

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

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

Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE

Thème :

**L'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse
Etude comparative : Algérie, Tunisie et Maroc**

Elaborée par :

MelleBELHARET Amel

Encadré par :

Pr. Nacer AZOUANI

Année universitaire 2019-2020

REMERCIEMENTS

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

Je tiens à remercier mon encadreur Mr. AZOUANI Nacer pour ses efforts fournis afin de m'aider, m'orienter et me conseiller et aussi pour son entière disponibilité. Qu'il puisse trouver ici le témoignage de ma reconnaissance.

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

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

DÉDICACES

Je dédie ce présent travail à mes chers parents « DALILA et YAHIA » qui ont su me soutenir durant tout mon parcours scolaire et universitaire et qui ont toujours été présent à chaque moment dans ma vie.

Maman, papa je ne vous remercierai jamais assez !

A mon frère SAID et mes deux meilleures amies que je considère comme des sœurs DALILA et SOUMIA pour leur soutien moral tout au long de ce travail.

SOMMAIRE

Remerciement

Introduction générale

Chapitre 01 : L'introduction des sociétés en bourse.....	01
Introduction chapitre 01.....	02
Section 01 : Généralités sur le marché financier et l'introduction en bourse.....	03
Section 02 : Les marchés financiers du Maghreb et l'introduction à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis.....	20
Conclusion chapitre 01.....	53
Chapitre 02 : L'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse.....	54
Introduction chapitre 02.....	55
Section 01 : Généralités sur l'évaluation d'entreprise.....	56
Section 02 : Les méthodes d'évaluation d'entreprise	63
Conclusion chapitre 02.....	88
Chapitre 03 : Etude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis.....	89
Introduction chapitre 03.....	90
Section 01 : Présentation générale des sociétés retenues.....	91
Section 02 : Détermination des valeurs des sociétés retenues.....	96
Conclusion chapitre 03.....	135

Conclusion générale

Bibliographie

Annexe

RÉSUMÉ

Notre travail intitulé « évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse, étude comparative : Algérie, Tunisie et Maroc » a pour objet de répondre à la problématique suivante : **Comment peut-on évaluer une entreprise lors de son introduction en bourse ?**

Ainsi notre recherche s'est focalisée d'un côté sur la présentation des marchés financiers de l'Algérie, Tunisie et le Maroc et les procédures d'introduction à ces marchés. D'un autre coté la présentation des différentes méthodes d'évaluation utilisées lors de l'introduction à ces marchés afin de proposer le meilleur prix par action aux futurs actionnaires.

Pour répondre à cette problématique nous estimons utile de prendre un échantillon de six entreprises composé de deux entreprises algériennes (BIOPHARM et NCA Rouïba), deux entreprises Tunisiennes (Cellcom et ASSAD) et deux entreprises marocaines (Mutandis et Total Maroc) en utilisant les différentes méthodes d'évaluation :

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

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

Mots clés : Marché financier, introduction en bourse, évaluation d'entreprise.

يهدف "تقييم ا" اثناء دخولها الى البورصة بمقارنة كل من الجزائر وتونس والمغرب" الاجابة على الاشكالية التالية: كيف يمكن تقييم المؤسسة اثناء دخولها الى البورصة؟
تقديم السوق المالية وخصائصه وعرض إجراءات وطرق التقييم المستخدمة أثناء الدخول الى البورصة من أجل تقديم أفضل سعر لسهم الشركة
تقوم على تقييم عينة مكونة (شركتين من كل بلد) تقييم التالية:
❖ طرق تقييم مرتكزة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول)
❖ طرق تقييم مرتكزة على عائد التدفقات-
❖ طرق تقييم مرتكزة على فائض القيمة
أن جميع طرق التقييم لا تتقارب مع نفس السعر واختيار طريقة التقييم يعتمد على خصائص كل

كلمات مفتاحية: السوق المالية، البورصة، تقييم المؤسس

LISTE DES TABLEAUX

	Désignation	Page
1	Les droits d'un détenteur d'action	7
2	les frais d'une introduction en bourse	46
3	les conditions préalables à l'introduction en bourse au Maroc	47
4	les conditions additionnelles à l'introduction en bourse au Maroc	48
5	les principales données à recueillir pour l'évaluation d'une entreprise	59
6	Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation	61
7	Correction des immobilisations incorporelles	66
8	Correction des immobilisations corporelles	67
9	Correction de l'actif circulant	69
10	Trois cas de calcul de l'EVA	86
11	présentation de l'introduction des entreprises algériennes	94
12	présentation de l'introduction des entreprises marocaines	95
13	présentation de l'introduction des entreprises tunisiennes	96
14	présentation des méthodes d'évaluation utilisées par chaque entreprise	98
15	Bilan simplifié de NCA Rouïba de l'année 2012	99
16	réévaluation de l'actif de NCA Rouïba (bâtiments et terrains)	100
17	Calcul du cout des fonds propres Ke de NCA Rouïba	100
18	calcul du surprofit (en milliers de DA) de NCA Rouïba	100
19	calcul des surprofits actualisés (en milliers de DA) de NCA Rouïba	101
20	la valeur de l'action de NCA Rouïba selon l'approche patrimoniale	102
21	calcul des dividendes (en milliers de DA) de NCA Rouïba	103
22	calculer les cash-flows : (en milliers de DA) de NCA Rouïba	104
23	calcul des CF actualisés (en milliers de DA) de NCA Rouïba	105
24	présentation des multiples boursiers d'entreprise comparables à NCA Rouïba	106
25	Synthèse de l'approche analogique de NCA Rouïba	106
26	calculer l'actif économique (en milliers de DA) de NCA Rouïba	107
27	calculer l'EVA (en milliers de DA) de NCA Rouïba	108
28	calculer MVA (en milliers de DA) de NCA Rouïba	107
29	synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de NCA Rouïba	108
30	synthèse des méthodes utilisées par NCA Rouïba	118
31	Bilan simplifié de BIOPHARM de l'année 2014 (en million de DA)	109
32	calculer les cash-flows (en millions de DA) de BIOPHARM	110
33	Actualisation des cash-flows (en million de DA) de BIOPHARM	110
34	présentation d'un échantillon d'entreprise comparable à BIOPHARM	111
35	synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de BIOPHARM	111
36	synthèse des méthodes utilisées par BIOPHARM	112
37	Bilan de Mutandis de l'année 2017 (en milliers de Dirhem)	113
38	calcul des CFs (en milliers de D) de Mutandis	114
39	calcul des cash-flows actualisés (en milliers de dirhem) de Mutandis	115
40	calcul de l'endettement financier (en million de dirhem) de Mutandis	115
41	présentation de l'échantillon d'entreprises comparables à Mutandis	116
42	valorisation selon le multiple Ve/EBE (en million de D) de Mutandis	116
43	synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de Mutandis	116
44	synthèse des méthodes utilisées par Mutandis	117

45	Bilan simplifié de Total Maroc de l'année 2014 en (MMD)	118
46	calculer les cash-flows : (en MMD) de Total Maroc	119
47	calcul des CFs actualisés (en MMD) de Total Maroc	120
48	présentation des dettes nettes (en MMD) de Total Maroc	120
49	présentation de l'échantillon d'entreprises comparables à Total Maroc	121
50	synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de Total Maroc	122
51	synthèse des méthodes utilisées par Total Maroc	123
52	Bilan simplifié de l'entreprise ASSAD de l'année 2003	124
53	réévaluation de l'actif de l'ASSAD (en milliers de dinars)	124
54	calculer le cout des fonds propres de l'ASSAD	125
55	calcul du surprofit (en milliers de D) de l'ASSAD	125
56	calcul des surprofits actualisés (en milliers de D) de l'ASSAD	126
57	la valeur de l'action de l'entreprise ASSAD selon l'approche patrimoniale	126
58	calcul des CF (en milliers de dinars) de l'ASSAD	127
59	calcul des CF actualisés (en milliers de dinars) de l'ASSAD	127
60	calculer la valeur de rentabilité (en milliers de dinars) de l'ASSAD	128
61	synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de l'ASSAD	128
62	synthèse des méthodes utilisées par l'accumulateur ASSAD	129
63	bilan simplifié de Cellcom de l'année 2013	130
64	Calcul des CFs de Cellcom	130
65	calcul des couts des fonds propres Ke de Cellcom	131
66	calcul des CFs actualisés de Cellcom	131
67	présentation des ajustements pré-money de Cellcom	132
68	présentation d'un échantillon d'entreprises comparables à Cellcom	132
69	calculer la valeur de l'action de Cellcom selon les différents multiples	133
70	calculer l'EVA de Cellcom	133
71	calculer MVA (en milliers de DA) de Cellcom	134
72	synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de Cellcom	134
73	synthèse des méthodes utilisées par l'entreprise Cellcom	134

LISTE DES FIGURES

	Désignation	Page
1	Les compartiments de la bourse d'Alger	31
2	Calcul de l'ANC	64

LISTE DES ABRÉVIATIONS

Abréviation	Désignation
ANC	Actif Net Comptable
ANR	Actif Net Réévaluée
BFR	le Besoin en Fonds de Roulement
BVMT	La bourse des valeurs mobilières de Tunis
CA	Chiffre d'Affaire
CDVM	Le conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
CFs	Cash-Flow
CMPC	Coût Moyen Pondéré de Capital
CNF	Le Conseil du Marché Financier
COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
Cp	Capitaux Propres
CPNE	les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividend Discount Model DDM
DIV	Dividende
E	Valeur des fonds propres
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EVA	Valeur Ajoutée économique
FCP	les Fonds Communs de Placement
FSIE	Le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi
GW	Goodwill
IOB	Les Intermédiaires en Opération de Bourse
MEDAF	Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers
MVA	Valeur économique de marché
OPA	Les offres publiques d'achat
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeur Mobilières
OPE	Les offres publiques d'échange
OPF	Offre à Prix Ferme
OPM	Offre à Prix Minimum
OPO	Offre à Prix Ouvert
OPR	Les offres publiques de retrait
OPV	Les Offres Publiques de Vente
PER	Price Earnings Ratio
PME	La Petite et Moyenne Entreprise
RCAI	Résultat Courant Avant Impôt
SB	Sociétés de Bourse
SGBV	La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs
SICAV	Sociétés d'Investissement à Capital Variable
VE	Valeur de l'entreprise
VS	la Valeur Substantielle Brute
VSR	la Valeur Substantielle Réduite
VT	Valeur Terminale

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Introduction générale

Introduction générale

Sur un marché où la concurrence est accrue, les entreprises cherchent à conquérir de nouvelles parts de marché mais se heurtent à l'insuffisance de fonds propres pour leurs développements. Les ressources internes ne suffisent pas pour financer les besoins de croissance de l'entreprise. Celle-ci opte pour le financement externe.

Généralement les entreprises algériennes s'orientent vers un financement par crédit bancaire. Pour se détacher d'une économie d'endettement, l'Algérie passe à l'économie de marché et voit naître en 1993 la bourse d'Alger selon le décret législatif no93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété par la loi 03-04 de 17 février 2003, qui l'a définie comme étant le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public, ainsi que les sociétés par actions.

L'introduction en bourse est une décision stratégique cruciale dans la vie d'une entreprise. A cette heure, la bourse d'Alger compte six entreprises cotées : deux entreprises publiques (Saidal et EGH El Aurassi), trois entreprises privées (Alliance Assurance, Biopharm et NCA Rouiba) et la dernière introduite en décembre 2018 est un PME (AOM invest)¹

La bourse d'Alger comparée au pays voisins la Tunisie et le Maroc a des difficultés à recueillir un nombre important d'entreprises. Néanmoins, le succès qu'ont connu les introductions des six entreprises déjà citées mérite notre intérêt. Les trois pays exigent des conditions spécifiques et un processus complexe pour l'introduction en bourse. Cette dernière nécessite une évaluation selon différentes méthodes. L'évaluation sert à déterminer une fourchette de prix comme base de négociation pour la transaction, d'où l'importance du métier d'évaluation qui préoccupe les investisseurs et les décideurs.

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

Dans ce contexte, nous essayerons à travers notre travail d'apporter une réponse à la problématique suivante : **Comment peut-on évaluer une entreprise lors de son introduction en bourse ?**

¹S. Mehami, N. Saidi, « l'impact de l'introduction en bourse sur les entreprises algériennes : cas de NCA-Rouiba », mémoire de master en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016, P 64

Introduction générale

De cette question principale, découlent les questions subsidiaires suivantes :

Question 1 : Quel est l'impact de l'introduction en bourse sur une entreprise ?

Question 2 : Les procédures d'introduction en bourse d'Alger, de Tunis et de Casablanca sont-elles similaires?

Question 3 : L'introduction des entreprises en bourse du Maghreb (Algérie, Tunisie et Maroc) se fait-elle par les mêmes méthodes d'évaluation ?

Pour répondre à ces questions, nous avons estimé nécessaire d'émettre les hypothèses suivantes qui guideront notre travail de recherche:

Hypothèse 1: L'introduction en bourse a un impact positif sur l'entreprise cotée. Néanmoins l'introduction en bourse présente plusieurs inconvénients.

Hypothèse 2 : Chaque pays a ses propres conditions d'introduction en bourse.

Hypothèse 3 : La méthode d'évaluation retenue diffère d'une entreprise à l'autre, le choix de la méthode d'évaluation est spécifique aux caractères de chaque entreprise.

Objectif du travail

L'objectif de ce présent mémoire est de présenter l'ensemble des techniques et des méthodes d'évaluation et les appliquer à un échantillon de plusieurs grandes entreprises du Maghreb. Etant déjà introduites en bourse, l'échantillon d'entreprises composé de deux entreprises algériennes (NCA Rouiba et BIOPHARM), deux entreprises marocaines (Total Maroc et Mutandis) et deux entreprises tunisiennes (ASSAD et Cellcom) feront l'objet d'une évaluation personnelle en essayant de procéder à la valorisation de ces sociétés afin de proposer le meilleur prix par action à leurs futurs actionnaires.

Choix et intérêt du sujet

Nous avons choisi ce thème de l'évaluation d'entreprise car cette dernière est une opération d'une grande sensibilité, elle mobilise diverses compétences (comptables, financières, managériales, économiques et techniques). On s'est ainsi focalisé sur l'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse en raison de la faible représentation des entreprises algériennes sur le marché boursier et pour comparer les procédures d'introductions aux bourses des trois pays, Algérie, Tunisie et Maroc.

Les études antérieures portaient sur l'introduction en bourse et l'évaluation d'entreprise, notre travail présente une nouveauté qui est l'étude comparative des méthodes d'évaluation des entreprises introduites à la bourse de Tunis, Algérie et Maroc.

Introduction générale

Méthodologie de travail :

Pour la réalisation de notre travail, il est nécessaire de procéder à la consultation de la revue de littérature et de réunir tous les éléments qui permettent une bonne compréhension du sujet de recherche. Nous allons également effectuer une étude comparative dans le cadre des introductions aux bourses d'Alger, de Tunis et de Casablanca, en se basant sur les notices d'informations des entreprises introduites puis interpréter les résultats obtenus qui constitue la dernière étape de notre travail.

Structure du travail :

Notre travail s'articule autour de trois chapitres :

Dans le premier chapitre intitulé l'introduction des sociétés en bourse, nous présentons les fondements du marché financier et l'introduction en bourse et présentons ensuite les bourses des trois pays Algérie, Maroc et Tunisie et les procédures d'introduction à ses bourses. Le deuxième chapitre traite les différentes méthodes d'évaluation d'entreprise. En fin, nous illustrons dans le troisième chapitre les méthodes d'évaluation utilisées, ainsi que les méthodes préconisées par nous-même à travers une étude comparative des entreprises cotées aux bourses des trois pays.

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

Chapitre 01 : L'introduction des sociétés en bourse

Introduction

Les entreprises disposent de divers modes de financement au cours de leurs vies. Leurs besoins peuvent être financés soit par des capitaux d'origine interne (l'autofinancement) et/ou des capitaux d'origine externe (ressources externes). Le marché financier comme mode de financement externe est le lieu de rencontre directe entre acteurs à capacité de financement et acteurs à besoin de financement. Comme compartiments du marché des capitaux, le marché financier devient un mode de passage de l'économie d'endettement à l'économie de marché que tous les pays cherchent à développer.²

La première émission de titres sur le marché financier est une introduction en bourse. Cette dernière représente une étape très importante dans la vie d'une entreprise. Celle-ci passe par une procédure complexe et coûteuse pour arriver à émettre ses titres en bourse. Néanmoins, l'entreprise introduite bénéficie de plusieurs avantages.

Les pays du Maghreb (l'Algérie, Tunisie et le Maroc) se sont lancés dans un plan de passage vers une économie de marché par la création des marchés boursiers.³ En 1929 la bourse de Casablanca a vu le jour, suivie de la bourse de Tunis en 1969, puis de la bourse d'Alger en 1990. Les trois marchés financiers sont passés par plusieurs réformes structurelles et techniques.

La première section de ce chapitre est consacrée à présenter le marché financier, son rôle, ses différents compartiments et intervenants, ainsi qu'à présenter l'introduction en bourse et les différentes phases préparatoires et procédures d'introduction en bourse. La deuxième section porte sur la présentation des marchés financiers du Maghreb et comment s'introduire à la bourse d'Alger, de Casablanca et de Tunis.

²N.Bakli, A.Rabhi, « Introduction en bourse et son impact sur la performance de l'entreprise : cas Alliance Assurance », mémoire de master en science économique, université ABDERRAHMANE MIRA-BEJAIA, 2015, P 05

³M. Benchabane, « Etude comparative des marchés financiers maghrébins : cas ; Maroc, Algérie, Tunisie », mémoire de magister en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2012, P06.

Section 01 : Généralités sur le marché financier et l'introduction en bourse

I. Généralités sur le marché financier

I.1 Définition

Pour donner une définition à ce marché référons-nous aux définitions de quelques économistes :

Selon A. Choinel, G. Rouyer, « Le marché financier est un marché de capitaux de longue durée qui représente l'ensemble des offres et des demandes de capitaux pour des souscriptions au capital social des entreprises et des placements à long terme »⁴

J.-P. Valette définit les marchés financiers comme étant : « Les marchés financiers sont les lieux ou les modes de rencontre de l'offre et de la demande des capitaux »⁵

D'après Pierre Cyrille Hautcoeur: « En théorie, les marchés financiers incluent l'ensemble des moyens par lesquels les instruments financiers sont échangés librement, que ce soit entre un prêteur (marché primaire) ou entre détenteur de ces titres (marché secondaire)⁶.

Enfin d'après Priolon Joël : « les marchés financiers sont des marchés sur lesquels sont négociés des instruments financiers »⁷.

Nous déduisons ainsi que le marché financier est un marché de capitaux à long terme. Il représente le lieu d'émission et d'échange des valeurs mobilières entre les agents économiques à besoin de financement et les agents économiques à capacité de financement.

I.2 Les typologies du marché financier

I.2.1 Le marché primaire et le marché secondaire

Le marché primaire est le marché du neuf. C'est le lieu où les agents économiques à capacité de financement acquièrent des actions ou des obligations émises par des agents économiques à besoin de financement. Ces derniers contribuent à ce marché par l'émission d'emprunts obligataires ou en effectuant des opérations de constitution de capital social ou d'augmentations de capital en numéraire des sociétés.

Le marché secondaire est la bourse aussi appelé le marché d'occasion. Celui-ci est le lieu physique ou non d'échange des valeurs mobilières déjà émises et souscrites sur le marché primaire.⁸

⁴ A. Choinel, G. Rouyer, « MARCHE FINANCIER, STRUCTURES ET ACTEURS », 6ème édition, Collection banque, Paris, 1988, P35.

⁵ J.-P. Valette, « DROIT DE LA REGULATION DES MARCHES FINANCIERS », Gualino éditeur, 2005, P 63

⁶ P.-C. Hautcoeur, « MARCHES FINANCIERS ET DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE : UNE APPROCHE HISTORIQUE REGARDS CROISES SUR L'ECONOMIE », 2008/1, N°3, P159-172

⁷ J. Priolon, « LES MARCHES FINANCIERS », Agro Paris Tech, Décembre 2012, P04

⁸ E. Zamble-BI, « COMPRENDRE ET PRATIQUER LA BOURSE », Harmattan, Paris, 2017, P15

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

La relation entre ses deux marchés est complémentaire. La garantie de pouvoir revendre un titre en cas de besoin de liquidités sur le marché secondaire est la raison pour laquelle un agent économique achète ce titre neuf sur le marché primaire.⁹

I.2.2 Le marché gris

Le marché gris est un marché temporaire qui apparaît avec le marché primaire et se termine à l'ouverture du marché secondaire. Il se définit comme marché secondaire permettant aux professionnels d'échanger entre eux des titres en cours d'émission en disposant d'une cotation informelle avant les cotations officielles.¹⁰

I.2.3 Le marché réglementé et le marché de gré à gré

Le marché réglementé est régi par des lois édictées par une autorité à habilité. Cette réglementation protège les souscripteurs et les investisseurs et fait en sorte d'aligner les intérêts de l'intermédiaire financier et son client. A l'inverse, un règlement général est inexistant dans les opérations effectuées sur le marché de gré à gré dit marché libre. Les deux parties de l'opération sont liées par un contrat et les négociations sont réalisées par téléphone ou par ordinateur.¹¹

I.2.4 Les marchés régis par les ordres et les marchés régis par les prix

Dans le marché régi par les ordres, la confrontation directe des ordres d'achat et des ordres de ventes détermine le cours selon les trois règles d'unités : de temps, de lieu et d'action. Les ordres sont transmis à l'aide d'un courtier. Ce dernier n'a pas d'influence sur le cours et se rémunère par un courtage. Dans le marché régi par les prix, chaque teneur de marché propose deux prix, un prix auquel il est prêt à vendre (Ask) et un prix inférieur au premier pour lequel il est prêt à acheter (Bid) donc il y a un prix de détail et un prix de gros ce qui rend le cours différent. Sur ce marché il y a autant de prix que d'intervenants et l'intermédiaire est une contrepartie c'est un market maker.¹²

⁹Y. Badjou, Y. Boumezirene, « Introduction des petites et moyennes entreprises en bourse : cas des PME algériennes », mémoire master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016, P46

¹⁰L. Akniouene, K. Ben bouabdellah, « la procédure d'introduction en bourse : cas du groupe BIOPHARM », Mémoire de master en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016, P22

¹¹D. Ould Lamara, L. Rekhou, « l'introduction des sociétés en bourse : cas SAIDAL », mémoire master en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015, P17-18

¹²M. Fleuriet, Y. Simon, « BOURSE ET MARCHES FINANCIERS », 2ème édition, ECONOMICA, Paris, 2003, P 27.

