	78 943 100,00
- Batiments	354 043 845	482 487 179	647 883 198,60	634 185 806,14
- Autres immobilisations corporelles	190 883 529	238 058 918	226 742 639,01	216 322 440,48
- Immobilisations en cours	123 837 698	196 353 229	69 557 942,25	104 025 826,52
Immobilisations financières	1 293 468 340	0		
- Titres mis en équivalence	0	0	0,00	
- Autres participations et créances rattachées	78 560 584	52 941 788	52 941 788,48	104 624 188,48
- Autres titres immobilisés	1 063 307 487	1 476 307 488	1 053 000 000,00	1 248 000 000,00
- Prêts et autres actifs financiers non courants	151 600 269	112 845 456	11 598 604,71	11 588 658,55
- Impôts différés actif		137 965 831	0,00	0,00
- Autres charges et produits différés		0	67 626 714,64	33 813 357,31
- Fonds ou valeur déposés chez les cédants		0	0,00	0,00
TOTAL ACTIF NON COURANT	1995701 620	2 802 680 138	2229388751,91	2448379085,24
ACTIF COURANT				
Provisions techniques d'assurances				
- Part de la coassurance cédée				0,00
- Part de la réassurance cédée			464 926 388,82	529 934 468,35
Créances et emploi assimilés	2 177 783 846	2 829 097 042		0,00
- Cessionnaires & cédants débiteurs	2 772 808 921	2 344 521 119	21 884 910,85	50 678 010,49
- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes			1 947 541 273,67	2 143 350 801,90
- Autres débiteurs	109 811 614	444 281 865	210 192 483,72	219 856 250,22
- Impôts et assimilés	4 885 100	40 294 058	24 875 282,91	69 824 217,42
- Autres créances et emplois assimilés				0,00
Disponibilités et assimilés	1 681 182 160	998 659 690		
- Placements et autres actifs financiers courants	107 901 728	523 235 061	1 373 972 237,64	1 279 092 237,28
- Trésorerie	1 573 280 432	475 424 629	281 926 571,31	366 129 309,91
TOTAL ACTIF COURANT	3858966006	3 827 756 732	4325319148,91	4658865295,57
TOTAL GENERAL ACTIF	5854667626	6630436870	6554707900,82	7107244380,81

c) TCR de 2010 à 2013

SCF	RUBRIQUES	NETTES 2010	NETTES 2011	NETTES 2012	NETTES 2013
70	PRIMES EMISES SUR OPERATIONS DIRECTES	2 676 145 625,97	3 200 376 578,45	3 178 389 085,75	3 554 355 589,76
70	PRIMES ACCEPTEES EN REASS :	753 180,97	0	0,00	0,00
71	PRIMES EMISES REPORTEES	-261 545 183,89	61 585 641,50	-346 419 128,82	-59 451 007,89
71	PRIMES ACCEPTEES REPORTEES	0,00	0	0,00	
	I - PRIMES ACQUISES A L'EXERCICE	2 415 353 623,05	3 261 962 219,95	2 831 969 956,93	3 494 904 581,87
60	PRESTATIONS (SINISTRES) S/OPERATIONS DIRECTES	-1 401 291 827,47	-2 424 364 145,02	-1089 113 566,58	-1 690 197 250,51
60	PRESTATIONS (SINISTRES) S/ACCEPTATIONS	0,00	0,00		0,00
	II - PRESTATIONS (SINISTRES) DE L'EXERCICE	-2424 364 145,02	-1401 291 827,47	-1089113 566,58	-1690 197250,51
72	COMMISSIONS RECUES EN REASSURANCE	184 753 371,53	181 115 803,98	138 983 272,03	0,00
72	COMMISSIONS VERSEES EN REASSURANCE	-150 636,20	0,00	0,00	0,00
	III - COMMISSIONS DE REASSURANCE	184 602 735,33	181 115 803,98	138 983 272,03	0,00
	IV - MARGE D'ASSURANCE NETTE	1 198 664 530,91	1 018 713 878,91	1 881 839 662,38	1 963 765 966,07
61 + 62	SERVICES EXTERIEURS & AUTRES CONSOMMATIONS	-408 976 552,52	-413 782 161,40	-765 861 062,24	-728 385 185,73
63	CHARGES DE PERSONNEL	-370 077 967,24	-471 827 740,24	-558 286 087,64	-571 747 502,80
64	IMPOTS, TAXES & VERSEMENTS ASSIMILES	-81 296 558,04	-92 479 567,63	-79 978 742,69	-87 987 081,45
75	AUTRES PRODUITS OPERATIONNELS	15 053 257,65	8 335 314,59	207 597,88	12 613 403,34
65	AUTRES CHARGES OPERATIONNELLES	-12 612 575,45	-25 917 834,61	-12 505 124,06	-169 594 081,30
78	REPRISE SUR PERTES DE VALEUR &	11 704 107,05	19 954 112,18	513 376 548,75	591 357 923,36