I.2.5 Le marché continu et le marché au fixing

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

Sur le marché continu, les ordres sont transmis à tout moment et s'exécutes à chaque fois qu'ils trouvent une contrepartie donc pour chaque transaction est associé un nouveau cours. Les transactions effectuées sont bilatérales.¹³

I.2.6 Le marché au comptant et le marché à terme

Sur le marché au comptant, Après la négociation entre l'acheteur et le vendeur l'exécution de l'opération s'effectue immédiatement. Tandis qu'il y'a un temps différé entre la conclusion et l'exclusion de l'opération sur le marché à terme dans le but de spéculer en espérant que le cours à l'échéance sera avantageux que le cours au comptant. Le premier marché est un marché de produits dérivés et second est un marché de financement.¹⁴

I.3 Les acteurs intervenants sur le marché financier

I.3.1 Les émetteurs

Ce sont tout agent économique a besoin de financement qui fait appel aux épargnants pour obtenir des fonds à travers l'émission de titres. Ils doivent en contrepartie suivre les règles régis par l'autorité du marché.¹⁵

I.3.2 Les investisseurs

Toute personne physique ou morale souhaitant acheter ou vendre des instruments financiers est un investisseur. Ce dernier peut être un particulier, entreprise ou investisseur institutionnel.

I.3.3 Les intermédiaires

C'est des établissements de crédits et entreprises d'investissements (sociétés de bourses, sociétés de gestion de portefeuille) qui jouent le rôle de prestataire de service d'investissement pour le compte des investisseurs et les émetteurs qui ont recours à la bourse.

Les activités d'un intérimaire sont :

- ✓ Collecter et transmettre les ordres
- ✓ Exécuter des ordres
- ✓ La compensation
- ✓ La gestion du portefeuille

¹³ S. Boussi, «Microstructure et Performance des Marchés Financiers », mémoire maitrise en actuariat et finance, Institut des Hautes Etudes Commerciales de Sousse (Tunisie), 2007, P26

¹⁴ A-D. Merville, « DROIT DES MARCHERS FINANCIERS », Gualino édition, Paris, 2006, P41

¹⁵E. Le Saout, Op. Citée., P 119/129

I.3.4 Les instances de réglementations et d'organisations

Chaque marché boursier est contrôlé et organisé par une autorité de tutelle. Cette dernière a pour objet de veiller au bon déroulement des échanges sur le marché et la protection des investisseurs. A titre d'exemple on peut citer l'Autorité des marchés financiers (France), la commission de surveillance des opérations de bourse COSOB (Algérie), le conseil du marché financier CMF (Tunis) et l'autorité marocaine du marché des capitaux AMMC (Maroc).¹⁶

I.3.5 Les analystes financiers

Ils travaillent au service des banques, investisseurs professionnels et sociétés de bourse pour établir des prévisions d'activité et de bénéfice. Leur rôle est d'apprécier la valeur des sociétés et de juger l'évaluation des cours des actions cotées en se basant sur une analyse et un diagnostic industriel et économique qui prend en compte de la stratégie des entreprises.¹⁷

I.4 Les différents instruments financiers

I.4.1 Les actions

I.4.1.1 Définition

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

Et d'après **Philippe Spieser** : « Une action est un titre de propriété représentant une fraction du capital d'une société. C'est une valeur mobilière négociable sur un marché boursier, plus rarement de gré à gré. L'action est donc un titre négociable dont la liquidité est normalement assurée si le titre est coté en Bourse. Pour les sociétés non cotées, la négociabilité est assurée par les transactions de gré à gré ». ¹⁹

On déduit que l'action est un titre de participation dans un capital qui confère à son détenteur appelé «actionnaire » des droits et des obligations.

¹⁶M. Benchabane, Op Citée, P14.

¹⁷T. Bessadi, T. Laib, « Le rôle du marché financier dans le financement des PME : Etude comparative : Algérie, Maroc et Tunisie » mémoire de master en science économique, Université de mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015, P51

¹⁸E. Le Saout, Op. Citée, P51

¹⁹P.Spieser, « LA BOURSE », Edition Vuibert, Paris 2004, P31

I.4.1.2 Les droits d'un détenteur d'action

L'actionnaire peut bénéficier de deux catégories de droits :²⁰

Tableau n° 01 : Les droits d'un détenteur d'action

Droits à caractère pécuniaire :	Droits à caractère extrapatrimoniaire (politique) :
<p>Droit au dividende : Chaque année la société distribue des dividendes à ses actionnaires. Ces dividendes sont distribués en fonction du résultat. Le montant du dividende est fixé par l'assemblée générale.</p> <p>Droit au remboursement : En étant créancier résiduel, l'actionnaire a le droit de récupérer lors de la liquidation de la société le capital investi majoré d'un boni de liquidation ou minoré d'un mali de liquidation.</p> <p>Droit de cession</p> <p>L'actionnaire peut céder ses titres sur le marché boursier en espérant avoir une éventuelle plus-value et/ou exprimer sa désapprobation quant à la stratégie et aux résultats de l'entreprise.</p> <p>Droit préférentiel de souscription (DPS) : Dans le cas d'une augmentation de capital, les anciens actionnaires ont la priorité de souscrire à de nouvelles actions.</p> <p>Droit d'attribution : lors d'une augmentation de capital sans recours au marché, l'actionnaire obtient des actions nouvellement émises de façon gratuite.</p> <p>Droit de recevoir des actions gratuites</p>	<p>Droit au vote :</p> <p>Permet à l'actionnaire de participer à la gestion de la société lors des assemblées générales. Ce droit est proportionnel au nombre d'actions détenues par l'actionnaire.</p> <p>Droit à l'information :</p> <p>L'actionnaire a le droit d'être informé sur la gestion de la société. Les comptes annuels et les rapports publiés lors des assemblées générales permettent à l'actionnaire d'évaluer le degré du risque lié à son investissement.</p> <p>Droit au regard :</p> <p>L'actionnaire est libre de consulter les états financiers et les documents liés à la société.</p> <p>Droit d'exercer en justice :</p> <p>Les actionnaires mécontents peuvent poursuivre les administrateurs en justice.</p> <p>Droit de participer aux assemblées générales (droit à la gestion).</p> <p>Droit sur l'actif net</p> <p>(en cas de liquidation de la société).</p>

Source : établi par nous-même

²⁰O. Picon, « LA BOURSE », DELMAS édition, Paris, 2000, P182-185

I.4.1.3 Les types d'actions

❖ Action de capital en numéraire

C'est des actions ordinaires souscrites en numéraire c'est-à-dire leur montant a été versé en espèces lors de l'émission. Il s'agit des titres que l'on rencontre le plus fréquemment sur le marché.²¹

❖ Action d'apport

C'est des actions attribuées à l'actionnaire lors d'un apport matériel ou immatériel. Elles confèrent les mêmes droits que l'action de capital.

❖ Action au porteur

Le détenteur est anonyme, les actions au porteur sont gérées par des intermédiaires financiers a habilités.

❖ Action normative

Le nom du détenteur est inscrit sur un registre tenu par l'émetteur. Le transfert se fait en inscrivant le nom du nouvel actionnaire sur le registre. Certain titres sont obligatoirement normatifs comme les actions non libellées, les actions d'apports ...

❖ Action privilégiée

Les détenteurs d'actions privilégiées jouissent d'un dividende annuel fixe. En cas de liquidation, ses détenteurs seront remboursés avant les détenteurs d'actions ordinaires dont le dividende est variable.²²

❖ Actions à dividendes prioritaires (ADP)

Ses titres permettent à leurs détenteurs d'avoir un dividende plus élevé en contrepartie renoncer à leurs droits de vote. Le nombre ADP ne peut pas dépasser un quart du nombre d'actions constituant le capital.²³

❖ Actions à droits de vote double.²⁴

❖ Action de jouissance

On parle d'actions de jouissance lorsqu'une société décide d'amortir son capital en remboursant tout ou partie de la valeur nominale de ses actions, à titre d'avance sur le produit de la liquidation future.

²¹ D. Goyeau, A. Tarazi Amine, « LA BOURSE », édition La découverte, Paris, 2006, P31

²² J. Peyrard, « LA BOURSE », Vuinbert, 8eme édition, Paris, 1999, P21

²³ K. Chehrit, « DICTIONNAIRE DE LA FINANCE ET DE LA BOURSE » G.A.L, Alger, P04

²⁴ H. Juvin, « LES MARCHES FINANCIERS : VOYAGE AU CŒUR DE LA FINANCE MONDIALE », Ed d'organisation, Paris 2004, P152.

❖ Les actions à bon de souscription d'actions (ABSA)

Ce sont des actions ordinaires auxquelles sont attachés des bons permettant aux détenteurs de souscrire ultérieurement à d'autres actions à un prix convenu à l'avance.²⁵

❖ Les actions de préférence

« (Créée en 2004) peut être dotée ou pas du droit de vote et peut être assortie d'un droit particulier de toute nature à titre temporaire ou permanent, cette action remplace définitivement l'action à dividende prioritaire et le certificat d'investissement. »²⁶

❖ Le certificat d'investissement

« C'est une valeur mobilière qui s'apparente aux actions sans droit de vote. Il résulte du démembrement d'une action en deux parties distinctes : le certificat d'investissement et le droit de vote. Le porteur de ce certificat ne peut donc pas participer aux assemblées générales et y voter, mais bénéficie des droits pécuniaires. Le certificat de droit de vote ne peut être cédé qu'accompagner du certificat d'investissement. Toutefois, il peut être cédé au porteur du certificat d'investissement. »²⁷

❖ Certificat de dépôt « Depository Receipts »

« C'est un certificat nominatif négociable détenu par les banques locales qui présente la propriété d'une ou plusieurs actions d'une société étrangère souhaitant être cotée sur un marché réglementé. Ils sont émis par des établissements financiers en contrepartie de titres étrangers déposés hors du pays. »²⁸

❖ Actions reflets ou tracking stocks

« C'est une catégorie d'actions émises par des entreprises exerçant plusieurs activités. Leur rémunération est indexée sur l'activité et la performance économique d'une filiale particulière de la société mère, elles sont le reflet de la performance d'un métier ou d'une ligne d'activité. Sur le plan juridique elles n'offrent pas de droit de vote sur les décisions de la filiale. Sur le plan juridique elles n'ont pas de droit de vote sur les décisions de la filiale. Néanmoins, elles permettent en cas de cessions de la filiale d'obtenir le quart de la plus-value réalisée par la société mère. »²⁹

²⁵ E. Le Saout, Op Citée, P57

²⁶ C. Karyotis, « L'ESSENTIEL DE LA BOURSE ET DES MARCHES DE CAPITAUX », Gautino, Paris, 2012, P24

²⁷ G. Capelle-Blancard, N. Couderc, S. Vandelanoite, « LES MARCHES FINANCIERS EN FICHE », Edition Ellipse, Paris, 2004, P368

²⁸ J. Morvan, « MARCHE ET INSTRUMENTS FINANCIERS », Editions Economica, Paris, 2008, p75

²⁹ H. Juvin, Op Citée, P152

I.4.2 Les obligations

I.4.2.1 Définition

Deschanel définit les obligations comme : « les titres émis en présentation d'un emprunt lancé par l'entité émettrice. L'offrant de capitaux est un simple prêteur, un créancier, dénommé en langue boursière un créancier obligataire ».³⁰

D'après **Spieser** une obligation est : « une valeur mobilière négociable représentative d'une dette (pour l'émetteur) ou une créance (pour le souscripteur), émise à moyen et long terme. Les obligations sont émises sur le marché primaire et négociable par la suite sur le marché secondaire (Bourse) »³¹.

On déduit que l'obligation est un titre de créance par lequel le prêteur a le droit de bénéficier d'intérêts et le remboursement du montant prêté.

I.4.2.2 Les caractéristiques d'une obligation

- ❖ **La valeur nominale ou faciale** : Valeur à partir de laquelle sont calculés les intérêts. Elle figure sur le titre.³²
- ❖ **La maturité** : C'est la durée de l'emprunt, de la souscription jusqu'à la date d'échéance.
- ❖ **Le prix d'émission et la prime d'émission**

L'obligation est émise en vente sur le marché primaire à son prix d'émission. L'émission est dite au pair lorsque ce prix est égal à la valeur nominale, quand il est inférieur, l'émission est dite au-dessous du pair et l'émetteur paie une prime d'émission.³³

- ❖ **Coupon** : Montant des intérêts versés à chaque échéance pour chaque titre émis.
- ❖ **Le coupon couru**

« Il représente la valeur du coupon qui est attaché prorata temporis à un moment donné. Le coupon couru s'estime comme le rapport entre le nombre de jours écoulé depuis la date du dernier coupon versé (ou la date de jouissance s'il n'y a pas eu d'intérêts versés) et la base exacte (365 jours) multiplié par le taux de rémunération de l'obligation. »

- ❖ **La valeur et la prime de remboursement** :

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

³⁰ J-P. Deschanel, « LA BOURSE EN CLAIR », 2ème Ed Ellipses, 2007, P29.

³¹ P. Spieser, Op Citée, P11.

³² P-J, Lehmann., « ECONOMIE DES MARCHERS FINANCIERS », Groupe DE BOECK, Paris, 2011, P35.

³³ E. Le Saout, Op. Citée., P29

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

On distingue trois modalités de remboursement d'une obligation :

✓ **Le remboursement in Fine** : consiste à rembourser l'intégralité du capital emprunté à l'échéance.

✓ **Le remboursement par séries constantes** : Il consiste à rembourser de manière fractionnée le capital emprunté jusqu'à échéance.

✓ **Le remboursement par annuités constantes** : Il s'agit en fait, d'allouer une somme constante aux intérêts et aux amortissements à verser chaque année jusqu'à échéance.

❖ **Le taux facial ou nominale**

C'est le taux qui permet de calculer le montant des intérêts à payer.

❖ **Taux de rendement actuariel**

« C'est le taux tel que la somme actualisée des intérêts et du remboursement égale la valeur d'émission du titre, il n'est rien d'autre que le taux facial lorsqu'il n'existe ni prime d'émission ni prime de remboursement. »³⁴

❖ **Les dates de souscription**

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

❖ **La date de jouissance**

Date à partir de laquelle les intérêts sont calculés. Si elle est antérieure à la date de règlement, le souscripteur verse un coupon couru.

❖ **Date de règlement**

Date à laquelle l'emprunt est liquidé.

I.4.2.3 Les catégories d'obligation

✓ **Obligations ordinaires**

Les obligations ordinaires ou (classiques) sont des titres à taux fixes dont le coupon versé en général une fois par an est identique pendant toute la durée de vie des titres.³⁵

✓ **Les Obligations à taux flottant**

« C'est des obligations à taux variables émises à un taux qui varie en fonction d'un indice de référence et qui n'est connu que peu de temps avant le détachement du coupon. »³⁶

✓ **Les obligations indexées**

Ce sont des obligations dont la valeur de remboursement et/ou les intérêts sont liés à l'évolution d'un « indice de référence. »³⁷

³⁴ F. Koen, « MARCHES FINANCIERS ET TECHNIQUES », Economica 2002, P374

³⁵ E. Le Saout, Op Citée., P36

³⁶ J. Peyrard, Op. Citée., P31.

³⁷ D. Goyeau., A. Tarazi, Op Citée, P38

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

✓ Les Obligations Assimilables du Trésor (OAT)

Constituent la forme privilégiée du financement à long terme de l'Etat. Ce sont des titres assimilables, émis pour des durées de sept (7) à cinquante(50) ans.³⁸

✓ Les obligations à coupon zéro

Le porteur n'a droit à aucun intérêt périodique pendant la durée de l'emprunt mais ils seront capitalisés jusqu'à l'échéance.³⁹

I.4.2.4 Les titres hybrides

Selon **Spieser** un titre hybride : « est dit hybride lorsqu'il n'est ni tout à fait de type action ni tout à fait de type obligation »⁴⁰

D'après **Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik et Christophe Pérignant** : « Ce sont des titres qui possèdent certaines caractéristiques des actions et des obligations »⁴¹

Parmi les titres hybrides on cite :

✓ Les Obligations convertibles en actions (OC)

C'est une obligation qui donne droit à son détenteur de la convertir en action au bout d'un certain temps et ainsi l'investisseur devient actionnaire.

✓ Obligations remboursables en actions (ORA)

Le remboursement de ces obligations en fin de vie ne peut se faire qu'en actions. C'est un moyen de transformer sa dette en capitaux propres. Contrairement à une obligation convertible, L'ORA est obligatoirement convertie en action. Le porteur d'un tel titre a la qualité d'obligataire jusqu'à l'échéance de l'obligation et reçoit le nombre d'actions prévu dans le contrat d'émission.⁴²

✓ Les obligations à bon de souscription d'obligations (OBDO)

Celles-ci sont des obligations ordinaires auxquelles est attaché, à chacune, un bon de souscription, coté sur le marché financier, permettant de souscrire à la prochaine émission d'obligations avec les mêmes caractéristiques que celles déjà acquises.

³⁸ O. Coispeau, « DICTIONNAIRE DE LA BOURSE ET DES TERMES FINANCIERS », 5^{ème} édition, SEFI, Québec, 2006, P339

³⁹ J. Antoine, M.C. Capiou-Huari, « DICTIONNAIRE DES MARCHES FINANCIERS », 3^{ème} édition de Boeck, Paris, 2015, P379.

⁴⁰ P. Spieser, Op. Citée., P 64/70

⁴¹ B. Jacquillat, B. Solnik et C. Pérignant « MARCHES FINANCIERS », 6^{ème} édition, Dunod, Paris, 2014, P18

⁴² J. Morvan, Op. Citée., P80.

✓ Les obligations à bon de souscription d'actions (OBSA)

Celles-ci sont des obligations assorties d'un bon, tout comme les OBSO mais qui donnent le droit, cette fois-ci, de souscrire à la prochaine émission d'actions. Le souscripteur obtiendra donc la qualité de copropriétaire de cette société dès lors l'acquisition de ces titres.

✓ Obligations remboursables en actions à bons de souscription d'actions

Elles sont émises à taux fixes, remboursables en actions et assorties d'un bon de souscription d'actions, dont la cotation est cependant négociée séparément du sous-jacent.

Les bons de souscription : Un bon de souscription est une valeur mobilière, qui donne le droit, mais non l'obligation, d'acheter pendant une période donnée ou à une date donnée, une quantité d'actifs (action, obligation...) à un prix fixé à l'avance.

✓ Les obligations échangeables en actions

Celles-ci sont émises par une société, et remboursables en actions d'une autre société dans laquelle l'émetteur détient une participation. A l'échéance, si l'échange est favorable pour le détenteur, le remboursement se fera en actions, dans le cas contraire il se fera en liquidités.

✓ Les obligations OSCAR

Nommées « OSCAR », les obligations spéciales à coupon à réinvestir ne versent pas de coupons durant la période de souscription ni à l'échéance. La somme des coupons sera, en fait, capitalisée et réinvestie jusqu'à maturité, puis le montant de tous les coupons servira à l'acquisition d'autres obligations normales. Ainsi, le souscripteur ne touchera aucun flux monétaire, sa rémunération en termes de coupons sera forme de nouvelles obligations normales.

✓ Les titres participatifs

Sont des valeurs mobilières hybrides à mi-chemin entre les actions et les obligations. La rémunération des titres participatifs comprend un minimum garanti avec une partie fixe et une partie liée aux performances de la société.

I.4.3 Les produits dérivés

I.4.3.1 Définition

Les produits dérivés « sont des instruments financiers dont le prix dépend de l'évolution du cours d'un autre actif financier appelé sous-jacent. Ils sont employés principalement en tant qu'instruments d'assurance (de couverture) ou en tant qu'instrument spéculatifs »⁴³

Le terme de produits dérivés désigne les instruments financiers dont la valeur dérive de celle d'un autre instrument que l'on appelle un sous-jacent.⁴⁴

⁴³ E. Le Saout, Op. Citée., P71

⁴⁴ M. Fleuriet, Y. Simon, Op Citée, P26

I.4.3.2 Les différents produits dérivés

On peut classer ses produits en produits fermes et produits optionnels :

A. Les produits optionnels

❖ Les options

Une option est un contrat transférable qui confère à son détenteur le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre une quantité donnée d'un actif spécifique, à un prix déterminé d'avance, à la date d'échéance du contrat ou en tout temps jusqu'à cette date. Il existe deux types d'options : l'option d'achat (call) et l'option de vente (put).

❖ Les warrants

Ils sont émis par les institutions du secteur financier pour se protéger des risques générés par l'achat et la vente des actifs. Ce sont des instruments financiers qui reposent sur des valeurs mobilières. C'est le droit et non l'obligation d'achat ou de vente d'un actif financier à une date et à un montant déterminé dans le contrat d'émission.

B. Les produits fermes ou à termes

❖ Les forwards

Il s'agit d'un accord d'achat ou de vente d'un actif à un prix et une date précisée dans le contrat. En règle générale, à l'échéance les deux contreparties procèdent au règlement de la différence entre le prix négocié à l'avance et le prix de marché.

❖ Le contrat future

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

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

❖ Les Swaps

Appelé aussi contrat d'échange, c'est un accord entre deux parties pour échanger une série de cash-flows. Un swap est un contrat par lequel on échange deux ensembles de valeurs financières, souvent utilisés par des prêteurs et emprunteurs opérant sur les marchés de capitaux pour se couvrir contre les risques de taux.

II. L'introduction en bourse

II.1 Définition

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

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

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

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

II.2 Les avantages d'une introduction en bourse

II.2.1 La notoriété

La bourse est un moyen rapide et sûr pour acquérir une véritable image de marque à l'international. La cotation est un moyen de communication qui donne à l'entreprise un avantage de publicité important. L'introduction en bourse permet à l'entreprise de consolider son image auprès de sa clientèle et ses fournisseurs. Ainsi elle implique une très forte transparence financière et véhicule à une image positive et performante de l'entreprise

II.2.2 Bénéficiaire d'incitations fiscales conséquentes

L'introduction en bourse d'une entreprise permet à cette dernière de bénéficier d'un statut fiscal particulier et avantageux. ⁴⁶

II.2.3 Levée de fonds

Comme moyen de financement, la bourse permet à l'entreprise de lever des fonds qui viendront éponger ses dettes et améliorer sa situation financière et son développement

II.2.4 Renouveler et élargir l'actionnariat

L'introduction en bourse se traduit par la vente d'actions anciennes en cas de renouvellement d'actionnariat et/ou la création d'actions nouvelles, c'est à-dire par une augmentation de capital en cas d'élargissement d'actionnariat.