	<i>PROVISIONS</i>				
68	DOTATIONS AUX AMORTISSEMENTS, PROVISIONS & PERTES DE VALEUR	-101 386 598,99	-560 995 781,10	-605 358 699,51	-551 112 776,78
	<i>S/TOTAUX</i>	-947 592 887,54	-1 536 713 658,21	-1508 405 569,51	458 910 664,71
	V - RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL	-947 592 887,54	-1536 713 658,21	373 434 092,87	458 910 664,71
76	PRODUITS FINANCIERS	33 475 135,88	20 859 105,76	50 185 815,49	0,00
66	CHARGES FINANCIERES	-20 918 330,88	-5 692 951,59	-18 407 709,13	0,00
	VI - RESULTAT FINANCIER	12 556 805,00	15 166 154,17	31 778 106,36	0,00
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS	-935 036 082,54	-1 521 547 504,04	405 212 199,23	500 514 627,73
695	IMPOTS EXIGIBLES SUR RESULTAT ORDINAIRE	-65 618 538,77	0,00	-34 750 727,00	
692/693	IMPOTS DIFFERES (VARIATIONS) SUR RESULTAT ORDINAIRES		138 060 633,17	137 586 901,72	
	TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES	2 737 131 307,52	4 090 730 080,33	3 881 142 319,90	5 286 503 438,64
	TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES	2 341 421 799,28	-4273 958 018,10	-3648 267 749,40	-4919 363 624,90
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	198 009 909,60	-364 772 991,95	232 874 570,50	367 139 813,74
77	ELEMENTS EXTRAORDINAIRES	0,00	210 264,85	237 078,64	231 284,40
67	ELEMENTS EXTRAORDINAIRES (CHARGES) A PRECISER	0,00	52 281,58	176 712,47	-45 297,32
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRES	0,00	157 983,27	60 366,17	185 987,08
	X - RESULTAT NET	198 009 909,60	-364 615 008,67	232 934 936,67	367 325 800,82

b) le passif de 2010 à 2013

DESIGNATION DES COMPTES	2010	2011	2012	2013
<u>CAPITAUX PROPRES</u>				
- Capital émis	2 205 714 180	2 205 714 180	2 205 714 180,00	2 205 714 180,00
- Capital non appelé	0	0	0,00	0,00
- Primes et réserves (Réserves consolidées 1)	65 788 180	92 134 837	92 134 837,14	92 134 837,14
- Ecart de réévaluation	0	0	0,00	0,00
- Ecart d'équivalence 1	0	0	0,00	0,00
- Résultat net (Résultat net part du groupe 1)	198 009 910	-364 615 009	232 934 936,67	367 325 800,82
- Autres capitaux propres -Report à nouveau	-16 308 824	35 215 859	-329 399 149,66	-96 464 212,99
Part de la société consolidante 1				
Part des minoritaires 1				
TOTAL I	2 453 203 446	1 968 449 867	2 201 384 804,15	2568710604,97
<u>PASSIF NON COURANT</u>				
- Emprunts et dettes financières	150 894 380	115 073 442	86 656 355,79	58 239 270,03
- Impôts (différés et provisionnés)	0	378 929	0,00	0,00
- Autres dettes non courants	141 328 658	206 347 669	0,00	0,00
- Provisions réglementées	0	0	185 255 601,43	194 726 029,49
- Provisions et produits comptabilisés d'avance	469 082 089	676 168 628	2 042 612,00	0,00
- Fonds ou valeurs recus des reassureurs	0	0	564 892 876,40	475 892 942,21
TOTAL II PASSIF COURANT	761 305 127	997 968 668	838 847 445,62	728 858 241,73
<u>PASSIF COURANT</u>				
Provisions techniques d'assurances				
- Opérations directes	0	0	2 532 719 976,66	2 497 019 768,55
- Acceptations	0	0	0,00	0,00
Dettes et ressources rattachées	1 993 233 307	2 991 924 614		
- Cessionnaires, cédants et comptes rattachés			113 158 136,47	115 687 251,89
- Assurés et intermédiaires d'assurance			203 964 322,23	374 512 264,59
Impôts	325 866 709	317 911 003	430 375 485,04	611 941 030,24
Autres dettes	321 059 037	357 495 344	243 920 269,40	227 548 550,67
Trésorerie passif	0	-3 312 626	-9 662 738,73	-17 033 331,84
TOTAL III PASSIF COURANT	2 640 159 053	3 664 018 335	3 514 475 451,06	3809675534,10
TOTAL GENERAL PASSIF	5 854 667 626	6 630 436 870	6 554 707 700,82	7107244380,81