II.2.5 Assurer la mobilité et la liquidité du capital

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

⁴⁵Guide d'introduction en Bourse, COSOB, 2013, P4

⁴⁶Guide d'introduction en bourse, Bourse de Tunis (BVMT), « guide de l'investisseur en Bourse », Octobre, 2012, P5

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

II.2.6 Accroître les possibilités de financement

L'introduction permet l'accès à de nouvelles sources de financement plus importantes que l'emprunt bancaire. L'inscription à la cote permet à la société de disposer aisément de capitaux frais afin de financer des projets d'envergure qui dépassent la capacité de financement des bailleurs de fonds via « appel public à l'épargne » et de renforcer ainsi ses fonds propres. Elle lui permet également d'acquérir des participations dans d'autres sociétés, en les réglant au moyen des titres cotés, ce qui favorise la croissance externe. De plus, en diversifiant ces sources de financement, l'entreprise accroît son pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédit, ce qui en retour peut lui assurer une levée de fonds à un moindre coût.⁴⁸

II.2.7 Facteur de mobilisation interne

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

II.3 Les inconvénients d'une introduction en bourse

II.3.1 Sacrifices en termes de coût et de temps

Quand le processus d'introduction lancé toute l'équipe dirigeante sera mobilisée à mener à bien cette opération complexe et coûteuse car l'entreprise nouvellement introduite dépenserait de 15% à 20% du produit de l'introduction pour payer les banques du syndicat d'émission, les comptables, et les conseillers juridiques.

II.3.2 Le manque de confidentialité

Les entreprises cotées seront obligées de dévoiler d'importantes informations qui seront vues par le public ce qui signifie que ses concurrents, clients, fournisseurs, et employés auront accès à découler de cette situation.

⁴⁸ Y. Bejar, « la valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse (1997-2004) », thèse de doctorat en sciences de gestion, université Paris Dauphine, 2006, P19.

⁴⁹ Idem

II.3.3 Perte du contrôle dans la gestion de l'entreprise :

Les nouveaux actionnaires voudront surement faire partie du conseil d'administration et contribuer à la gestion de l'entreprise ce qui diminue le contrôle des anciens actionnaires dirigeants.

II.3.4 Perte de flexibilité dans les affaires

D'importants systèmes de contrôle et d'autorisation seront mis en place par les dirigeants en raison de la surveillance et d'un conseil d'administration élargis lors de l'introduction en bourse.

II.3.5 Une pression accrue sur les résultats à court terme

Les marchés financiers ainsi que les banques d'affaires et les actionnaires seraient déçus si l'entreprise communique des résultats à court terme non convaincants, ce qui met un coup de pression sur l'équipe dirigeante à surveiller ses résultats trimestriels et annuels.

II.4 Les procédures d'introduction en bourse

II.4.1 L'offre à prix ferme (OPF)

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

II.4.2 L'offre à prix minimal (OPM) ou enchère

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

II.4.3 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.⁵²

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

⁵¹ J. Peyrard, Op. Citée., P51

⁵² B. Jacquillat, J. Hamon, Op Citée, P55

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

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.

II.4.4 La Cotation Directe

L'entreprise met à la disposition du public une quantité de titres en fixant un prix minimal de vente où tous les types d'ordres d'achats sont acceptés et tous les ordres sont servis selon un taux de réduction unique. Ce prix peut être dépassé de 10% maximum à la première cotation avec réduction corrélative des ordres libellés à des cours limités ou à tout prix. Si la demande est très élevée, cette procédure peut être abandonnée au profit de celle d'offre publique à prix ferme⁵³

II.4.5 Le Placement Garanti

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.⁵⁴

II.4.6 Les opérations exceptionnelles : Le marché boursier enregistre plusieurs opérations qui sont les suivantes : OPA, OPE, OPR, OPV.

II.4.6.1 Les offres publiques d'achat (OPA)

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

⁵³ J. Peyrard, Op .Citée, P52

⁵⁴ S. Pariente, « ANALYSE FINANCIERE ET EVALUATION D'ENTREPRISE », Pearson Education France, France, 2006, P177

⁵⁵ L. Aissani., « L'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse: Cas société coté en bourse (Alliance Assurance) », mémoire master en sciences économiques, école supérieure de commerce, 2013, p15

II.4.6.2 Les offres publiques de retrait (OPR)

L'OPR peut être lancée par une société lorsque plus du tiers du capital est détenu par un même actionnaire. Cette offre permet aux actionnaires minoritaires d'exiger le lancement d'une OPR, c'est-à-dire la possibilité de vendre leurs actions qui vont être acquises obligatoirement par les actionnaires majoritaires.⁵⁶

II.4.6.3 Les offres publiques d'échange (OPE)

L'OPE consiste à échanger auprès du public des titres émis antérieurement par la société qui fait l'offre. Le plus souvent, les titres sont échangés contre des titres de nature différente, dont les caractéristiques s'accordent mieux aux conditions du marché c'est-à-dire, tous les porteurs qui ont acceptés l'offre étant traités sur les mêmes pied d'égalité, au même prix et après réduction proportionnelle s'il y'a lieu et cela lors de la réalisation de l'opération qui s'effectue sous la forme d'une transaction en bourse.⁵⁷

II.4.6.4 L'offre publique de vente (OPV)

L'OPV consiste pour le détenteur d'une fraction significative du capital d'une société à proposer publiquement à la vente ses titres à prix déterminé, après accord des autorités boursières.

Pour être recevable, cette OPV doit porter sur une quantité de titres représentant au moins 10% ou 15% du capital de la société concernée.

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

⁵⁶Idem

⁵⁷L. Akniouene, K.Ben Bouabdellah, Op Citée., P34

⁵⁸ Idem

Section 02 : Les marchés financiers du Maghreb et l'introduction a la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

I. Les marchés financiers du Maghreb

I.1 Le marché financier Algérien

I.1.1 Historique de la bourse d'Alger

Dans le cadre des réformes structurelles engagées par les autorités dès 1988, l'Algérie envisage de créer une bourse, afin d'adapter le pays aux nouvelles normes économiques et financières mondiales. En 1990, le gouvernement a décidé de créer une institution sous forme d'une société par actions dont le capital social était de 320 000 DA détenu par huit fonds de participation dénommée « société de valeur mobilière ». Cette dernière a été modifiée en 1992 pour devenir « bourse des valeurs mobilières BVM » avec un capital social qui atteint 9 320 000 DA. Elle n'a pas pu exercer aucune activité à cause de l'absence de lois spécifiques et de code de commerce adapté à l'économie de marché. Pour y remédier trois décrets ont été publiés :

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

✓ La publication officielle du décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 publié au *Journal Officiel* n° 34 du 2+3 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, qui institue et définit la Bourse ainsi que les organismes qui la composent. Ces textes législatifs et réglementaires ont régi l'activité boursière en Algérie, notamment les articles 1, 3 et 4 de ce décret.

✓ L'ordonnance 96-08 du 10 janvier 1996 relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM-SICAV et FCP) apparue au *Journal Officiel* n° 70 du 20 Septembre 1998 a défini les modalités de constitution et de fonctionnement de ces organismes avec la mise en place de la COSOB comme étant l'autorité du marché et l'agrément des banques publiques, des sociétés d'assurances, et des établissements financiers en qualité d'intermédiaires en opérations de bourse.

✓ En mai 1997, les intermédiaires en opérations de bourse ont donné naissance à la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) et l'ouverture officielle de la Bourse d'Alger a eu lieu le 16 juillet 1999.

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

En 2001, l'introduction de l'Ordonnance 01-04 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises publiques économiques et également connu la mise en place des contrats de liquidité.

La promulgation de la loi 03-04 du 17 Février 2003 a permis l'introduction d'Algérie Clearing comme un nouvel organe dans la composition de la Bourse des valeurs mobilières en qualité de dépositaire central des titres.

En 2008, il a été procédé à l'admission des Obligations Assimilables du Trésor à la négociation au niveau de la Bourse d'Alger.

En 2011, il y eut l'élaboration d'un règlement modifiant et complétant le règlement général de la Bourse d'Alger et permettant la création d'un marché dédié aux PME accompagnées de leur promoteur en Bourse.

En 2012, création du compartiment PME par le règlement COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilière.

Plusieurs entreprises algériennes se sont introduites en bourse:

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

⁵⁹Rapport d'activité de l'année 2007 de la Bourse d'Alger, P08

⁶⁰Y. Badjou, Y. Boumezirene, Op Citée., P68

I.1.2 Les intervenants du marché boursier algérien

Il existe deux catégories d'intervenants :

I.1.2.1 Les institutions du marché boursier algérien

I.1.2.1.1 Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)

a) Présentation

La COSOB est l'autorité de régulation du marché financier algérien. Instituée par le décret législatif n093-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières, elle est une autorité administrative indépendante dotée de la personnalité morale et de l'autonomie financière⁶¹

b) Sa composition

La Commission est composée d'un Président et de six (06) membres. Le Président est nommé par décret présidentiel pour un mandat de quatre ans. Les membres de la Commission sont nommés, par arrêté du Ministre des Finances sur proposition des autorités et Ministères concernés, en fonction de leurs compétences financière et boursière pour une durée de quatre (4) ans, par voie réglementaire, selon la répartition suivante :

- ❖ un magistrat proposé par le Ministre de la justice, garde des sceaux ;
- ❖ un membre proposé par le Ministre chargé des finances ;
- ❖ un professeur d'université proposé par le Ministre chargé de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique ;
- ❖ un membre proposé par le Gouverneur de la Banque d'Algérie ;
- ❖ un membre choisi parmi les dirigeants des personnes morales émettrices de valeurs mobilières
- ❖ un membre proposé par l'ordre national des experts comptables, commissaires aux comptes et comptables agréés.⁶²

c) Ses missions

La COSOB a pour mission d'organiser et de surveiller le marché des valeurs mobilières en veillant notamment à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tout autre produit financier donnant lieu à appel public à l'épargne, et veille aussi au bon fonctionnement et à la transparence du marché des valeurs mobilières

⁶¹ S. Mehami, N. Saidi, Op Citée, P 46

⁶² Rapport annuel, COSOB, Alger, 2019, P05

d) Ses pouvoirs

Pour exercer ses missions, la COSOB est dotée des pouvoirs suivants :

❖ Edicter des règlements et des instructions

La Commission règlemente le fonctionnement du marché des valeurs mobilières en édictant les règlements concernant notamment :

- ✓ Les capitaux susceptibles d'être investis dans les opérations de bourse;
- ✓ L'agrément des intermédiaires en opérations de bourse ainsi que les règles professionnelles qui leur sont applicables;
- ✓ L'étendue et le contenu de la responsabilité des intermédiaires et les garanties qu'ils doivent à leur clientèle;
- ✓ Les conditions et règles régissant les relations entre le dépositaire central des titres et les bénéficiaires de ses prestations citées à l'article 19 quater du décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières;
- ✓ Les règles relatives à la conservation des titres, au fonctionnement et à l'administration des comptes courants de titres;
- ✓ Les règles relatives à la gestion du système de règlement et de livraison des titres;
- ✓ Les conditions d'habilitation et d'exercice de l'activité de conservation et d'administration des titres;
- ✓ Les conditions d'habilitation des agents autorisés à effectuer des négociations en bourse;
- ✓ Les émissions dans le public;
- ✓ L'admission aux négociations de valeurs mobilières, leur radiation et la suspension des cotations ;
- ✓ L'organisation des opérations de compensation;
- ✓ Les conditions dans lesquelles les valeurs mobilières sont négociées en bourse et livrées;
- ✓ La gestion de portefeuille des valeurs mobilières admises en bourse;
- ✓ Le contenu des clauses obligatoires à inclure dans les contrats et mandats entre les intermédiaires en opérations de bourse et leurs clients;
- ✓ Les offres publiques d'achat de valeurs mobilières;
- ✓ La publication périodique des informations concernant les sociétés dont les valeurs sont cotées.⁶³

⁶³ Idem

❖ Octroyer des visas, des agréments et des habilitations

La COSOB veille à la protection des investisseurs par la délivrance de visa sur les notices d'information établies par tout organisme qui fait appel public à l'épargne à l'occasion d'une émission de valeurs mobilières, d'une introduction en bourse ou à l'occasion d'opérations d'offres publiques. Le visa de la Commission ne comporte pas d'appréciation sur la qualité de l'opération envisagée par l'émetteur. Il signifie que l'information contenue dans la notice d'information est pertinente, complète et suffisante pour permettre à l'investisseur de prendre sa décision de souscrire ou d'acquérir des valeurs mobilières, en connaissance de cause. La COSOB agréé les Intermédiaires en Opérations de Bourse, en s'assurant qu'ils présentent des garanties suffisantes notamment en ce qui concerne la composition et le montant de leur capital social, leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, les garanties et cautions à présenter, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants et de leurs agents ainsi opérations de leur clientèle. La COSOB agréé également les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et le règlement des Fonds Communs de Placements (FCP), et donne son avis au Ministère des Finances sur les demandes d'autorisation d'exercice qui lui sont soumises par les fondateurs de sociétés de capital investissement. Elle habilite les teneurs de comptes- conservateurs de titres, qui sont préalablement des institutions agréées en tant que banques, établissements financiers et Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB).

❖ Surveiller, contrôler et enquêter

La surveillance du marché a pour objectif principal d'assurer l'intégrité et la sécurité du marché des valeurs mobilières. Elle porte sur le contrôle des activités des Intermédiaires en Opérations de Bourse, des Teneurs de Comptes-Conservateurs de titres, de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs, du dépositaire central des titres et des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. Elle a pour objectifs de s'assurer que :

- ✓ les Intermédiaires en Opérations de Bourse respectent les règles visant à protéger le marché de tout comportement frauduleux ou inéquitable ;
- ✓ le marché fonctionne selon les règles garantissant la transparence et la protection de l'investisseur ;
- ✓ l'administration et la gestion des titres sont effectuées conformément aux dispositions légales et réglementaires les régissant. Pour exécuter sa mission de surveillance et de contrôle, la Commission, par délibération particulière, procède à des enquêtes auprès de sociétés ou d'institutions financières concernées par une opération sur valeurs mobilières.

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

En outre, lorsqu'une pratique contraire aux dispositions législatives et réglementaires est de nature à porter atteinte aux droits des investisseurs en valeurs mobilières, le Président de la Commission peut demander au tribunal qu'il soit ordonné aux responsables de se conformer à ces dispositions, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets.

I.1.2.1.2 La société de gestion de valeurs mobilières (SGBV)

a) Présentation

Créée par le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 et constituée le 25 mai 1997, la Bourse d'Alger est le compartiment secondaire réglementé et organisé du marché financier national. C'est l'espace institutionnel de négociation et d'échange des valeurs mobilières (actions et obligations) émises par les sociétés par actions éligibles. C'est aussi un mécanisme d'ouverture des sociétés au grand public, un moyen de démocratisation de l'acte d'investir et une voie de mobilisation de l'épargne investie en valeurs mobilières⁶⁴

b) Ses missions

La SGBV a pour missions :

- ✓ L'organisation pratique de l'introduction en bourse des valeurs mobilières ;
- ✓ L'organisation matérielle des transactions et des séances de bourse : cette mission consiste à assurer :
 - ✓ L'enregistrement des négociations des intermédiaires en opérations de bourse ;
 - ✓ La gestion d'un système de négociation et de cotation ;
 - ✓ La publication des informations relatives aux transactions de bourse ;
 - ✓ L'édition d'un bulletin officiel de la cote sous contrôle de la commission.

c) Les actionnaires de la SGBV

- ✓ Banque de Développement Local (BDL) ;
- ✓ Banque Extérieure d'Algérie (BEA) ;
- ✓ Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR) ;
- ✓ Crédit Populaire d'Algérie (CPA) ;
- ✓ Banque Nationale d'Algérie (BNA) ;
- ✓ Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance (CNEP Banque).⁶⁵

⁶⁴ L. Akniouene., K.Ben Bouabdellah, Op Citée, P54

⁶⁵ T. Amarni, S.Amziane, « l'introduction des sociétés en bourse cas : NCA-Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017, P48

I.1.2.1.3 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 mobilières.⁶⁶

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 titres⁶⁷

a) Ses missions

Les missions d'Algérie Clearing se résument principalement à :

- ✓ La codification des titres émis sur le marché, selon les normes internationales ISIN (International Securities Identification Number) et CFI (Classification of Financial Instruments)
- ✓ La conservation des titres dans des comptes ouverts au nom de ses adhérents de manière sécurisé
- ✓ La circulation des titres par mouvement de compte à compte selon des procédures normalisées et automatisées
- ✓ Le dénouement des transactions réalisées au niveau de la bourse et en dehors de la bourse
- ✓ L'administration des titres (Opérations Sur Titres (OST) ; Paiement de dividende, d'intérêts et d'autres)
- ✓ La dématérialisation des titres matérialisés en les remplaçant par des titres inscrits en compte auprès d'un TCC
- ✓ la publication d'informations relatives au marché
- ✓ l'identification des actionnaires sur demande des émetteurs

I.1.2.2 Les professionnels du marché financier algérien

I.1.2.2.1 Les Intermédiaires en Opération de Bourse (IOB)

Le décret législatif n° 93/10, modifié et complété, du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières a défini le statut des intermédiaires en opérations de bourse auxquels il a confié le monopole de la négociation des valeurs mobilières en bourse

⁶⁶Rapport annuel 2013, COSOB, Alger, 2014, P55

⁶⁷L. Aissani, Op. Citée., P36

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

Le marché financier algérien compte actuellement onze (11) IOB agréés. Il s'agit de six (06) institutions publiques (BADR, BEA, BDL, BNA, CPA et CNEP Banque) et cinq (05) institutions privées (BNP Paribas El Djazair, Société Générale Algérie, Tell Markets, AL-SALAM Bank Algeria et Banque Al-BARAKA d'Algérie).⁶⁸

Les activités pouvant être exercées par les IOB:⁶⁹

- ✓ 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.

I.1.2.2.2 Les teneurs de compte conservateurs (TCC)

Selon le règlement COSOB n°03-02 du 18 mars 2003 : « La tenue de compte conservation de titres consiste, d'une part à inscrire en compte les titres au nom de leur titulaire, c'est-à-dire à reconnaître au titulaire ses droits sur lesdits titres, et d'autre part à conserver les avoirs correspondants, selon des modalités propres à chaque mission de titres »⁷⁰.

Le marché financier compte actuellement, neuf (09) Teneurs de Comptes-Conservateurs de titres habilités : BADR, BEA, BDL, BNA, CPA, CNEP Banque et BNP Paribas El-Djazair, AL-SALAM Bank Algeria et Banque AL-BARAKA d'Algérie.⁷¹

Ils ont pour missions :

- ✓ D'assurer la garde et l'administration des titres dématérialisés inscrits en comptes de leurs clients investisseurs ;
- ✓ D'exécuter les instructions reçues de la clientèle ;
- ✓ D'appliquer les opérations sur titres ;
- ✓ D'informer les titulaires sur l'exécution de leurs instructions et sur les mouvements de leurs comptes

⁶⁸ Rapport annuel, COSOB, Alger, 2019, P22

⁶⁹ Rapport annuel, COSOB, Alger, 2013, P45

⁷⁰ Article n°02 du règlement COSOB n°03-02 du 18 mars 2003 relatif à la tenue de compte-conservation de titre

⁷¹ Rapport annuel, COSOB, Alger, 2019, P22

I.1.2.2.3 Les promoteurs en bourse (marché PME)

Un promoteur en bourse peut être soit un IOB conseillé soit une société de conseils financiers inscrite auprès de la COSOB dont la mission est d'accompagner toute société qui envisage de s'introduire sur le marché PME de la bourse d'Alger.⁷²

La liste des promoteurs en bourse inscrits auprès de la COSOB au 31-12-2019 comprend les onze (11) IOB agréés, qui sont inscrits d'office, et une société de conseil, en l'occurrence, la Sarl RMG Consulting et le cabinet Grant Thornton.⁷³

Ils ont pour rôle :

Avant l'introduction en bourse

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

Après l'introduction en Bourse

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

I.1.2.3 Les gestionnaires d'actifs

I.1.2.3.1 Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières(OPCVM) est un portefeuille dont les fonds investis sont placés en valeurs mobilières (SICAV et FCP).

L'ordonnance n°96-08 de 10 Janvier 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) a pour objectif de définir les règles de fonctionnement de ces derniers. Ces organismes sont constitués de deux catégories d'institutions :

1) 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.

⁷²Guide COSOB, intervenants du marché financier Algérien, Aout 2013, P20

⁷³ Rapport annuel, COSOB, 2019, P24

2) 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

I.1.2.3.2 Le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi (FSIE)

Le fonds commun de placement dénommé FCP est une copropriété de valeurs mobilières dont les parts sont émises et rachetées à la demande des porteurs à la valeur liquidative, majorée ou diminuée selon le cas de frais d'émission. Le FCP n'est pas doté de la personnalité morale.

Les parts du FCP sont des valeurs mobilières, qui peuvent faire l'objet d'une admission à la cotation à la bourse des valeurs mobilières, dans des conditions fixées par la COSOB. Toute personne peut acquérir des parts de FCP et a droit au rachat des parts en sa possession.

Le gestionnaire du FCP est une personne physique ou morale qui gère le fonds en conformité avec la réglementation en vigueur et dans l'intérêt exclusif des porteurs. Il doit avoir son siège ou sa résidence en Algérie⁷⁴

I.1.2.3.3 Les Sociétés de Capital Investissement

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

✓ La société "El Djazair Istithmar" spa, dotée d'un capital d'un 1.000.000.000 DA, suivant

autorisation du Ministère des finances du 06 Mai 2010 ;

✓ La société Financière Algéro-Européenne de participation « Finalep », dotée d'un capital social de 1.200.000.000 DA, suivant autorisation du Ministère des Finances du 02 Mai 2012 ;

✓ La société ICOSIA Capital spa dotée d'un capital social de 1.500.000.000 DA, suivant autorisation du Ministère des Finances du 15 Mars 2018. ⁷⁵

⁷⁴S. Mehami, N. Saidi, Op Citée., P53

⁷⁵ Rapport annuel, COSOB, Alger, 2019, P41

I.1.3 Les compartiments de la bourse d'Alger

Le marché financier se compose de deux compartiments : le marché primaire ou « marché des émissions » correspondant à la phase de collecte de capitaux, dotations en capital ou endettement par appel publics à l'épargne, et le marché secondaire correspondant à la bourse proprement dite où s'effectuent des transactions sur les valeurs mobilières émises.

La cote officielle de la bourse des valeurs mobilières comporte à son tour un marché de titres de capital et un marché de titres de créance

I.1.3.1 Le marché de titres de capital

Il se compose de :

I.1.3.1.1 Marché principal

Il est réservé aux grandes sociétés présentant un capital social au moins égal à cinq cents millions de dinars (500 000 000,00 DZD). Ce marché compte actuellement quatre (5) entreprises, à savoir :

- ✓ Le Groupe SAIDAL : qui a été admis à la cote officielle en septembre 1999 (Actions)
- ✓ EGH El AURASSI : qui a été cotée officiellement le 14 février 2000 (Actions) ;
- ✓ ALLIANCE ASSURANCES : introduite à la cote officielle le 07 mars 2011 (Action) ;
- ✓ NCA-ROUIBA : introduite à la cote officielle le 03 juin 2013 (Actions).
- ✓ Le groupe pharmaceutique BIOPHARM : est coté officiellement le 13 mars 2016 (Actions)

I.1.3.1.2 Marché des PME

Il est dédié au financement et à la cotation des petites et moyennes entreprises. Le marché des PME a été lancé en 2012, comporte toujours une seule société, il s'agit de la société AOM Invest spa spécialisée dans le développement du tourisme thermal et de bien-être, et des études visant à promouvoir la destination touristique par excellence, qui a été admise en date du 11 Décembre 2018.

I.1.3.2 Marché des titres de créances

I.1.3.2.1 Marché des obligations

Il comprend les titres de créance émis par les sociétés par actions, les organismes publics et par l'Etat. Le marché des obligations de la bourse d'Alger n'a pas connu de nouvelles introductions en 2019. Cette situation persiste depuis plusieurs années déjà. La dernière émission d'emprunt obligataire coté en bourse, remonte à l'année 2009 et l'échéance du dernier emprunt obligataire cotée remonte à 2016.

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

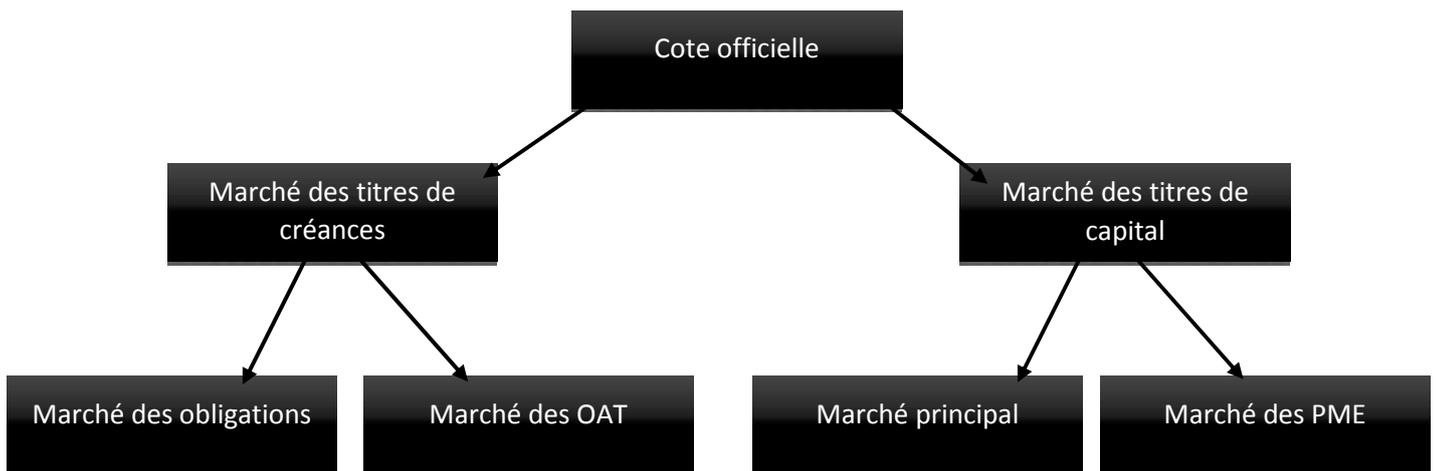
Sur le marché obligataire institutionnel (hors bourse), six emprunts obligataires sont en circulation: deux emprunts du Fonds National d'investissement (FNI) dont l'échéance est prévue en 2024 pour un montant global de 160 milliards DA, deux emprunts MLA dont les échéances sont prévues respectivement en 2020 et 2022 pour un montant global de 1,6 milliards DA, l'emprunt SNL dont l'échéance est prévue en 2020 dont le montant est de 400 millions DA, et enfin l'emprunt SRH dont la date d'échéance est prévue en 2023 pour un montant de 4 milliards DA.⁷⁶

I.1.3.2.2 Marché de bloc pour les OAT

Réservé aux Obligations Assimilables émises par le Trésor public Algérien. Il a été créé en 2008. Les Obligations Assimilables du Trésor présentant des maturités de 7, 10 et 15 ans sont négociées par l'entremise des Intermédiaires en Opérations de Bourse et les compagnies d'assurances ayant le statut de Spécialistes en Valeurs du Trésor à concurrence de cinq séances par semaine.

A la fin de l'année 2019, vingt-neuf (29) lignes OAT cotées en bourse sont en circulation. L'encours global s'élève à 486,362 milliards de dinars, soit en augmentation de 41,912 milliards de Dinars par rapport à 2018, soit +9,43% en une année et +18,36%, par rapport à l'encours enregistré 2017. Un montant de 52,312 milliards de Dinars a été émis au courant de l'année 2019. Le montant échu en 2019 est, quant à lui, est de 38,9 milliard de Dinars.⁷⁷

Figure n°01 : Les compartiments de la bourse d'Alger



Source : www.sgbv.dz

⁷⁶Rapport annuel, COSOB, Alger, 2019, P52

⁷⁷ Idem

I.2 Le Marché financier Marocain

I.2.1 La présentation de la bourse de Casablanca (B.C)

La bourse de Casablanca a été créée en 1929, elle a connu depuis plusieurs réformes, la première en 1948, a attribué à la bourse des valeurs la personnalité morale. La seconde, en 1967, a permis de la réorganiser juridiquement et techniquement et de la définir comme un établissement public.

Depuis 1993, la bourse de Casablanca vit une seconde jeunesse suite à la promulgation d'un ensemble de textes de loi portant réforme du marché financier et à la création des cadres réglementaires et techniques indispensables à son émergence.⁷⁸

I.2.2 Les intervenants du marché financier marocain

I.2.2.1 Le conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM)

Au Maroc, La création active du CDVM a eu lieu en juillet 1994. Le CDVM est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Il a pour missions principales de :

- ✓ Protéger l'épargne investie en valeurs mobilières ou en autres placements suite à un appel public à l'épargne ;
- ✓ Veiller au respect de la loi par les intermédiaires financiers (sociétés de bourse, banques et OPCVM).
- ✓ Informer les investisseurs par la délivrance d'un visa aux notes d'information qui sont mises à la disposition du public. Ces notes sont publiées lorsqu'il y a un appel public à l'épargne, (introduction en bourse, émission de valeurs mobilières, augmentation de capital...);
- ✓ Instruire les demandes d'agrément des SICAV et des fonds communs de placement⁷⁹

I.2.2.2 MAROCLEAR

MAROCLEAR est le Dépositaire Central des titres au Maroc. Il s'est vu confier depuis le démarrage de ses activités en 1997 la responsabilité de :

- ✓ Encadrer le processus de la dématérialisation des valeurs mobilières ;
- ✓ Centraliser la conservation des avoirs gérés par les intermédiaires financiers ;
- ✓ Administrer les comptes courants de titres ouverts à ses derniers
- ✓ Faciliter l'exercice des droits attachés aux titres (OST).⁸⁰

⁷⁸ M. Abdelhalim, « Introduction en Bourse : Cas de BVC. Gestion comptable et financière »[en line, université Mohammed 1er-ouja - Licences Sciences économiques et gestion 2007disponibl sur http://www.memoireonline.com/11/07/718/m_introduction-en-bourse-casablanca-cas-de-bvc0.html (consulté le 08-08-2020)

⁷⁹Rapport annuel, CDVM, Maroc, 2010, P09

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

A cet égard, MAROCLEAR est gestionnaire du système de Règlement/Livraison qui permet de dénouer toutes les transactions réalisées sur les valeurs admises aux opérations du Dépositaire Central. En poursuivant son développement à un rythme soutenu, MAROCLEAR a progressivement étoffé ses services et a réussi à se positionner au cœur de l'industrie des valeurs mobilières au Maroc en tant qu'infrastructure de post-marché au service de l'ensemble des professionnels

I.2.2.3 Les sociétés de bourse (SB)

Les sociétés de bourse ont été créées en 1995 par le dahir portant loi n°1-93-21115 du 21 septembre 1993 et sont agréées par le Ministère de l'Economie et des Finances et qui sont au nombre de 17 sociétés. Les sociétés de bourse sont les seules actionnaires de la bourse de Casablanca dont elles détiennent l'intégralité du capital à parts égales. Elles détiennent le monopole du courtage sur le marché boursier. Leurs activités consistent à exécuter les transactions sur les valeurs mobilières, assurer la garde des titres, gérer les portefeuilles de valeurs en vertu d'un mandat et animer le marché des valeurs mobilières inscrites à la cote. Par ailleurs, lors des introductions en bourse, les sociétés de bourse assistent les personnes morales faisant appel public à l'épargne dans la préparation des documents d'information destinés au public, ainsi que dans la collecte des souscriptions. Les sociétés de bourse sont organisées en association professionnelle (APSB) chargée de veiller au respect par ses membres des dispositions légales, de représenter ses membres face aux pouvoirs publics ou tout autre organisme et d'étudier les questions relatives à l'exercice de la profession⁸¹

I.2.3 Les compartiments de la bourse de Casablanca

I.2.3.1 Le marché de la bourse des valeurs

Il comprend deux marchés de cotation à savoir le marché central et le marché de bloc :

I.2.3.1.1 Le marché central

La structure du marché de la Bourse de Casablanca confère au marché central un rôle pilote. Ainsi, en dehors des transactions de blocs, toute transaction sur une valeur mobilière cotée à la Bourse de Casablanca, doit passer par le marché central.

De ce fait, le système de négociation de la Bourse de Casablanca est celui d'un marché centralisé, gouverné par les ordres et animé par les sociétés de Bourse.⁸²

⁸⁰<http://www.maroclear.com/?Id=3&lang=fr> consulté le 08-08-2020

⁸¹ M. Benchabane, Op Citée, P 150

⁸² M. Moufatih., « Marché financier et bourse des valeurs. Économie et finance », [enonline], Université Hassan II, Université Hassan II, Technische Universität Dortmund, disponible

I.2.3.1.2 Le marché de blocs

Ou de gré à gré où sont négociés des blocs de titres de taille importante dans des conditions de cours issus du marché central. Les opérations sur le marché de blocs obéissent à des conditions notamment, un nombre de titres égal à une taille minimum définie pour chacune des valeurs et être conclues à un cours inclus dans la fourchette des prix moyens. Le marché financier marocain contient quatre compartiments à savoir :

I.2.3.2 Les marchés des actions

La cote de la bourse des valeurs comprend trois compartiments de négociation dont l'accès est en fonction de la taille de la société, ces résultats obtenus, la part du capital à diffuser, et qui sont comme suit:

I.2.3.2.1 Le marché principal

Seuls peuvent être inscrits au premier marché, les titres de capital des grandes sociétés dont les conditions d'accès sont fixées par l'autorité de bourse.

I.2.3.2.2 Le marché de développement

S'adresse aux entreprises de taille moyenne présentant les perspectives d'évolutions attractives.

I.2.3.2.3 Le marché de croissance

Réservé aux sociétés à fort potentiel de croissance, ayant un projet à financer, constitue majoritairement de PME.

I.2.3.3 Le marché obligataire

Une entreprise peut également lever des fonds par endettement sur le marché boursier, la levée de fond sur le marché obligataire, ne nécessite pas l'ouverture du capital de la société émettrice

I.3 Le marché financier tunisien

I.3.1 La bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT)

La création de la bourse de Tunis quant à elle remonte à 1969, une première réforme a été entreprise dès 1988, une deuxième initiée en 1994, a permis la transformation radicale du marché financier tunisien, elle a consacré la BVMT en tant qu'entreprise de marché chargée de la gestion, sécurité et promotion du marché des valeurs mobilières. Sa principale mission réside dans la gestion et la promotion du marché des valeurs mobilières.

Elle assure la cotation des valeurs dans les meilleures conditions de sécurité, de transparence et le pilotage au système de cotation électronique.

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

C'est une institution qui est régie par les règlements du Conseil du Marché Financier et par les dispositions du code de commerce. Outre les missions qui lui sont confiées par les lois, les règlements et par ses statuts, la BVMT est essentiellement chargée de:

- ✓ La bourse de Tunis a pour rôle d'assurer le lien essentiel entre les agents économiques qui cherchent à placer leur épargne (ménages, investisseurs individuels ou institutionnels), et les sociétés en quête de financements assurant leurs croissances et leurs développements.
- ✓ Mettre en place les structures techniques et administratives nécessaires à l'installation du marché, et qui sont de nature à assurer la sécurité matérielle et juridique dans les conditions requises de célérité ;
- ✓ Se prononcer sur l'admission et l'introduction des valeurs mobilières et des produits financiers à la cote de la bourse et sur leur radiation, ainsi que sur la négociabilité des produits financiers sur ses marchés, sauf opposition du conseil du marché financier (CMF) ;
- ✓ Enregistrer les opérations effectuées et les cours établis sur ses marchés ;
- ✓ Suspendre la cotation d'une valeur, et de publier les informations financières.
- ✓ Veiller à la conformité des opérations effectuées sur le marché, à la réglementation et procédures en vigueur⁸³

I.3.2 Les intervenants du marché financier tunisien

I.3.2.1 Le Conseil du Marché Financier CMF

En Tunisie, cette structure a été instituée par la loi N°94-117 de la 14/11/1994, portant réorganisation du marché financier, sous le nom du Conseil du Marché Financier (CMF). C'est une autorité publique, indépendante qui dispose de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Le CMF assure l'organisation du marché boursier, et veille au bon fonctionnement de ses compartiments. Il est également chargé du contrôle de l'information financière et de la sanction des manquements à la réglementation en vigueur. Il a pour missions suivantes :

❖ Le CMF règlemente

Le CMF fixe les règlements régissant les marchés et les divers intervenants relevant de son autorité, Ces règlements concernent l'organisation et le fonctionnement des marchés placés sous son autorité en particulier l'admission, la négociation et la rédaction des valeurs mobilières.

⁸³S. Najjar L.Blanc, « Les déterminants de la volatilité des cours boursiers : Cas du marché boursier Tunisien. Économie et finance », (mémoire en ligne), disponible sur : https://www.memoireonline.com/05/10/3500/m_les-determinants-de-la-volatilite-des-cours-boursiersCas-du-marche-boursier-tunisien0.html (consulté le 08/08/2020)

❖ Le CMF contrôle l'information financière

Le CMF dispose d'un pouvoir de contrôle de l'information financière ;De veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, en produits financiers négociables en bourse et en tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne ;

- ✓ De l'organisation, et du bon fonctionnement des marchés financiers et des titres négociables en bourse ;
- ✓ De la tutelle des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM).
- ✓ Du contrôle permanent :
- ✓ De la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis :
- ✓ Des Intermédiaires en Bourse ;
- ✓ De la société de dépôt, de compensation et de règlement de titres, STICODEVAM

I.3.2.2 La STICODEVAM :

La Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières (STICODEVAM), au même titre que le CMF, a été instituée par la loi de 1994, bien que le démarrage effectif de ces deux structures n'est intervenu qu'à partir de novembre 1995. Elle est chargée du dépôt, de la compensation et du règlement des titres. Elle a pour missions suivantes :

- ✓ Assurer la conservation des valeurs mobilières prises en charge par circulation des titres de compte à compte d'une manière scripturale.
- ✓ Garantir que le nombre de titres composant chaque émission est égal, en permanence, à la somme des titres enregistré aux comptes des teneurs de comptes.
- ✓ Codifier les valeurs mobilières selon une norme de codification internationale des valeurs mobilières. A cet effet, la STICODEVAM est reconnue en tant que « agence nationale de codification des valeurs mobilières ».
- ✓ Garantir le dénouement des opérations dans le système de règlement/livraison de la STICODEVAM qui consiste en : la livraison des titres contre le paiement des espèces concomitant, et connexe en s'assurant de la disponibilité des titres chez le vendeur et des espèces chez l'acheteur, pour les opérations de types livraison contre paiement telles que, les transactions boursières⁸⁴

⁸⁴M. Benchabane, Op Citée., P143

I.3.2.3 Les intermédiaires en bourse (IB)

En Tunisie, le statut d'Intermédiaire en Bourse a été consacré en Novembre 1999, il a été déterminé par le décret N° 99-2478 portant statut des Intermédiaires en Bourse, qui représentent des personnes physiques ou morales qui ont le monopole de l'enregistrement et de la négociation des valeurs mobilières en bourse.

Leurs missions fondamentales est la transmission des ordres d'achat et de vente de titres de leurs clients à la bourse, ils peuvent se livrer à d'autres activités telles que :

- ✓ Le conseil et le démarchage financier ;
- ✓ La gestion des portefeuilles individuels ou collectifs ;
- ✓ Le placement des valeurs mobilières ;
- ✓ La garantie de bonne fin des émissions ;
- ✓ L'assistance des entreprises lors des introductions en bourse⁸⁵

I.3.3 Les compartiments de la bourse de Tunis

Les titres des sociétés qui sont négociés en Bourse se répartissent en deux types: les titres qui sont admis à la Cote de la Bourse et les titres qui sont négociés sur le marché Hors-cote.

I.3.3.1 La cote de la Bourse

La Cote de la Bourse est ouverte à la cotation des titres de capital et de créance émis par les sociétés anonymes qui répondent aux conditions d'admission et de séjour prévues par la réglementation boursière ainsi que des titres de créance émis par l'Etat (BTA) et les collectivités publiques locales.

La Cote de la Bourse comporte : deux marchés pour les titres de capital et un marché obligataire pour les titres de créance.

➤ Les marchés des titres de capital

Ils se composent d'un marché principal et un marché alternatif. Ils sont ouverts aux sociétés qui répondent aux conditions de séjour exigées par la réglementation boursière.

- a. **Le marché principal** : est réservé aux grandes entreprises
- b. **Le marché alternatif**

Le marché alternatif créé en 2007 est destiné à donner, aux petites et moyennes entreprises et à celles aux perspectives prometteuses, une alternative qui leur donne un accès au marché financier dans des conditions allégées et adaptées à leurs tailles, besoins et objectifs.⁸⁶

⁸⁵Décret n°99-2478 du 1er NOVEMBRE 1999. portant statut des intermédiaires en bourse. Disponible sur :<http://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/articles/reglementation/fr/decret99-2478.pdf>, Consulté le (08-082020)

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

Il s'agit d'un marché sur mesure pour les PME. Il est également ouvert aux grands projets se proposant de s'ouvrir dès le départ à l'actionnariat public. L'une des principales conditions d'accès est la diffusion de titres dans le public à hauteur de 10 % au moins du capital social ; et avoir au minimum 100 actionnaires. Les entreprises qui s'y introduisent bénéficient de l'avantage fiscal suivant :

- ❖ Impôt sur les sociétés réduit à 20 % pendant 5 ans à condition de diffuser dans le public au moins 30 % du capital
- ❖ Exonération de la plus-value réalisée lors de l'introduction.

➤ **Le marché obligataire**

Ce marché est constitué par des titres de créances de l'Etat, des collectivités publiques, ainsi que des organismes de droit privés. Les emprunts obligataires doivent satisfaire certaines conditions fixées par le règlement de la bourse.

Sur ce marché peuvent être négociés les titres de créances de l'Etat tels Bons de Trésor Négociables en Bourse et les Bons de Trésor Assimilables qui sont émis par voie d'adjudication exclusivement réservé aux spécialistes en valeurs de trésor.

I.3.3.2 Le marché hors cote

Ce marché est considéré comme un marché libre qui regroupe les sociétés faisant appel public à l'épargne et qui ne sont pas admises à la cote de la bourse. Ces sociétés présentent moins de garanties que les sociétés admises en cote, notamment pour les questions de transparence au niveau de l'information et de diffusion du capital au public

II. L'introduction à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.1 L'introduction à la bourse d'Alger

II.1.1 Le processus d'introduction à la bourse d'Alger

II.1.1.1 Phase de pré-introduction

II.1.1.1.1 La décision de l'opération

La décision d'introduction en bourse relève des prérogatives de l'assemblée générale des actionnaires. Pour le cas des entreprises publiques économiques, cette attribution est exercée par le conseil des participations de l'Etat.

Au-delà de cette décision, l'assemblée générale de l'entreprise se réunit en session extraordinaire pour adopter une résolution consacrant l'ouverture de son capital par le marché financier et mandater le conseil d'administration pour la réalisation et la mise en œuvre des moyens nécessaires pour le succès de l'opération.⁸⁷

⁸⁶ <http://www.bvmt.com.tn/alternatif/> consulté le 08-08-2020

⁸⁷ S. Mehami, N. Saidi, Op Citée, P75

II.1.1.1.2 La préparation juridique de la société

L'entreprise doit avoir l'accord des actionnaires sur le projet d'introduction, changer de statut juridique pour devenir une société anonyme, respecter un seuil de capital minimum et ces titres doivent être négociables. Ajouter à ces mesures légales d'autres mesures éventuelles doivent être respectées :

- ✓ 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 seuils⁸⁸

II.1.1.1.3 L'évaluation de l'entreprise

Pour évaluer une entreprise il y a plusieurs méthodes qui existent, généralement on connaît le passé d'une entreprise plus que son avenir mais il est conseillé de ne pas s'en tenir à une seule méthode.⁸⁹ La détermination du prix de vente ou d'émission de l'action est de l'ordre des experts comptables autre que le commissaire aux comptes de l'entreprise ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la commission (COSOB), sauf membre de cette dernière.

II.1.1.1.4 Le choix d'un intermédiaire en opération de bourse

❖ Sur le marché principal et marché des obligations

L'entreprise, qui demande l'admission de ses valeurs aux négociations sur le marché principal ou sur le marché des obligations, est tenue de désigner un IOB accompagnateur qui aura pour mission de l'assister, l'accompagner et la conseiller tout au long du processus d'introduction. Outre la fonction du conseil et d'assistance, l'IOB accompagnateur a pour tâche de décider avec l'entreprise d'une procédure de placement, d'une politique de marketing et, éventuellement, de la constitution d'un syndicat de placement qui permettra une plus large diffusion des titres optimisant ainsi les chances de placement⁹⁰

⁸⁸ L. Aissani, Op Citée, p42

⁸⁹ M. Adjoua, « L'impact de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises cotées à la bourse BRVM, cas de la SONATEL et SIVOA », mémoire de magister en maîtrise professionnalisée de gestion des entreprises et des organisations, option finance, (2001/2003), P62

⁹⁰ T ;Amarani, S.Amziane, « l'introduction des sociétés en bourse : cas NCA Rouïba », mémoire master en sciences économiques, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017, P66

Le choix de l'IOB peut se faire sur la base de critères objectifs ou subjectifs.

❖ Critères objectifs

✓ **L'efficacité** : l'entreprise se renseigne sur la capacité de son accompagnateur à l'assister à travers sa réputation et son expérience en matière d'introduction en Bourse ;

✓ **Le coût** : c'est un critère déterminant dans le choix de l'entreprise car l'introduction en Bourse est une opération dont les coûts sont relativement élevés, l'entreprise cherche à minimiser ses charges tout au long du processus.

❖ Critères subjectifs

Dans la plupart des cas et surtout en Algérie, l'IOB accompagnateur est une banque. La domiciliation d'une entreprise auprès d'une banque depuis plusieurs années et la relation de confiance qui s'est créée au fil du temps, peut jouer un rôle important dans le choix de l'entreprise, car la banque connaît les habitudes de son client, sa structure financière ainsi que ses perspectives de croissance.

➤ **Sur le marché des PME**

L'entreprise candidate à une introduction sur le marché des PME a pour obligation de choisir un promoteur en Bourse qui va l'accompagner lors de son processus d'admission et tout au long de son parcours sur ce marché, pour une période de cinq (05) ans. Le promoteur en Bourse est ainsi chargé de conseiller l'entreprise dans la préparation de l'opération d'admission, il est également, chargé de contrôler la PME et de s'assurer en permanence qu'elle respecte ses obligations d'information légales et réglementaires.

II.1.1.1.5 L'élaboration d'un projet de notice d'information

Ce document est destiné à l'information publique, constitue un document de base permettant de fournir à l'investisseur toute l'information nécessaire et fiable en vue de l'aider à asseoir sa décision. Ce document traite essentiellement de :

- ✓ L'organisation de la société
- ✓ Son activité, son patrimoine et sa situation financière
- ✓ Les caractéristiques des valeurs mobilières proposées dans l'offre de vente

Ce projet de notice devra être accompagné d'un projet de prospectus qui reprendra de façon assez brève le contenu des informations pertinentes, figurant dans la notice d'informations qui est destinée au grand public.⁹¹

⁹¹ K. Chahrit, « GUIDE TECHNIQUE ET PRATIQUES BANCAIRES , FINANCIERES ET BOURSIERES » Edition G.A.L (ex MLP), Alger, 2003, P70

II.1.1.1.6 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 ;
- ✓ Des informations sur la capitalisation ;
- ✓ Des informations économiques et financières ;
- ✓ Des documents juridiques ;
- ✓ Un rapport d'évaluation pour l'émission des actions.⁹²

II.1.1.1.7 Visa de la COSOB ⁹³

❖ Utilisation du projet de notice avant attribution du visa

Sur demande de l'émetteur, la COSOB peut autoriser l'utilisation du projet de notice d'information avant d'y apposer son visa aux conditions suivantes :

- ✓ Le projet de notice d'information ne peut être utilisé que par les banques, les établissements financiers ou les intermédiaires en opérations de bourse qui participent au placement des valeurs mobilières décrit dans le projet ;
- ✓ Le projet de notice d'information n'est utilisé que pour recueillir les intentions des souscripteurs
- ✓ L'intermédiaire financier qui utilise le projet de notice d'information met un exemplaire à la disposition de toute personne qui en fait la demande et tient un registre des noms et adresses des personnes auxquelles il le remet
- ✓ Le projet de notice d'information contient, en première page, une mention indiquant la forme provisoire de la notice, ainsi que la mise en garde suivante : « Un exemplaire du présent projet de notice d'information a été déposé auprès de la Commission, les renseignements qu'il contient sont susceptibles d'être complétés ou modifiés. Les titres qu'il décrit ne peuvent faire l'objet d'aucun placement ou engagement avant que la Commission n'ait apposé son visa sur la notice d'information dans sa forme définitive »
- ✓ L'utilisation du projet de notice d'information est faite sans publicité.

⁹²Guide d'introduction en Bourse, COSOB, Alger, 2013, P9

⁹³L. Akniouene, K.Ben Bouabdellah, Op Citée., P66

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

❖ Délai d'attribution du visa

A compter de la date d'accusé de réception du projet de notice d'information, la COSOB dispose d'un délai de deux (02) mois pour accorder ou refuser son visa ou, si elle demande une information complémentaire, d'un délai d'un (01) mois suivant sa réception.

❖ Attribution du visa

La COSOB notifie à l'émetteur, par écrit, le numéro et la date du visa de la notice d'information. Après l'obtention du visa, l'émetteur doit faire parvenir à la COSOB dix (10) exemplaires de la notice d'information, dont un revêtu de la signature du représentant légal de l'émetteur, celle du (des) commissaire(s) aux comptes et de celle du promoteur en Bourse, sous sa forme définitive. Le prospectus doit faire référence au numéro de visa et doit être daté et signé par le représentant légal de l'émetteur. Tout placard ou article publicitaire relatif à l'opération projetée doit mentionner le numéro de visa de la notice d'information, ainsi que les établissements auprès desquels cette notice est disponible.

❖ Signification du visa

Le visa de la COSOB ne comporte aucun jugement et ne peut, en aucun cas, être assimilé à une quelconque appréciation sur l'opération projetée ou une recommandation de souscription des titres proposés. Il signifie seulement, que les informations fournies par la notice d'information visée, paraissent véridiques et suffisantes pour que l'investisseur potentiel puisse fonder sa décision.

❖ Validité du visa

Si l'opération projetée n'est pas réalisée dans un délai de douze (12) mois, à compter de la date d'octroi du visa, l'émetteur est tenu de solliciter de nouveau le visa de la COSOB.

❖ Refus de visa

La COSOB peut refuser son visa pour les raisons ci-après :

- ✓ La notice d'information n'est pas conforme aux règlements et instructions de la COSOB
- ✓ La notice d'information n'est pas accompagnée des documents prévus par les règlements de la COSOB
- ✓ La notice est incomplète ou inexacte sur certains points ou omet de mentionner des faits qui devraient y être indiqués
- ✓ Les demandes de modifications notifiées par la COSOB ne sont pas satisfaites
- ✓ La protection de l'épargnant l'exige.

Dans tous les cas, la COSOB prévient, en temps voulu, l'émetteur et peut se prononcer à nouveau en fonction des nouvelles données fournies par l'émetteur.

II.1.1.1.8 Adhésion au Dépositaire Central des Titres (DCT)

La société qui demande l'admission de ses titres aux négociations en Bourse doit, préalablement à l'introduction en Bourse, justifier du dépôt de ses titres auprès du dépositaire central des titres

II.1.1.1.9 Champagne marketing et le road show

Afin de réussir le placement de ses titres, l'émetteur lance une campagne de publicité en utilisant tous les médias (radio, télévision, journaux, ...) et en distribuant ses prospectus et ses notices d'information à travers tous le réseau d'agences bancaires participant à l'opération.

Aussi, le road show⁴⁰ est la période durant laquelle les dirigeants d'une société sont mobilisés pour de nombreuses réunions avec les investisseurs ; ces réunions peuvent se dérouler sous forme de face à face, pour les investisseurs les plus importants, ou de grands rassemblements pour le grand public.

Le principal but de cette campagne est d'informer d'éventuels investisseurs de la qualité de l'entreprise, de son produit, de son marché, de ses résultats et de sa stratégie. Elle permet aussi de récolter les intentions de participation des investisseurs à la souscription du titre.⁹⁴

II.1.1.1.10 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.⁹⁵

II.1.1.2 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. Les entreprises peuvent être introduites selon la procédure ordinaire ou l'offre publique de vente.⁹⁶

⁹⁴L. Akniouene., K.Ben Bouabdellah, Op Citée, P67

⁹⁵Guide d'introduction en Bourse, Op Citée, P9

⁹⁶ T. Amarani, S.Ameziane, Op Citée., P72

II.1.1.2.1 Procédure ordinaire

La procédure ordinaire est celle qui permet à la SGBV, lorsqu'une valeur réunissant les conditions d'introduction a fait objet d'une décision d'admission notifiée par la COSOB, de procéder à l'inscription directe de la valeur à la cote pour y être négociée dans les conditions de cotation pratiquées sur le marché, à partir d'un cours d'introduction validé par la SGBV, sur la base des conditions de marché. La procédure ordinaire est utilisée, également, pour les valeurs assimilables à des titres déjà cotés, pour les PME dont les titres ont fait l'objet d'un placement préalable auprès d'investisseurs institutionnels, ainsi que pour les titres de créance émis par l'Etat, les collectivités locales ou par les sociétés par actions.

II.1.1.2.2 Procédure d'Offre publique de Vente (OPV)

L'offre publique de vente est une opération qui consiste en la mise en vente des titres de capital émis par des sociétés par actions selon des conditions précises de quantité et de prix, et ce, dans un cadre réglementé et édicté par la COSOB. Le règlement général de la Bourse d'Alger a défini deux (02) modes d'OPV :

❖ à prix minimal

La procédure d'offre publique de vente à prix minimal est la procédure qui consiste à mettre à la disposition du public, le jour de l'introduction, un nombre déterminé de titres à un prix minimal auquel les introducteurs sont disposés à les céder.

❖ OPV à prix fixe

La procédure d'offre publique de vente à prix fixe est celle qui consiste à mettre à la disposition du public, le jour de l'introduction, un nombre déterminé de titres à un prix ferme prédéterminé. Si les introducteurs le demandent, la SGBV peut procéder à l'emploi d'une offre publique de vente à prix fixe nominative. Dans ce cas, les ordres d'achat doivent être nominatifs et tout acquéreur ne peut émettre qu'un seul ordre d'achat déposé auprès d'un seul intermédiaire en opérations de bourse. Avec l'accord de la SGBV, les introducteurs peuvent prévoir que les ordres d'achat émis, en réponse à l'offre publique de vente à prix fixe, soient répartis en différentes catégories. Ces catégories peuvent être différenciées en fonction de la quantité de titres demandés ou de la qualité des donneurs d'ordres (institutionnels, particuliers, salariés, personnes morales, personnes physiques, autres ...). La SGBV arrête, en concertation avec les introducteurs, le résultat de l'offre et fixe, le cas échéant le taux de réduction applicable aux ordres en présence.

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

✓ **Déroulement de l'OPV**

Après la clôture de la période de souscription et la centralisation des ordres d'achat émanant des IOB, la SGBV procède dans un premier temps à leur validation de façon à détecter les ordres d'achat non conformes. La SGBV, après vérification de la satisfaction des conditions d'introduction déclare l'offre positive et procède à l'allocation des ordres selon des techniques de répartition conformes aux modalités arrêtées avec les introducteurs. Dans le cas où les conditions d'introduction ne sont pas réunies, l'offre est déclarée infructueuse, la SGBV refusera l'introduction du titre en Bourse.

✓ **Divulgarion des résultats**

Si l'offre est déclarée positive, le résultat de l'opération est rendu public au cours d'une séance spéciale de Bourse tenue à la SGBV. Cette dernière procédera à la publication de l'avis de résultat, une synthèse des résultats de l'opération, dans une édition du Bulletin Officiel de la Cote (BOC). Dans le cas contraire, l'introduction du titre à la cote sera refusée.

✓ **Dénouement de l'opération**

Le dénouement de l'opération sera assuré par le Dépositaire Central des Titres, etce, trois (03) jours ouvrables après la tenue de la séance de divulgation des résultats.

✓ **Première cotation du titre**

La SGBV fera paraître un avis ultérieur qui sera publié au BOC indiquant la date de la première séance de cotation du titre. Il confirmera, également, le cours de référence retenu pour la première séance de négociation, arrêté au prix de l'OPV à prix fixe et à la limite du dernier ordre servi de l'OPV à prix minimal.

✓ **Cérémonie de première cotation**

Le processus d'introduction s'achève par une cérémonie organisée par la SGBV, le jour de la première cotation du titre sur l'un de ses marchés, et ce, pour fêter une étape décisive du développement de l'entreprise. Sont présents à cette cérémonie, les dirigeants et les actionnaires fondateurs de l'entreprise, ainsi que l'ensemble des acteurs du marché, en l'occurrence COSOB, IOB, DCT, sociétés cotées,...etc. La SGBV associe également la presse à cette cérémonie offrant ainsi, la possibilité de communiquer plus largement sur l'introduction en Bourse. En perpétuant une vieille tradition du parquet de la Bourse, l'émetteur célébrera la cotation de son entreprise, en sonnant la cloche à l'ouverture de la séance de Bourse. La SGBV procédera à la diffusion des résultats de cette première cotation au BOC, comme elle procédera également, à la diffusion d'un communiqué de presse sur son site web ainsi qu'à son fichier de contacts presse. C'est uniquement à partir de cette date que l'entreprise est considérée comme étant une société cotée.

II.1.1.3 Phase de post-introduction

II.1.1.3.1 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'IQB; 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.⁹⁷

II.1.1.3.2 Publication de l'information

Une fois le titre coté en Bourse, l'émetteur doit porter à la connaissance du public tout changement ou fait important susceptible, s'il était connu, d'exercer une influence significative sur le cours des titres. De même, il est appelé à diffuser dans le public et à déposer au niveau de la COSOB, de la SGBV et du Dépositaire Central des titres les rapports de gestion ainsi que les états financiers annuels et semestriels.

II.1.2 Les frais d'introduction en bourse

Tableau n° 02: les frais d'une introduction en bourse.

Entité	Redevance et commissions
COSOB	<p>Visa de la notice d'information</p> <p>La redevance versée à la COSOB est fixée à 0,075 % du montant de l'émission ou de l'offre publique, plafonnée à cinq (05) millions de dinars</p>
SGBV	<p>Admission en bourse</p> <p>Le taux de la commission perçue par la SGBV est fixé à 0,05 % du montant nominal admis. Le montant de cette commission ne peut être supérieur à 2 500 000 DA.</p> <p>Les frais d'inscription d'un titre à la cote</p> <p>Inscription initiale..... 400 000 DA</p> <p>Inscription additionnelle 100 000 DA</p> <p>Substitution et modification 100 000 DA</p> <p>Les frais de maintien à la cote : 200 000 DA pour les actions 300 000 DA pour les obligations</p> <p>Les frais d'organisation d'OPV</p> <p>Partie fixe : 1 000 000 DA</p>

⁹⁷ L. Aissani, Op Citée, P45

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

	Partie variable : 100 000 DA par tranche de 1000 ordres traité
Dépositaire central	<p>Les frais d'adhésion au dépositaire central des titres</p> <p>Le taux est fixé à 0,01 % du capital social ; le minimum de la perception est de 20 000 DA et le maximum est de 200 000 DA.</p>
IOB chef de fil	Frais liés aux prestations réalisées par l'IOB accompagnateur et par les autres banques constituant le syndicat de placement (commission de placement).

Source : www.cosob.org

II.2 L'introduction à la bourse de Casablanca

II.2.1 Les conditions d'admission

Les sociétés désireuses d'être sur l'un des trois compartiments doivent impérativement respecter les critères suivants présentés dans le tableau :

Tableau n° 03 : les conditions préalables à l'introduction en bourse au Maroc

LES TITRES DE CAPITAL NEGOCIABLES			
Critères	1er compartiment	2ème compartiment	3ème compartiment
Profil des entreprises	Grandes entreprises	Entreprises de taille moyenne	Entreprises en forte croissance
Capitaux propres (minimum)	50 000 000 MAD	Pas de limite fixée	Pas de limite fixée
Chiffre d'affaire (Minimum)	Pas de limite fixée	Plus de 50MDH	Pas de limite fixée
Nombre d'exercices Certifiés	3	2	1

Source : Bourse de Casablanca, introduction en bourse. Fiche thématique. p.1-12.

Tableau n° 04: les conditions additionnelles à l'introduction en bourse au Maroc.

TCN : tires de créances négociables	
Critères	Compartiment distinct
Montant de l'émission	20 000 000 MAD
Durée de l'émission (minimum)	2ans
États financiers certifiés	2ans

Source : Bourse de Casablanca, introduction en bourse. Fiche thématique. p.1-12.

II.2.2 La procédure d'introduction en bourse ⁹⁸

II.2.2.1.1 Constituer le dossier de l'opération

Cette première étape consiste à préparer le dossier d'introduction en bourse de votre entreprise. Pour ce faire, vous aurez à faire appel à :

❖ Les préalables

Le conseiller financier et coordinateur global de l'opération (banque d'affaires) vous assistera et vous conseillera avant et pendant l'opération à travers :

- ✓ l'évaluation de votre entreprise ;
- ✓ la réalisation d'aménagements juridiques, comptables et fiscaux ;
- ✓ l'établissement du calendrier indicatif de l'opération ;
- ✓ la détermination du prix de l'action offerte;
- ✓ le choix de la date de première cotation ;
- ✓ l'élaboration de la Note d'Information;

❖ Commissaires aux Comptes

Les commissaires aux comptes se chargent de :

- ✓ certifier les comptes sociaux des exercices précédant l'introduction en bourse de votre entreprise;
- ✓ conseiller dans la réalisation de restructurations préalables et les modifications statutaires nécessaires à l'opération.

II.2.2.1.2 Constituer le dossier de l'opération

Pour franchir cette étape, vous devrez solliciter l'intervention de deux entités

⁹⁸www.casablanca-bourse.com consulté le 08-08-2020

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

❖ Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

Etant l'autorité de contrôle du marché boursier, le CDVM reçoit en premier le dossier d'introduction en bourse de votre entreprise. Celui-ci comprend un ensemble de documents, notamment la Note d'Information.

Le CDVM se charge de l'instruction de l'opération en vérifiant que celle-ci est conforme aux règles en vigueur. A la fin de cette étape, le CDVM donne son visa, après approbation de l'opération par la Bourse de Casablanca. Toutefois, ce visa ne cautionne aucunement l'approbation du CDVM quant à l'opportunité de l'opération ou l'authentification des informations présentées, mais plutôt la pertinence et la cohérence de l'information donnée par l'entreprise sur l'opération d'introduction en bourse proposée au public.

❖ La Bourse de Casablanca

Il s'agit de la société gestionnaire du marché. Elle intervient, dans un premier temps, avant l'obtention du visa du CDVM, dans le cadre de :

- ✓ l'assistance dans le choix de procédure de la première cotation ;
- ✓ l'émission de l'avis d'approbation de l'opération ;
- ✓ la fixation du calendrier définitif de l'opération.

II.2.2.1.3 L'organisation des souscriptions

Après validation du dossier de l'opération, votre conseiller financier désignera le syndicat de placement qui se chargera de placer les titres de votre entreprise auprès du public.

Le syndicat de placement est constitué :

- ✓ d'un chef de file à l'image d'un chef d'orchestre ;
- ✓ des sociétés de bourse et/ou banques désignées pour collecter les souscriptions.

Durant la période de souscription, les membres du syndicat de placement collectent les bulletins de souscription. La Bourse de Casablanca centralise les souscriptions remises par les membres du syndicat de placement et prépare les résultats techniques qui seront rendus publics.

Ces résultats présentent de manière globale et détaillée l'opération, notamment le nombre de souscripteurs par type d'ordres, par catégorie de souscripteurs, par nationalité et par région.

II.2.2.1.4 Cotation des titres

Il s'agit de l'introduction effective de votre entreprise en bourse, appelée également premier jour de cotation. A partir de cet instant, votre société sera officiellement cotée. Elle disposera d'un « Ticker », diminutif de la raison sociale et d'un code valeur unique.

II.3 L'introduction à la bourse de Tunis

II.3.1 Les conditions d'admission

L'entreprise candidate à l'introduction en bourse doit choisir le marché sur lequel elle souhaite s'introduire, la bourse dispose de deux marchés de titres de capital : le marché principal et le marché alternatif. L'admission à l'un des marchés implique que les conditions ci-après soient satisfaites par l'entreprise.⁹⁹

❖ Les conditions communes d'admission au marché principal et au marché alternatif:

✓ Les sociétés désirantes s'introduire à ces marchés doivent remplir les conditions suivantes :

✓ Publication des comptes annuels certifiés des deux derniers exercices avec possibilité de dérogation pour les sociétés dont l'entrée en activité est inférieure à 2 ans ;

✓ Diffusion de 10% du capital dans le public avec possibilité de dérogation en cas de diffusion d'un montant de 1 million de dinars tunisien.

✓ Présenter un rapport d'évaluation sur les actifs de la société ;

✓ Disposer d'une organisation adéquate, d'un audit interne, d'un contrôle de gestion.

✓ Présenter des informations prévisionnelles sur 05 ans, établies par le conseil d'administration, accompagnées de l'avis du commissaire aux comptes.

✓ Produire un prospectus d'admission visé par le conseil du marché.

L'entreprise doit aussi rendre public les éléments suivants :

✓ Les états financiers semestriels et annuels.

✓ Les indicateurs d'activité trimestriels.

❖ Les conditions spécifiques

Chaque marché exige des conditions spécifiques:

a. Pour le marché principal

✓ Les deux derniers exercices bénéficiaires, cette condition n'est pas exigée si la société s'introduit par la procédure d'inscription directe suite à une augmentation de capital.

⁹⁹Guide de l'introduction des sociétés en bourse, Bourse de Tunis, Octobre 2012

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

✓ Répartition des titres de la société détenus par le public entre 200 actionnaires, au moins au plus tard le jour de l'introduction.

b. Pour le marché alternatif

✓ la condition de bénéfice n'est pas exigée.
✓ répartition des titres de la société détenus par le public entre 100 actionnaires au moins ou 5 actionnaires institutionnels au plus tard le jour de l'introduction.

✓ la condition de capital minimum n'est pas exigée.
✓ l'admission peut être également demandé par une société quand son capital est détenu depuis plus qu'un an à hauteur de 20% au moins par deux investisseurs institutionnels au minimum.

✓ l'admission peut être également demandé par une société en cours de constitution par appel public à l'épargne (cas de grands projets), pour ce cas l'admission au marché alternatif est prononcée directement par le CMF.

II.3.2 Les coûts d'introduction en bourse de Tunis

Une introduction en bourse engendre pour l'entreprise un ensemble de coûts financiers, directs et indirects.

❖ Les coûts indirects

Les coûts indirects sont difficilement chiffrables, mais ils doivent être pris en considération car pouvant peser sur les charges de l'entreprise. Il s'agit de tous les coûts liés à la mobilisation des dirigeants de l'entreprise qui vont décider, suivre et gérer tout le processus de l'introduction en bourse. A cela, s'ajoute les coûts inhérents à la mise en place du système de « corporate governance ». Ces derniers ne sont pas à mettre exclusivement sur le compte de l'introduction en bourse dans la mesure où ils bénéficient à l'amélioration globale de la gestion de l'entreprise, mais ils ne doivent pas être occultés.

❖ Les coûts directs sont de trois ordres :

✓ **La rémunération des experts, conseillers et intermédiaires en bourse** : leur intervention fait l'objet d'honoraires libres qui se négocient en fonction de la nature de la mission qui leur est confiée (volume de travail, niveau d'expertise sollicité...)

✓ **La commission du Conseil du Marché Financier (CMF)** : il s'agit d'une commission rémunérant le visa du prospectus d'admission en bourse. Elle varie de 375 à 3 000 dinars.

Chapitre 01 : l'introduction des sociétés en bourse

✓ **Les commissions de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT)**

➤ La commission d'admission : elle est perçue lors de l'introduction est calculée en fonction du capital de l'entreprise concernée. Elle varie de 2 500 à 10 000 dinars.

➤ La commission de séjour : elle est perçue annuellement. Elle varie de 1 000 à 2 000 dinars.

Les commissions de la Société Tunisienne Interprofessionnelle de Compensation et de Dépôt des Valeurs Mobilières (STICODEVAM) L'entreprise émettrice de titres de capital doit payer

✓ un droit d'admission représentant 0.02% du montant du capital admis avec un plafond de 5 000 dinars.

✓ une cotisation annuelle variant de 5 000 à 30 000 dinars.¹⁰⁰

¹⁰⁰ Guide d'introduction en bourse, bourse de Tunis, 2014

Conclusion du chapitre 1

Le concept de marché financier date de l'antiquité. Il représente l'un des deux circuits de financement de l'économie à côté de l'intermédiation bancaire.

Il favorise la croissance économique et joue un rôle majeur dans l'expansion des activités financières et assure la liquidité des capitaux.

Sur ce marché, différents instruments financiers sont échangés entre les agents économiques. Ces derniers, peuvent se protéger contre le risque financier grâce aux produits dérivés.

Les pays du Maghreb (Algérie, Tunisie et Maroc) sont désormais engagés dans la voie de la modernisation de leurs économies à travers l'ouverture des marchés financiers.

L'introduction en bourse assure l'ouverture du capital de l'entreprise au public. L'entreprise introduite bénéficie de plusieurs avantages lors de son introduction. Cependant, le marché financier lui exige un comportement nouveau qui peut paraître contraignant. Chaque marché financier a ses propres conditions d'admissions et les entreprises passent par une préparation minutieuse lors de l'introduction vue l'importance de cet acte dans leurs vies.

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

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

Introduction

Dans le processus d'introduction, l'entreprise doit passer par l'étape d'évaluation. Celle-ci permet de valoriser le patrimoine de l'entreprise à travers plusieurs méthodes.

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

Dans ce chapitre composé de deux sections, nous présentons d'abord les préalables à l'évaluation d'entreprise et la démarche à suivre. Nous présentons ensuite les méthodes d'évaluation afin de déterminer la valeur de l'entreprise.

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

Section 01 : Généralités sur l'évaluation d'entreprise

I. L'évaluation d'entreprise

I.1 Définition

Pour Honigman .C.N et Tubian .M, « L'évaluation de l'entreprise, c'est la détermination de la valeur de l'entreprise. Cette détermination peut être faite à l'aide de l'actif net comptable réévalué ou d'après le montant du résultat. »¹⁰¹

Selon J.E.P alardet F.Imbert: « Evaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeur aux actifs d'une entreprise ou à ses titres et en aucun cas proposer un prix »¹⁰²

D'après ses définitions l'évaluation d'entreprise est une démarche structurée pour déterminer la valeur financière et économique de cette entreprise sur le marché. Le prix de l'entreprise est fixé par le croisement entre l'offre et la demande tandis que sa valeur est ce qu'elle apporte à l'acquéreur.

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

I.2 Pourquoi évaluer ?

La nécessité d'évaluation d'une entreprise se rencontre dans les cas suivants :

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

- ❖ Détermination de la valeur actuelle des titres afin de provisionner une éventuelle dépréciation.

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

- ❖ La détermination de la valeur d'échange pour une fusion afin de déterminer le rapport d'échange entre les titres échangés ou pour une Offre Publique d'Echange (OPE).

¹⁰¹ C.N. Honigman. H.M. Tubiana, « DIAGNOSTIC EVALUATION ET TRANSMISSION DES ENTREPRISES », édition LITEC, 1992, p320,

¹⁰² J-E. Palard. F. Imbert, « GUIDE D'EVALUATION D'ENTREPRISE », Eyrolles, 2013, P29

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

L'évaluation de l'entreprise se rencontre également dans les situations suivantes : l'évaluation du bilan par le banquier pour vérifier la solvabilité de son client, l'évaluation périodique de l'entreprise dans le but de mesurer la qualité de la gestion et pour connaître la croissance de la valeur de la société pour assurer un meilleur rendement à ses capitaux (pour un investisseur), l'évaluation intervient également pour des raisons fiscales, car la valeur de l'entreprise constitue l'assiette de l'impôt.¹⁰³

I.3 Les différents types de la valeur

I.3.1 La valeur d'acquisition

Elle désigne le coût d'achat, elle est inscrite à l'actif du bilan, elle ne tient pas compte de l'inflation ce qui risque de sous évaluer certains biens.

I.3.2 La valeur liquidative

Elle résulte d'une liquidation forcée de l'entreprise. Dans ce cas on risque d'assister à un bradage des éléments d'actif.

I.3.3 La valeur à la casse :

Elle est définie par le prix de vente des équipements considérés hors d'usage. Selon cette formule l'évaluation peut se faire au poids des métaux composant les biens hors exploitation pour lesquels il n'existe pas le marché de l'occasion, c'est une technique utilisable pour les équipements lourds très anciens technologiquement et entièrement dépassés.¹⁰⁴

I.3.4 La valeur à neuf ou de reconstitution

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

I.3.5 La valeur vénale

Elle est définie comme le prix de cession résultant de l'offre et de la demande, c'est le prix que l'on peut retirer raisonnablement du marché dans le cadre d'une opération sans urgence. Elle convient pour les biens hors exploitation

I.3.6 La valeur d'utilisation

Elle représente la dépense qu'il faudrait engager pour acquérir un bien ayant les mêmes qualités et les mêmes performances.

¹⁰³W. Iguergaziz, « Problématique d'évaluation des entreprises algériennes dans le cadre de la privatisation », Mémoire de magister en Sciences Economiques Option: Monnaie-Finance-Banque, Université de Mouloud Mammeri de Tii-Ouzou, 2011, P 13

¹⁰⁴W. Iguergaziz, Op Citée, P21

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

La valeur d'utilisation est particulièrement utilisée pour les biens d'exploitation, cela suppose qu'il y ait continuité de l'exploitation sur la base des moyens actuels.

I.3.7 La valeur d'assurance

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

I.3.8 La valeur marchande

Elle consiste à déterminer la valeur marchande pratiquée dans la région (sur le marché) dans une situation de rareté. La valeur marchande est supérieure à la valeur à neuf. Elle est rapprochée de la valeur vénale puisqu'elle intègre les règles de l'offre et de la demande, cependant, la valeur à déterminer par cette méthode peut ne pas être celle résultante de la confrontation entre l'acheteur et le vendeur mais peut être déterminée par enquête et recoupements de prix marchands sur des opérations déjà réalisées. Il est à souligner la subjectivité ou le caractère aléatoire de certaines valeurs par rapport à d'autres calculées à partir de ces concepts car dépendant de certaines circonstances bien particulières.

I.4 La démarche d'évaluation

La valorisation finale d'une entreprise est la conclusion d'un processus d'évaluation qui s'effectue en plusieurs étapes. Nous présenterons dans ce qui suit les principales étapes constituant la démarche d'évaluation d'entreprise.

I.4.1 La collecte d'informations

L'évaluateur recueille l'information sur la société et son environnement, cette étape est la plus longue et la plus délicate, en effet, croire que l'évaluation peut se faire sur la base des états financiers est une grave erreur, ils constituent un point de référence mais loin d'être des données suffisantes pour l'évaluateur. Cette première phase permet la prise de connaissance générale de l'entreprise et de son environnement, qui débute généralement par une visite sur place afin d'apprécier le contexte général de l'entreprise (locaux, appareils de production...), cette étape doit être également une occasion de rencontrer les responsables pour faire un tour d'horizon de la société et de ses concurrents.

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

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

Tableau n° 05 : les principales données à recueillir pour l'évaluation d'une entreprise

Informations chiffrées	Informations qualitative
<ul style="list-style-type: none">J Etats financiers des trois dernières années : bilan, compte de résultat, annexe et tableau des flux de trésorerie.J Rapports des commissaires aux comptes.J Méthode d'amortissement des immobilisationsJ Tableaux d'amortissement.J Répartition du capital social.J Liste des rémunérations des différents salariés.	<ul style="list-style-type: none">J Organisation de l'entreprise.J Méthodes de management.J Stratégie du chef d'entreprise.J Compétence des salariés.J Etat du matériel.J Concurrence et positionnement sur le marchéJ Connaissance du secteur d'activité.J Potentiel du secteur (croissance, déclin).J Connaissance du type de client.J Répartition de la clientèle.J Relation avec les fournisseurs.J Examen des contrats (assurance, travail, ...).

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

I.4.2 L'élaboration du diagnostic de l'entreprise

En utilisant l'information collectée, un diagnostic d'entreprise peut être effectué. Ce diagnostic sert avant tout à comprendre le "business model"¹⁷ – ou modèle d'affaire – de l'entreprise à évaluer d'un point de vue stratégique et financier.¹⁰⁵

I.4.2.1 Le diagnostic financier

Le diagnostic financier permet d'identifier les déterminants de la performance économique et financière de l'entreprise sur le long terme, d'analyser sa structure de financement et d'évaluer sa solidité financière. Il doit notamment répondre aux interrogations portant sur la solvabilité de l'entreprise, ses performances, sa croissance et les risques qu'elle encourt

I.4.2.2 Le diagnostic stratégique

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

¹⁰⁵A. Saidi, Op Citée., P17

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

❖ Le diagnostic externe porte principalement sur l'analyse du marché et de l'environnement de l'entreprise.

❖ Le diagnostic interne a pour vocation de comprendre le fonctionnement de l'entreprise, et de déterminer les domaines d'activités sur lesquels elle entend se développer. Il s'intéresse notamment au système de production au niveau des investissements et à la stratégie de distribution. D'autres éléments, à l'instar du diagnostic fonctionnel et d'un audit général, doivent compléter le diagnostic d'entreprise.¹⁰⁶

I.4.3 Choisir une méthode d'évaluation

L'évaluateur doit sélectionner parmi les différentes méthodes d'évaluation celles à retenir pour valoriser l'entreprise et justifier également les méthodes d'évaluation à écarter.

❖ L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique. Elle vise à dégager une valeur de marché pour le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels.

❖ L'approche dynamique ou méthode actuarielle : « Cette approche vise à déterminer la valeur d'une entreprise en se fondant sur l'hypothèse qu'elle restera en exploitation durant un avenir prévisionnel »¹⁰⁷

❖ L'approche analogique appelée aussi « l'approche des comparables » ou « l'approche des multiples » est fondée sur l'application à la société évaluée des multiples observés lors de transactions (acquisitions, sessions) récentes enregistrées dans le même secteur ou lors de cotations boursières »¹⁰⁸

Le choix des méthodes est fonction de certains éléments tels que :

- ❖ L'information disponible
- ❖ L'objectif de la valorisation
- ❖ La taille de l'entreprise
- ❖ La possibilité de faire des prévisions sur l'activité

I.4.4 Elaboration du business plan

Un 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.

¹⁰⁶ J-E. Palard, F.Imbert, Op citée, P85.

¹⁰⁷ G. Chapalain, « PRATIQUE MODERNE DE L'EVALUATION », EMS édition, Paris, 2004, P113-114.

¹⁰⁸ C-A. Duplat, Op Citée., P151

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

L'ensemble des prévisions financières d'une entreprise est souvent dénommé business plan. Le travail de l'évaluateur consiste à prendre en compte ces informations pour construire des états financiers prévisionnelles de la société à valoriser.

I.4.5 Détermination des hypothèses et des paramètres de l'évaluation

En fonction des méthodes d'évaluation retenues, un certain nombre d'hypothèses et de retraitements doivent être effectués pour obtenir la valorisation finale de l'entreprise. Le tableau suivant récapitule les principales hypothèses relatives à l'estimation des paramètres dans chacune des approches de l'évaluation.

Tableau n° 06 : Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation.

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

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

	actualisés au cout du capital.	capital. J Horizon du business plan J Valeur finale. J Taux de croissance des flux à l'infini.
--	--------------------------------	---

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

I.4.6 Construction d'une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur

Enfin, à l'issu de l'évaluation une fourchette de valeur est dégagée sur la base de laquelle, les négociations sont engagées, c'est la discussion entre l'acheteur et le vendeur pour arriver à un accord sur le prix de cession et d'autres points concernant la transaction. « Négociier c'est abandonner le terrain technique de l'évaluation pour aborder celui, difficile de la psychologie. Cette étape se décompose en trois parties : la préparation de la négociation et la négociation proprement dite, la concrétisation de la négociation par des actes juridiques »¹⁰⁹. Ainsi en fonction de l'offre et de la demande et les rapports de force entre les parties un prix sera dégagé.¹¹⁰

¹⁰⁹ B. Mariguait, C. Kalb, M. Vernet, « UNE ENTREPRISE PME/PMI, L'EVALUATION, LE PLAN DE REPRISE », édition A.N.C.E, 1994, p67

¹¹⁰ W. Iguergaziz, Op Citée, P15

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

Section 02 : les méthodes d'évaluation d'entreprise

I. Les méthodes d'évaluation

I.1 L'approche patrimoniale ou statique

L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique, elle a pendant longtemps été la plus utilisée pour la valorisation des entreprises. Le fondement essentiel des approches patrimoniales est, comme leur nom l'indique, une approche en terme de valorisation des différents éléments patrimoniaux qui composent la firme, il s'agit donc d'évaluer ce qui appartient à l'entreprise. C'est une approche qui part du bilan et compare ce que l'entreprise possède (*actif*) à ce qu'elle doit (*passif*).

Nous verrons dans cette section les méthodes patrimoniales les plus utilisées :

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

I.1.1 La méthode de l'actif net comptable

I.1.1.1 Définition

«L'ANC représente l'excédent des biens et des créances détenues par l'entreprise, qui forment l'actif du bilan, sur les dettes du passif exigible, qu'elle a envers les tiers».¹¹¹

La valeur d'actif net comptable appelée aussi «Valeur mathématique comptable» est calculée sur la base du dernier bilan disponible, dans ce calcul les actifs et les dettes sont retenus pour leurs valeurs comptables.¹¹²

Historiquement, il s'agit de la technique d'évaluation la plus ancienne, la plus répandue et la plus rapide.

I.1.1.2 Calcul de l'ANC

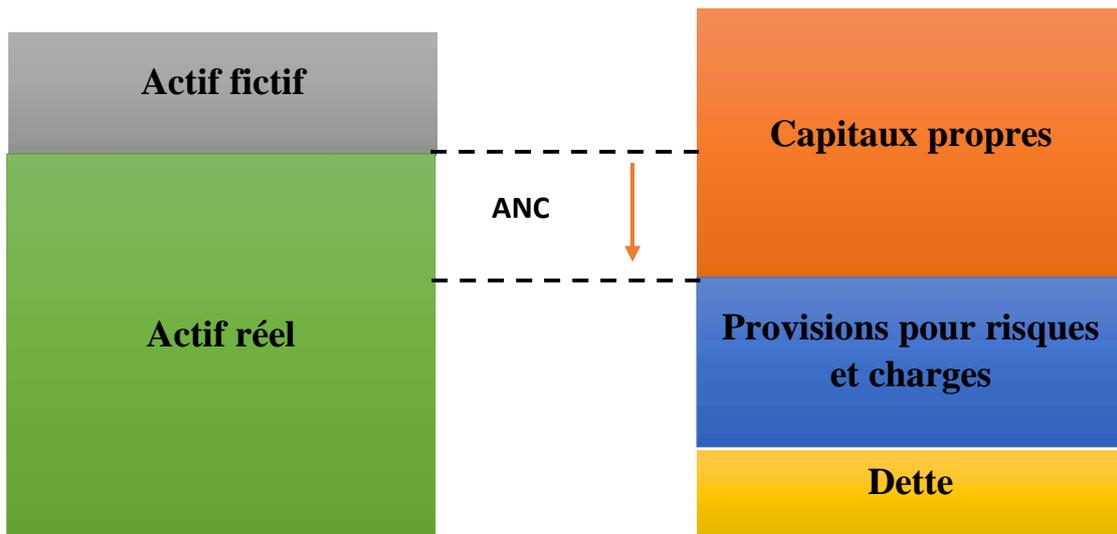
Selon le nouveau système comptable financier, les réévaluations se font avant l'établissement de fin d'année, donc l'actif net comptable est directement calculé à partir du bilan certifié de fin d'année. Il est calculé comme suit:

¹¹¹ M. Refait, « L'ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE », presse universitaire de France, 1994, P70

¹¹² PH. De la Chapelle, « L'ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE », 2ème, éd, édition Economica, Paris, 2004, p5

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

Figure n° 02 : Calcul de l'ANC



Sources : J-M. Palou « LES METHODES D'EVALUATION D'ENTREPRISE », groupe revue fiduciaire, 2003, paris, p34.

Calcul par le haut du bilan :

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

Calcul par le bas du bilan :

ANC = actifs - (dettes + Provisions) - actif fictifs + dettes fictives

❖ Actifs Réels :¹¹³

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

❖ Actifs Fictifs

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...).

¹¹³ S. Pariente, Op Citée, P192

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

✓ **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 écarts de conversion actif non approvisionné** : 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 ». ¹¹⁴

✓ **Frais d'émission d'emprunt**

✓ **Frais d'acquisition d'immobilisation** ¹¹⁵

❖ Remarque

Les charges constatées d'avance correspondent soit à des biens corporels (fournitures non consommées à la fin de l'exercice), soit à des créances en nature (loyer payé d'avance) et ne doivent pas être considérées comme de l'actif fictif

❖ 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.

❖ Dette Fictives

Les dettes fictives sont :

✓ **Les écarts de conversion passif**

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

I.1.2.1 Définition

Selon Philippe De La Chapelle « il s'agit, sur la base du dernier bilan disponible, de corriger une à une les valeurs comptables (valeur historique à l'origine) des actifs et, le cas échéant, du passif envers les tiers, pour les porter à leurs valeurs de marché, faisant ainsi apparaître les plus ou moins-values potentielles qui viendront alors modifier à due concurrence la valeur des fonds propres ». ¹¹⁶

¹¹⁴ E. Cohen, « ANALYSE FINANCIERE », Economica, 4eme édition, France, 1997, P252.

¹¹⁵ J-M. Palou, Op Citée., P34

¹¹⁶ PH.De La Chapelle, Op Citée, P58

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

D'après Emmanuel Tchemeni « L'ANCC correspond à un actif net comptable, mais corrigé des données économiques et financières venant modifier les valeurs de certains postes du bilan : les éventuelles conséquences fiscales, une sous-évaluation d'actifs immobilisé ou des impôts latents ». ¹¹⁷

I.1.2.2 Calcul de l'ANCC

ANCC = Valeur de l'entreprise = Actifs corrigée – Dettes corrigées ANCC = Valeur de l'entreprise = (Actifs réels – Dettes réelles) + Plus-values latentes – Moins-values = Actif net comptable + Plus-values latentes – Moins-values

❖ Postes à modifier

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

1) Correction de l'actif

a) Immobilisations incorporelles

Tableau n° 07 : correction des immobilisations incorporelles

Type d'actif	Norme IAS IFRS	Méthode d'évaluation
Frais d'établissements	Non immobilisés.	Actif fictif sans valeur vénale.
Frais de recherche et développement (R&D).	Traitement distinct : Recherche : non immobilisé. Développement : immobilisé si le produit fournit des avantages économiques futurs.	Evaluation des avantages économiques futurs générés par les dépenses de R&D. Si ces avantages futurs son nuls, ces dépenses n'ont pas de valeur vénale ²¹ et doivent être imputées sur les charges de l'exercice.
Brevets	Immobilisés et amortis sur la durée d'utilisation. Comparaison de la valeur économique du brevet et de la valeur nette comptable (VNC).	Evaluation à partir de la capitalisation du profit net dégagé par le brevet sur sa durée d'utilisation. Valeur de cession du brevet si le brevet ne produit plus d'avantages économiques.

¹¹⁷ E. Tchemeni, « EVALUATION DES ENTREPRISE », édition economica, Paris, 1993, p10

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

Marques	Immobilisées mais non amorties (durée de vie indéfinie)	Valorisation du surprofit lié à l'exploitation de la marque Méthode interbrand : actualisation à l'infini du supplément de résultat attribuable à la marque par rapport au produit générique.
Fonds commercial (IAS 38)	Créé en interne : non immobilisé. Acquis : immobilisation possible mais soumise à des tests de dépréciation.	Application du barème de l'administration fiscale (% du chiffre d'affaires ou de l'actif net). Méthode du goodwill.
Ecart d'acquisition (IAS 36)	Immobilisés et amortis (pas de durée précise).	Méthode DCF d'évaluation des unités génératrices de trésorerie (UGT).

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

b) Immobilisations corporelles

Tableau n° 08 : correction des immobilisations corporelles

Type d'actif corporel	Normes IAS IFRS	Méthode d'évaluation
Terrains (IAS 16)	Non amortissables	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Approche par le marché : Prix au mètre carré des transactions récentes et des caractéristiques du terrain. ❖ Approche par les revenus : actualisation des revenus nets moyens ❖ Approche par les coûts : Remise aux normes environnementales après exploitation (mines, nucléaire...).
Constructions (IAS 16)	Comptabilisation des constructions séparément des terrains : Amortissables par composant, si elles sont classées en propriété.	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Approche par le marché : prix au mètre carré des transactions récentes pour des biens ayant des caractéristiques proches. ❖ Approche par les revenus : actualisation des revenus nets moyens (location).

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

	Non amortissables, si elles sont classées en investissement.	❖ Approche par les coûts : évaluation de la valeur de remplacement par composant et de la remise aux normes.
Installations techniques matériel et outillage (IAS 16)	Amortissement calculé sur l'écart entre la valeur d'acquisition et la valeur résiduelle.	En général, pas de réévaluation : la valeur nette comptable (VNC) est une bonne estimation de la valeur d'usage. En cas de revente, réévaluation de l'actif à la valeur de marché
Autres actifs corporels (IAS 16)	Amortissables	Valeur nette comptable (VNC). Réévaluation à la valeur de marché en cas de revente.

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

c) Immobilisations financières

❖ Titres et Participations

Si ces deux éléments sont cotés, le cours boursier est une valeur pertinente, s'ils ne le sont pas cotés, il faut évaluer l'entreprise dans sa totalité selon les différentes méthodes. Dans le cas où la participation est minoritaire, l'actualisation des dividendes futurs est la meilleure méthode.

❖ Créances et Prêts

Il faut s'assurer que les prêts accordés par la société seront honorés, s'ils sont à long terme (plus d'an), il faut actualiser les flux, qui seront perçus au taux auquel le bénéficiaire pourrait s'endetter aujourd'hui.

d) Actifs circulants

« L'actif circulant s'oppose à l'actif immobilisé dans la mesure où la notion de longévité sous-entendue dans les immobilisations laisse la place au court terme (actif circulant) »¹¹⁸

¹¹⁸ B. Menier-Rocher, « LE DIAGNOSTIC FINANCIER », Ed d'Organisation, 2003, p16

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

Tableau n° 09: correction de l'actif circulant

<p>Stock</p> <p>« Le stock est l'ensemble des marchandises accumulées en attente d'être transformées ou vendues »¹¹⁹</p>	<p>Les stocks sont inscrits au bilan, dans la plupart des cas, à leur prix de revient, éventuellement minoré d'une provision pour dépréciation.</p> <p>Il faut s'assurer que:</p> <ul style="list-style-type: none">❖ 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.
<p>Créance</p>	<p>Les créances sont retenues en comptabilité pour leur valeur nominale et, par prudence, une provision pour dépréciation est constituée lorsqu'il existe une perte probable. L'évaluateur doit vérifier que l'entreprise a correctement évalué le risque de non-recouvrement des créances.</p> <p>Si nécessaire, cette provision doit être ajustée en fonction d'événements récents (liquidation judiciaire d'un client...).</p> <p>De plus, pour les créances dont l'échéance est lointaine, les fluctuations des taux d'intérêt peuvent affecter leur valeur. Il vaut mieux prendre, quand cela est possible, la valeur présente des flux attendus calculée en prenant comme taux d'actualisation le taux d'intérêt à long terme actuel.</p>

¹¹⁹ P. Vizzavona, « PRATIQUE DE GESTION, ANALYSE PREVISIONNELLE », Ed Berti, 1991 P45

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

Trésorerie	<p>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.</p> <p>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.</p> <ul style="list-style-type: none">❖ Une compensation entre les titres est possible sous deux conditions,❖ Les titres doivent être cotés de façon régulière sur un marché organisé <p>Ces titres ne doivent pas être des actions ou autres titres de capital émis par la société et détenus par elle</p> <p>Si les titres ne sont pas cotés, ils seront estimés à leur valeur probable de négociation (valeur de rendement, actif net) en faisant référence, si possible, à des transactions intervenues récemment.</p> <p>L'absence de liquidités de ces titres peut exiger un abattement important en fin de calcul.</p> <p>Le taux en est difficile à déterminer, compte tenu de la spécificité de chaque cas d'espèce. Un abattement de l'ordre de 15 % à 25 % ne paraît pas excessif</p>
-------------------	---

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

2) Correction du passif :

a) Dette financière :

Pour les dettes à court terme, leur valeur de marché est assimilée à leur valeur comptable, pour celle à long terme, il faut les réévaluer selon le principe d'actualisation.¹²⁰

¹²⁰ L. Aissani, Op Citée, P76

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

e) 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.

f) Les engagements hors bilan

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

3) Prise en compte de la fiscalité

L'évaluation peut se réaliser dans un objectif transactionnel (cession et fusion) ou en dehors de toute idée de transaction. Dans ce dernier cas, aucune fiscalité n'est à retenir, dans le premier cas, il faut retenir les règles fiscales relatives aux fusions.¹²¹

✓ Fiscalité sur éléments de capitaux propres

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

¹²¹W. Iguergaziz, Op Citée., P69

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

✓ **Fiscalité sur actifs réévalués**

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

) **Actifs immobilisés nécessaires à l'exploitation**

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

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

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

) **Actifs circulants**

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

✓ **Fiscalité sur actifs fictifs**

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

✓ **Fiscalité sur charges à répartir**

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

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

➤ Intérêt et limite de cette méthode

Les méthodes patrimoniales sont des méthodes privilégiées par de nombreux évaluateurs, elles sont faciles et simples à appliquer car l'information est disponible et accessible². Il suffit d'un bilan pour calculer l'ANC et pour les corrections de l'ANCC, l'évaluateur dispose de plusieurs indicateurs : prix des matières premières, loyer et prix de ventes moyens, etc...qui lui permettent d'ajuster les mesures. Cependant, malgré leurs atouts de simplicité, elles présentent certaines limites :

)] Du fait des principes des coûts historiques et de prudenances, l'ANC ne constitue qu'une approche imparfaite de la valeur d'une entreprise. En effet, les valeurs du bilan sont souvent sous évaluées car les éléments incorporels développés et créés par l'entreprise n'apparaissent pas dans le bilan.¹²²

)] La méthode de l'ANCC est très lourde à mettre en œuvre et nécessite bien souvent le recours à plusieurs catégories d'experts, notamment pour l'immobilier, pour procéder à des investigations approfondies et coûteuses.⁴Ces méthodes présentent toutes les faiblesses inhérentes aux évaluations faites à partir du bilan, elles donnent une vision essentiellement statique de l'entreprise et ne tiennent pas compte de la rentabilité future.¹²³

I.1.3 La méthode du Goodwill (GW)

I.1.3.1 Présentation

Selon De La chapelle : « En matière d'évaluation, le goodwill sera appréhendé selon la problématique suivante : au-delà des valeurs de marché des actifs et passifs tangibles du bilan, il peut exister une valeur supplémentaire, par nature incorporelle, appelé goodwill. Son existence sera liée à l'usage plus au moins efficace que l'entreprise fait de ses actifs »¹²⁴

Le Goodwill comptable représente un écart de valeur identifié dans le système comptable. L'arrêté du 28 juillet 2008 le définit comme étant tout excédent de cout d'acquisitions sur la part d'intérêt de l'acquéreur dans la juste valeur des actifs et passifs identifiable acquis à la date de l'opération d'échange. « Dans une logique d'évaluation d'entreprise, le Goodwill est une mesure de la valeur des actifs immatériels non évalué directement par l'ANCC »¹²⁵. Il représente un potentiel de profit qui vient majorer la valeur patrimoniale. Si les actifs sont inappropriés ou mal gérés, le Goodwill peut avoir une valeur négative qui va diminuer la valeur patrimoniale, dans ce cas il est désigné par le terme Badwill.

¹²² J-M. Palou, Op Citée, P40

¹²³ P. Gensse, « INGENIERIE FINANCIERE », 3eme Ed, édition Economica, Paris, 2004, p57

¹²⁴ PH. De La Chapelle, Op Citée, p70.

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

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

I.1.3.2 Calcul du GW

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

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

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

$$V = A + G$$

V_e : valeur de l'entreprise

ANCC : Actif Net Comptable Corrigé

GW : Good Will

I.1.3.3 Méthodes d'estimations du Good Will

I.1.3.3.1 La valeur substantielle (Vs)

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

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

$V_{Sb} = ANCC + \text{passif exigible} + \text{éléments exploités sans en être propriétaire} - \text{cout de réparation et de remise en état}$

Valeur substantielle réduite (V_{Sr}) = V_{Sb} - les comptes courants associés créditeurs – crédits interentreprises.

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

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

$CPNE = \text{immobilisations nécessaires a l'exploitation} + \text{valeur d'usage des bien en crédit-bail} + \text{BFR d'exploitation (BFR normatif)}$

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

I.1.3.4 Méthodes de calcul du GW

I.1.3.4.1 Le calcul direct

Le Goodwill correspond à la somme actualisée des superprofits (superbénéfice ou rente de Goodwill) dégagée par l'entreprise

La formule générale qui permet de le calculer se présente comme suit :¹²⁶

$$G = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{S^i \cdot p}{(1 + K)^i}$$

Ke : cout des capitaux propres

i : année

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

exigé par les investisseurs étant donné le niveau de risque de l'actif qu'il finance.¹²⁷

Pour appréhender le superprofit annuel dégagé par l'entreprise, il convient d'abord de calculer le résultat normatif qui est le produit de l'actif investi et le rendement des capitaux investis ; par la suite faire ressortir la différence entre ce résultat et le résultat anticipé dans le plan d'affaires. Cette différence représente le superprofit ¹²⁸

On aura donc :

$$S \quad \text{il} = \text{Bénéfi} \quad \text{n} \quad \text{p} \quad \text{év} \quad - \quad K \times A \quad \times \text{ANCC} : \text{actif net corrigé}$$

Le taux d'actualisation de la rente de Goodwill peut être estimé à partir du coût des capitaux

propres majorés d'une prime de risque qui dépend du niveau d'incertitude lié à l'activité.

Parmi les méthodes de calcul direct du Goodwil :

$$K_e = R_f + [R_m - R_f] \times \beta$$

Rf : Taux sans risque.

Rm : Risque de marche.

β: Coefficient de sensibilité au risque

❖ La méthode des Anglo- Saxons

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

¹²⁷ PH. De La Chapelle, Op Citée, P70

¹²⁸ H. La Bruslerie, Op Citée, P368

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

Le Goodwill peut donc se calculer comme suit :¹²⁹

$$G = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Suitpro}}{(1 + K)^t}$$
$$G = \frac{\text{Suitpro}}{K}$$

❖ La méthode de la rente abrégée

Cette méthode suppose que la durée d'exploitation des actifs immatériels ne peut être infinie car l'existence d'un superbénéfice va attirer de nombreux concurrents sur le marché qui vont chercher à capter une partie de la rente, ce qui aura pour conséquence de réduire la durée d'actualisation du Goodwill. Cette dernière est en général comprise entre 3 et 8 ans, avec une durée moyenne de 5 ans.¹³⁰

Selon cette méthode le Goodwill est égale à :

$$G = \sum_{t=1}^n \frac{\text{rente du GW}}{(1 + K)^t}$$

Si la rente de Goodwill est constante pendant n années la formule devient :

$$G = r \quad d \quad G \quad \times \frac{1 - (1 + K_G)^{-n}}{K}$$

I.1.3.4.2 Le calcul indirect

❖ La méthode des praticiens

Dans cette méthode la valeur d'entreprise est égale à la moyenne arithmétique entre l'actif net

réévalué (ANNC) et la valeur de rendement.¹³¹

$$\text{Valeur d'entreprise} = \frac{A + V \quad d \quad r}{2}$$

La valeur de rendement est égale au dernier résultat courant avant impôt divisé par le coût du capital

$$\text{Valeur de rendement} \times \frac{R}{K} = \text{RCAI} = \text{résultat courant avant impôt}$$

¹²⁹ L. Ferhi, « évaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en bourse cas de NCA Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université de mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017, P44

¹³⁰ J-E. Palard, F.Imbert, Op Citée, P182

¹³¹ M. Refait, Op Citée, P77

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

D'après la formule de valorisation de l'entreprise par les méthodes du Goodwill on a :
 $GW = \text{Valeur d'entreprise} - \text{ANCC}$

On obtient alors la formule de calcul suivante :

$$GW = \frac{\text{Valeur de rendement} - \text{ANCC}}{2}$$

➤ Intérêts et limites

✓ Elle reflète la santé passé et futur de la firme, ainsi l'entreprise ne sera plus considérée uniquement pour la valeur de ses actifs, mais aussi pour sa capacité à produire des bénéfices.¹³²

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

✓ 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 ne prend pas en compte les perspectives que de façons limitées¹³³ Elle reste tout de même tourner vers le passé (*l'accumulation des richesses*) car la valeur de l'ANCC reste dominante dans la valeur obtenue ;

I.2 L'approche dynamique

I.2.1 La méthode d'actualisation des flux de trésoreries

I.2.1.1 Présentation

Par définition, « le cash-flow est un flux net de trésorerie que l'activité d'une entreprise secrète au cours d'une période »¹³⁴. Ce concept est basé sur les notions de recettes et de dépenses. La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible également désignée sous le terme *discounted cash flows* (DCF) est une méthode d'évaluation d'entreprise largement admise, et très utilisée par les analystes financiers et les cabinets d'audit. Cette méthode est fondée sur les perspectives de rentabilité de l'entreprise. Le critère de rentabilité étudiée dans ce cas correspond au montant des flux de trésorerie futurs. 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.

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

¹³² M. Refait, Op Citée, P19

¹³³ E. Tchemeni, Op Citée, P29

¹³⁴ S. De Cousergue, «AUTOFIANNCEMNT, CASH-FLOW, EXCEDENT DE TRESORERIE D'EXPOITATION», CLET édition Banque, 1984, P123

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

I.2.1.2 Détermination du flux de trésorerie disponible

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

FCF = Résultat net d'exploitation ou opérationnel

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

I.2.1.3 Détermination du taux d'actualisation des flux de trésorerie

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

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

$$C = K \times \frac{C}{C + D} + (1 - I) \times K \times \frac{D}{C + D}$$

I.2.1.4 La détermination d'une valeur terminale

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

1) Nous pouvons estimer cette valeur en actualisant le résultat net d'exploitation avant frais financiers au CMPC. Donc la valeur terminale s'égalera à :

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

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.

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

¹³⁶ E. Tchameni, Op Citée, P49.

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

$$V_t = \frac{F_{t+1}}{(C - g)} = \frac{(F_t(1+g))}{(C - g)}$$

➤ Intérêts et limites

La méthode des cash-flows actualisés constitue la méthode moderne la plus employée pour la détermination de la valeur de l'entreprise¹³⁷. Car elle donne une estimation à l'activité de l'exploitation, elle intègre dans son application le processus économique propre à l'entreprise, sa viabilité, le risque lié à son activité ainsi que ses perspectives de croissance et de besoin.

Cependant, comme toute méthode qui raisonne sur la projection dans le futur des flux de liquidités, elle est confrontée au problème de fiabilité des prévisions et à la difficulté d'estimation de certains paramètres tels que le taux d'actualisation

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

I.2.2.1 Présentation

« Avant la généralisation de l'évaluation par les flux de trésorerie disponibles, l'entreprise était souvent évaluée par le modèle d'actualisation des dividendes. Il s'agit sans doute du modèle le plus directe et intuitif pour évaluer la valeur d'une action puisqu' il ne repose que sur les cash flows versés aux actionnaires »¹³⁸

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

I.2.2.2 La politique de dividende

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

¹³⁷ J-M. Palou, Op Citée, P150

¹³⁸ J-E. Palard, F.Imbert, Op. Citée, P268-269

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

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

« Le taux de distribution mesure le rapport entre le montant de dividende et le résultat net (du même exercice). Il représente le pourcentage du bénéfice de l'exercice distribué aux actionnaires sous forme de dividendes. »¹³⁹

$$t = \frac{d}{R} = \frac{d}{n}$$

I.2.2.3 Les modèles d'actualisation

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

I.2.2.3.1 Le modèle général d'Irving Fisher

Selon Fisher la valeur de l'action se définit comme étant la somme actualisée des dividendes que l'actionnaire escompte recevoir, plus le profit de revente actualisée, l'actualisation se fait aux coûts des fonds propres de la société, il a également supposé que les dividendes à recevoir sont constants.

La formule d'évaluation s'établit comme suit :

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

Div : dividende globale (avoir fiscal compris)

Ke = coûts des fonds propres

N : Nombre de période

Vn : valeur résiduelle

Or, le prix de l'action est lui-même en fonction des dividendes qui seront versés, ainsi, la valeur de l'action est égale à la valeur actualisée des dividendes à l'infini. Mais l'application de ce modèle est impossible.¹⁴⁰

Donc la valeur de l'entreprise devient :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+i)^t}$$

➤ Intérêts et limites

❖ La méthode constitue une valorisation réelle de l'action par opposition aux valorisations d'actifs.

¹³⁹ J-E. Palard, F.Imbert, Op. Citée, P245

¹⁴⁰ PH. La Chapelle, Op Citée, P 78

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

❖ Elle permet à l'investisseur de trier les investissements éventuels en prenant en compte l'intérêt financier

- ❖ 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

I.2.2.3.2 Méthode de Gordon Shapiro

L'hypothèses de constance des dividendes est trop simplificatrice pour bien décrire le futur, donc il a été vite dépassé pour aboutir au modèle de Gordon et Shapiro à partir de la formule d'Irving Fisher. Gordon et Shapiro ont ajouté une hypothèse qui suppose que le dividende à recevoir suit une tendance croissante suivant un taux de croissance (g) constant jusqu'à l'infini.¹⁴¹

Ce modèle est appliqué par l'utilisation de la formule de calcul suivante :

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1+K)^t}$$

Div1 = premier dividende à recevoir

Le développement mathématique de cette formule fait ressortir le résultat suivant :

$$V = \frac{D_1}{(K - g)}$$

➤ Intérêts et limites

- ❖ La méthode de Gordon et Shapiro est très simple et ne nécessite pas de nombreux calculs
- ❖ Le modèle de Gordon Shapiro suppose que le taux de rentabilité exigé par les actionnaires soit supérieur aux taux de croissance des dividendes ($i > g$), ce qui n'est pas forcément réel¹⁴²

I.2.2.3.3 Le modèle de Bates

«Fondé sur l'actualisation des encaissements reçus par l'investisseur, le modèle de Bates, relativement simple et concret, constitue une tentative intéressante pour appréhender les divers aspects de la rentabilité d'un investissement en actions»¹⁴³

¹⁴¹ PH. De La Chapelle, Op Citée, P79

¹⁴² C. Grib, « Quelles méthodes d'évaluation de l'entreprise publique Algérienne. Cas de l'ENIEM ? », mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016, P37

¹⁴³ A. Choinel, « INTRODUCTION A L'INGENIERIE FINANCIERE », la revue banque, Paris, 1991, P140

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

Selon le modèle de Bates, la valeur d'une entreprise est égale à la somme des dividendes futurs actualisés sur « n » années plus une valeur terminale actualisée à l'année « n ». L'équation de départ du modèle est la suivante :

$$v = \sum_{t=1}^n \frac{d \cdot a^t}{(1 + K)^t} + \frac{V}{(1 + K)^n}$$

La formule de base a subi des transformations mathématiques dans le seul but de la remettre sous une forme permettant l'utilisation des tables de Bates.⁴

La formule qui permet d'obtenir le PER(0), est

$$P(n) = P(0) \times A - d \times B$$

Avec :

$$A = [(1 + r)/(1 + g)]^n$$

$$B = [(1 + g)/(g - r)] \times (1 - A)$$

A et B sont des coefficients directement donnés par les tables de Bates. Ils sont en fonction du taux de croissance choisit et le taux de rentabilité exigé.

➤ Intérêts et limites

Ce modèle est considéré comme une méthode de valorisation couramment utilisée par les professionnels grâce à sa facilité d'utilisation et ses hypothèses sont proches de la réalité. Cependant, ce modèle d'évaluation comporte certaines inconvénients tels que :

- ❖ Son application exige des provisions fiables ;
- ❖ Ce modèle suppose que le dividende et le taux de distribution des bénéfices est constant, ce qui n'est pas vrai dans la réalité¹⁴⁴

I.3 L'approche analogique

I.3.1 Présentation

La méthode des multiples appelée aussi « méthode des comparables » ou « méthode analogique » est une méthode d'évaluation d'entreprise qui sert aussi bien à valoriser une entreprise non cotée qu'une entreprise introduite en bourse. Le but est de déterminer à partir d'un échantillon de sociétés cotées ou de transactions des multiples liées aux résultats, autrement dit cette méthode vise à obtenir la valeur de la société à partir des multiples d'agrégats financiers obtenus pour les sociétés comparables.

« Cette méthode est très utilisée par les analystes financiers et les évaluateurs au sein des banques d'affaires et des fonds d'investissement pour établir des estimations de fourchette de prix. Elle est aussi très appréciée des investisseurs pour leurs choix d'investissements »¹⁴⁵

¹⁴⁴ L. Ferhi, Op Citée, P47

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

I.3.2 Les différents multiples

I.3.2.1 Les multiples permettant d'établir la valeur de l'entreprise

Ce sont des multiples d'agrégats avant frais financier. Les plus utilisés sont :

I.3.2.1.1 Le multiple du chiffre d'affaires

C'est l'indicateur le plus employé dans les secteurs traditionnels du commerce, et plus rarement dans les entreprises technologiques puisque ce dernier ne reflète pas la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices. Cet indicateur est employé par les investisseurs lorsqu'ils ciblent des opérations à risques dans des secteurs où ils sont obligés de remonter jusqu'au chiffre d'affaires pour calculer un multiple en raison des risques liés à l'incertitude des résultats nets futurs.¹⁴⁶

I.3.2.1.2 Le multiple de L'EBIT

« Le multiple du résultat d'exploitation EBIT rapporte la valeur de l'entreprise aux résultats d'exploitation, il permet de prendre en compte la capacité bénéficiaire d'exploitation de différentes entreprises ».¹⁴⁷

I.3.2.1.3 Multiple de l'EBITDA

« Le multiple de l'excédent brut d'exploitation permet de gommer les différences parfois très significatives qui peuvent exister en termes de choix de méthodes et de durée d'amortissement des actifs ou de cycles d'investissement. Il est très fréquemment utilisé par les analystes boursiers, en particulier dans les industries à forte intensité capitalistique »¹⁴⁸

I.3.2.1.4 Autres multiples

D'autres multiples peuvent servir à la valorisation des entreprises comme le multiple de la valeur comptable, « *Market to book ratio* », le multiple du total de l'actif, et des multiples plus spécifiques – voir plus qualitatifs – tels que le multiple des ventes, le multiple du nombre de clients ou le multiple du nombre d'abonnés.

I.3.2.2 Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres¹⁴⁹

I.3.2.2.1 Multiple de PER

Le PER (Pricing Earning Ratio) a trouvé son origine dans le marché boursier et il constitue incontestablement la méthode comparative la plus répandue car il est simple et également le plus dangereux puisqu'il normalise la structure financière de la société à évaluer sur la moyenne de celle des sociétés de l'échantillon et peut conduire selon le cas à survaloriser ou

¹⁴⁵ J-E. Palard, F. Imbert, Op Citée, P194.

¹⁴⁶ J-S. Lantz, « VALORISATION STRATEGIQUE ET FINANCIERE », MAXIMA, Paris, 2004, P58-59.

¹⁴⁷ P. Quiry, Y. Le Fur, Op Citée, P705.

¹⁴⁸ Idem

¹⁴⁹ L. Aissani, Op Citée, P92

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

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.

PER (multiple de résultat net) = Capitalisation boursière / Résultat Net = Cours (Prix) de l'action / 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 côtés 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 :

) 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.

I.3.2.2.2 PCF (multiple de Cash-Flow)

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

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

PCF (multiple de Cash-Flow) = Capitalisation boursière / Cash-Flow = Cours de l'action / Cash-Flow par action

I.3.2.2.3 Multiple de PBR (Price to Book Ratio)

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

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

PBR (multiple de capitaux propres) = Capitalisation boursière / Capitaux propres = Cours de l'action/Capitaux propres par action

➤ Intérêts et limites

La méthode des comparables consiste à évaluer une entreprise par l'application d'un multiple observé lors de transactions récentes enregistrées dans le même secteur, ou lors de cotations boursières de sociétés similaires. L'application de cette méthode nécessite une connaissance précise des informations relatives aux entreprises comparable.

Les données boursières constituent un référentiel de comparaison accessible et très largement utilisé par les investisseurs sur les marchés financiers.

Cependant, il n'est pas toujours possible de trouver des transactions récentes enregistrées dans le même secteur d'activité ; soit parce qu'il n'existe pas de transactions sur des sociétés comparable, ou encore, les transactions demeurent inconnues. De plus, il est difficile dans certains cas de trouver des entreprises similaires à celle que l'on souhaite évaluer comme pour les PME. Ces dernières étant positionnées sur des petites niches, il est difficile de trouver des sociétés comparables permettant l'application de cette méthode¹⁵⁰

I.4 D'autres méthodes

I.4.1 La méthode de la valeur ajoutée économique(EVA) et de la valeur économique de marché(MVA)

I.4.1.1 Concept de la valeur économique ajoutée(EVA)

«Economic Value Added (EVA) ou valeur ajoutée économique est une méthode de calcul permettant de mesurer la performance économique de l'entreprise après rémunération de tous les capitaux utilisés». ¹⁵¹

¹⁵⁰ A. Saidi, Op Citée, P40

¹⁵¹ E. Tchameni, Op Citée, P53

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

La valeur économique ajoutée est un indicateur interne de mesure de la création de valeur par une société pour ses actionnaires, elle s'appuie sur la notion du profit économique et du résultat résiduel. Elle se calcule à partir de : la différence entre le revenu net d'impôt (IBS), tiré de l'exploitation et la rémunération des capitaux engagés (CE) au coût moyen pondéré du capital (CMPC). La formule de l'EVA est donc la suivante :

$$EVA = NOPAT - (CMPC \times CI)$$

NOPAT : Résultat net d'Exploitation Après Impôt ;

CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital ;

CI : Capital investi.

Tableau n° 10 : Trois cas de calcul de l'EVA

1er cas
L'EVA > 0 : dans ce cas les capitaux investis dégagent un rendement supérieur à la rémunération des bailleurs de fonds donc il y a une création de richesse pour l'actionnaire.
2eme cas
L'EVA < 0 : Dans ce cas la rentabilité des capitaux investis est inférieure à la rémunération exigée par les bailleurs de fonds donc il y a une destruction de la valeur pour l'actionnaire.
3emecas
L'EVA = 0 : Dans ce cas il n'y a pas de création de richesse pour l'actionnaire.

Source : DE LA CHAPELLE. PH, Op.cit., 96

I.4.1.2 Concept de la valeur économique de marché (MVA)

La MVA présente le surplus de la valeur dégagée par l'entreprise par rapport aux capitaux engagés par ses actionnaires.

La valeur économique de marché ou market value added (MVA) désigne la perception qu'a le marché financier sur la performance cumulée passée d'une société et de la probabilité que celle-ci à d'investir son capital d'une manière optimale. Toute en prenant compte des performances passées de la société, ses opportunités d'investissement courantes et ses perspectives de croissance.

La MVA mesure la création de valeur boursière, elle est égale à la somme des EVA attendues pour les années à venir actualisées au coût du capital.

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t}$$

Pour une société cotée la MVA se calcule comme suit :

$$MVA = \frac{EVA}{CMPC} + \frac{EVA}{CMPC^2} + \dots + \frac{EVA}{CMPC^n}$$

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

➤ Intérêts et limites

L'EVA et l'MVA sont des indicateurs de performance simples, ils ont l'avantage d'être plus juste et plus opérationnel pour juger le résultat d'une activité que les outils traditionnels utilisés, ils contribuent à la détermination de la valeur de l'entreprise en appréciant le niveau de richesse supplémentaire créée pour ses actionnaires. Cependant, ils présentent la difficulté d'estimer certains paramètres, et l'inconvénient d'utiliser des valeurs comptables au lieu de valeurs réelles.¹⁵²

¹⁵² L. Ferhi, OpCitée, P50

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

Conclusion du chapitre 2

Evaluer une entreprise c'est déterminer une fourchette de prix en suivant une démarche longue qui nécessite une connaissance de l'environnement interne et externe de l'entreprise et l'utilisation de différentes méthodes d'évaluations résumées en trois approches :

- ❖ L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique. Elle se base sur ce que l'entreprise possède

- ❖ L'approche dynamique ou méthode actuarielle vise à déterminer la valeur d'une entreprise en se basant sur ce qu'elle rapportera dans le future.

- ❖ L'approche analogique appelée aussi « l'approche des comparables » ou « l'approche des multiples » est fondée sur l'application des comparables multiples d'entreprises similaires à l'entreprise à évaluer.

Le choix des méthodes est fonction de certains éléments tels que :

- ❖ L'information disponible
- ❖ L'objectif de la valorisation
- ❖ La taille de l'entreprise
- ❖ La possibilité de faire des prévisions sur l'activité

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Chapitre 03 : Etude comparative des entreprises cotées à la bourse d'Alger, de Casablanca et de Tunis

Introduction

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

L'objet de ce chapitre est de présenter les méthodes d'évaluation d'entreprise les plus répandues et les plus utilisées, afin de mieux appréhender par la suite leurs utilisations dans la phase d'évaluation. Pour atteindre cet objectif nous avons opté pour une étude comparative des méthodes d'évaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis. Pour chaque entreprise de l'échantillon composé de deux entreprises algériennes (NCA Rouiba et BIOPHARM), deux entreprises marocaines (Mutandis et Total Maroc) et deux entreprises tunisiennes (ASSAD et Cellcom), nous avons calculés la valeur correspondante à chaque entreprise lors de son introduction en utilisant les méthodes d'évaluation citées dans le précédent chapitre, en se référant aux notices d'informations ou la fourchette de prix a été déterminée.

Le présent chapitre est structuré comme suit :

-) La première section est dédiée à la présentation générale de l'échantillon
-) La deuxième section est consacrée à la détermination de la valeur de l'action de chaque entreprise de l'échantillon.

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Section 01 : Présentation générale des sociétés retenues

I. Présentation des entreprises de l'échantillon

L'échantillon est composé de six entreprises deux entreprises algériennes (NCA Rouïba et BIOPHARM), deux entreprise marocaines (Mutandis et Total Maroc) et deux entreprise tunisiennes (ASSAD et Cellcom). C'est des entreprises privées introduites en bourse de leurs pays respectifs sur la période 2012 jusqu'à 2018. Elles exercent dans des activités non similaires.

I.1 Les entreprises algériennes

I.1.1 NCA Rouïba

NCA-Rouïba (*Nouvelle Conserverie Algérienne*), est une entreprise algérienne spécialisée dans la production et la distribution de boissons, nectars et jus de fruits. La société NCA-Rouïba a été créée par la famille OTHMANI en avril 1966 sous l'appellation SARL Nouvelle Conserverie Algérienne. Au cours de la période 1966 à 1980, la société produisait de la conserve alimentaire de tomates, harissa et confitures. En 1980, la société s'est lancée dans la fabrication de boisson à base de fruits et a commencé à commercialiser les nectars d'orange et de mandarine.

A partir de 1990 la société a décidé de renforcer l'activité boisson par rapport à l'activité des conserves alimentaires et s'est rapidement érigée en leader incontesté des marchés des boissons à base de fruits et de la conserve alimentaire. La société a été transformé en société par actions (SPA) au mois de mars 2003, la durée de vie de la société initialement limitée à 50 ans, a été entendue à 99 ans par l'assemblée générale extraordinaire qui s'est réuni le 5 février 2006.

Aujourd'hui, la NCA-Rouïba évolue exclusivement dans le marché des jus, nectars et boissons non gazeuses et se consacre exclusivement à la production et la distribution de ces dernières.¹⁵³

¹⁵³ O. Hamadache, « évaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en bourse cas NCA Rouïba », Mémoire de master en sciences financiers et comptables, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017, P55

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

I.1.2 Le groupe BIOPHARM

BIOPHARM est un groupe industriel et commercial qui a investi dans le secteur pharmaceutique au début des années 1990 à la faveur de l'ouverture de ce secteur à l'investissement privé. Aujourd'hui, BIOPHARM contrôle cinq (5) filiales. Outre l'activité industrielle développée par la société mère, BIOPHARM SPA, le groupe développe des activités d'importation et de distribution de gros (BIOPHARM DISTRIBUTION SPA), de répartition aux officines (BIOPURE SPA), de logistique pour l'industrie pharmaceutique (BIOPHARM LOGISTIC) et de promotion et d'information médicale (HHI: Human Health Information). Le groupe BIOPHARM contrôle également une société, PROFAM qui est inactive. Toutes les filiales sont contrôlées à près de 100%. Il a débuté ses activités au début des années 1990. Le développement et l'évolution du groupe se sont faits en plusieurs étapes : En 1990, l'entreprise a complété les études de faisabilité et d'ingénierie sur la production de médicaments génériques et développée les premières versions de ses plans d'affaires. Une année après, en 1991, le groupe Biopharm a été agréé par le conseil de la monnaie et du crédit pour la production et la commercialisation des produits pharmaceutiques en Algérie.

BIOPHARM a ouvert son premier centre de distribution de produits pharmaceutiques à Ouled-Yaich, Blida en 1995, et elle a participé ainsi à l'amélioration de la disponibilité des médicaments sur le marché algérien.

Comme elle a ouvert un autre centre de distribution à Oran en 1997, un autre à Sétif en 1999, et en 2002 elle a ouvert une nouvelle plateforme de distribution à Dar El Beida comprenant un centre de distribution destinée à remplacer celui d'Ouled-Yaich. La même année BIOPHARM inaugure son unité de formation et de conditionnement à Dar El Beida comme première étape de son activité industrielle.

Enfin, en 2003 BIOPHARM a créé une société spécialisée dans la promotion et l'information médicale dénommée Human Health information (HHI) qui assure la promotion des produits de BIOPHARM ainsi que celle des produits de ses partenaires.¹⁵⁴

¹⁵⁴Akniouene. L, K. Ben bouabdellah, Op Citée , P90

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

I.2 Les entreprises Marocaines

I.2.1 TOTAL Maroc

Présent au Maroc depuis plus de 90 ans, Total Maroc est un acteur majeur sur l'ensemble du marché des produits pétroliers : réseau stations-service, clients industriels, lubrifiants, aviation, gaz et logistique. Depuis son implantation dans le pays, le Groupe a constamment accompagné le développement économique grâce à d'importants programmes d'investissements.

Aujourd'hui, Total Maroc génère près de 600 emplois directs et plus de 4 000 emplois indirects, commercialise 1,5 millions de tonnes de produits pétroliers chaque année et compte plus de 300 stations-service à travers tout le pays, dont dix stations autoroutières. Troisième acteur de la distribution de produits et services pétroliers dans le pays, elle détient une part de marché estimée à 15%.¹⁵⁵

I.2.2 Mutandis

Mutandis SCA est une société d'investissement créée en avril 2008 par un groupe d'une quinzaine d'investisseurs marocains, espagnols et français de premier plan. Initialement dotée d'un capital de 777 millions de dirhams,

L'objectif de Mutandis est d'accélérer la croissance des entreprises qu'elle acquiert et dont elle assure la gestion. Les entreprises acquises sont nécessairement actives au Maroc.

Mutandis vise, en général, à investir dans des entreprises orientées vers la consommation des ménages. En les dotant d'un positionnement stratégique adapté, de ressources humaines de qualité et spécialisées, de méthodes de management modernes et de moyens capitalistiques appropriés, Mutandis ambitionne d'accélérer les trajectoires de croissance de ses filiales pour en faire des entreprises marocaines exemplaires sur le long terme. Ses filiales n'ont pas vocation à être cédées.

Mutandis n'est pas un fonds d'investissement mais un groupe industriel et commercial positionné pour accompagner la croissance de la consommation des ménages au Maroc et dans la région.

¹⁵⁵ <https://www.total.ma/total-au-maroc/total-au-maroc> consulté le 20 août 2020

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

I.3 Les entreprises tunisiennes

I.3.1 L'Accumulateur Tunisien Assad

L'entreprise l'Accumulateur Tunisien ASSAD crée le 15 mai 1938 est spécialisée dans la conception, la fabrication, la distribution et le recyclage d'accumulateurs électriques au plomb. Devenue société anonyme en 1974 en faisant appel au public à l'épargne, son capital était de 6600000 devisé en 1 320 000 actions d'une valeur nominal de 5D. L'entreprise a développé son cœur de métier autour de l'activité de fabrication de batteries. Elle fabrique:

- ✓ Des batteries de démarrage pour les autos, les camions, les bus et les bateaux
- ✓ Des batteries industrielles destinées aux engins de levage, aux installations Télécom et aux autres applications industrielles.

I.3.2 Cellcom

Cellcom est une société anonyme créée le 30 décembre 1997 à l'initiative d'Y.K.H.Holding. Elle est essentiellement spécialisée dans la commercialisation et le service après-vente des téléphones mobiles sous sa propre marque Evertex et d'autres marques et aussi elle est un distributeur de l'opérateur historique Tunisie Télécom depuis 2007. En 2008, Cellcom a vu le lancement du premier Evertex X9 puis en 2011 le lancement de Hi-Line (accessoires) et en 2012 elle s'est lancée dans la commercialisation des smartphones et tablettes.

II. Présentation de l'opération d'introduction

II.1 Les entreprises algériennes

Tableau n° 11: présentation de l'introduction des entreprises algériennes

Nom de l'entreprise	Procédure d'introduction	Nombre d'actions	Prix	Intermédiaire en opération de bourse (IOB)
NCA Rouïba	Offre public de vente (OPV) à Prix fixe	2 122 988	400	BNP PARIBAS
Biopharm	Offre public de vente à prix fixe	5 104 375	1225	BEA

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.2 Les entreprises marocaines

Tableau n° 12: présentation de l'introduction des entreprises marocaines

Nom de l'entreprise	Procédure d'introduction	Nombre d'action	Prix	Organismes conseil et coordinateurs globaux
Mutandis	Cession d'actions	1 029 537	180MAD	CFG BANK et société générale
	Augmentation de capital	1 192 686		
Total Maroc	Cession d'actions	1 344 000	Entre 455 et 535 MAD	Attijariwafa bank

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information

II.3 Les entreprises tunisiennes

Tableau n°13: présentation de l'introduction des entreprises tunisiennes

Nom de l'entreprise	Procédure d'introduction	Nombre d'actions	Prix	Intermédiaire en bourse introducteur
Cellcom	Cession d'actions	325 582	7 D	CGF
	Augmentation du capital	651 164		
	Augmentation de capital	279 072	7D	
	Actions anciennes	139 536	7D	
ASSAD	Cession d'action	360 000	18,8 D	Arab Financial Consultants
	Augmentation de capital	120 000	18,8D	

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Section 02: Détermination des valeurs des sociétés retenues

I. Les méthodes d'évaluation utilisées

Tableau n° 14: présentation des méthodes d'évaluation utilisées par chaque entreprise

Pays	Nom de l'entreprise	Méthodes retenues
Algérie	Biopharm	<ul style="list-style-type: none"> ✓ La méthode d'actualisation des cash-flows DCF ✓ La méthode des multiples
	NCA Rouïba	<ul style="list-style-type: none"> ✓ La méthode d'actualisation des cash-flows (DCF) ✓ La méthode MVA ✓ La méthode patrimoniale ✓ La méthode Bates
Maroc	Mutandis	<ul style="list-style-type: none"> ✓ La méthode d'actualisation des cash-flows (DCF) ✓ La méthode des comparables boursiers ✓ La méthode des références transactionnelles
	Total Maroc	<ul style="list-style-type: none"> ✓ La méthode des comparables boursiers ✓ La méthode d'actualisation des cash-flows (DCF)
Tunisie	Cellcom	<ul style="list-style-type: none"> ✓ La méthode d'actualisation des cash-flows (DCF) ✓ La méthode des multiples des comparables boursiers ✓ La méthode de la valeur ajoutée économique (EVA)
	Assad	<ul style="list-style-type: none"> ✓ La méthode d'actualisation des cash-flows (DCF) ✓ La méthode du GW ✓ La méthode de valeur de rentabilité ✓ La méthode d'actualisation des dividendes (Gordon-Shapiro)

Source : établi par nous-même

La méthode DCF est basée sur l'élaboration d'un plan d'affaires prévisionnel de l'entreprise sur un horizon cohérent, tenant compte de l'historique de la Société et de son plan de développement. La pertinence de cette méthode est justifiée par la visibilité de la Société sur son activité et sur ses projections financières. Ainsi la méthode privilégiée pour la valorisation des entreprises est la méthode d'actualisation des CFs. Toutes les entreprises de l'échantillon utilisent cette méthode dans leurs valorisations.

Appliqué juste par NCA Rouïba et l'accumulateur ASSAD, l'approche patrimoniale est peu utilisée car elle se base sur ce que l'entreprise possède sans prendre en compte ce qu'elle rapporte dans le futur.

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Pour déterminer le prix plusieurs méthodes sont appliquées. La moyenne arithmétique des prix détenus par chaque méthode d'évaluation donne une vision précise sur ce que vaut l'entreprise sur le marché.

Le choix de la méthode d'évaluation dépend des caractéristiques de l'entreprise étudiée.

Les méthodes utilisées dans les trois pays sont similaires. On remarque que les deux entreprises marocaines retiennent par l'approche patrimoniale comme méthode d'évaluation.

II. La valorisation des entreprises de l'échantillon

II.1 L'entreprise NCA Rouïba

II.1.1 Objectif de l'opération

L'objectif de l'opération se présente comme suit :

- ✓ Ouverture d'un canal permanent de levée de fonds propres permettant à l'entreprise de disposer d'alternatives de financement adaptées à ses ambitions ;
- ✓ Permettre une plus grande liquidité des titres des actionnaires et notamment la sortie de l'investisseur institutionnel Africinvest conformément aux termes et conditions de son entrée au capital de l'entreprise en 2005 ;
- ✓ Confirmation de l'engagement irréversible de l'entreprise dans un processus de mise en place de bonnes pratiques de gouvernance favorisant sa performance et sa pérennité ;
- ✓ Renforcement de la notoriété de l'entreprise auprès de ses clients ainsi que de l'ensemble de ses partenaires économiques¹⁵⁶

II.1.2 L'application des différentes méthodes d'évaluation

II.1.2.1 L'approche patrimoniale

II.1.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l'ANC

L'actif net comptable est directement calculé à partir du bilan certifié de fin d'année après affectation du bénéfice.

¹⁵⁶ Notice d'information de NCA Rouïba

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 15: Bilan simplifié de NCA Rouïba de l'année 2012

Actif	Valeur net	Passif	Valeur net
Actif non courant	2 440 688 175	capitaux propres	1 585 472 496
Immobilisations incorporelles	20 952 898	Passif non courant	828 821 207
Immobilisation corporelles	2 384 759 181		
Immobilisations financières :	34 976 096		
Prêts	5 010 000		
Impôts différés actif	29 966 096		
Actif courant	2 154 111 370		
Stock et encours	907 407 607	Passif courant	2 180 505 842
Créances	1 063 842 011		
Disponibilités	182 861 752		
Total actif	4 594 799 546	Total passif	4 594 799 546

Source : établi par nous-même à partir du rapport de commissariat aux comptes au 31 décembre 2012 voir annexe n° 01

Calcul de l'ANC par le haut du bilan :

ANC= capitaux propres – actif fictif+ dettes fictives

ANC=1 585 472 496

Calcul de l'ANC par le bas du bilan :

$$A = \sum A - \sum D - a f$$

ANC= 4 594 799 546 – (828 821 207+ 2 180 505 842) = 1 585 472 496

ANC	1 585 472 496
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	186.70DA

La valeur de l'action selon la méthode de l'ANC est de 186.70DA, elle ne reflète pas la valeur réelle de cette action car cette méthode est basée uniquement sur le patrimoine.

II.1.2.1.2 Valorisation selon la méthode de l'ANCC

L'utilisation de l'approche patrimoniale se fait fondamentalement sous l'hypothèse de continuité d'exploitation. De ce fait aucun effet d'impôt ne devrait être considéré sur la plus-value dégagée sur les actifs d'exploitation.

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Dans le cas de la « NCA Rouïba », les éléments qui voient leurs valeurs du marché supérieures à leurs valeurs comptables sont les terrains et les bâtiments. Donc il faut réévaluer ces éléments pour obtenir l'ANCC.

Tableau n° 16 : réévaluation de l'actif de NCA Rouïba (bâtiments et terrains)

Actif	Valeur net	Réévaluation	Plus/moins-value
Actif non courant	2 440 688 175	/	/
Immobilisations incorporelles	2 384 759 181	/	/
Immobilisation corporelles :	2 384 759 181	2 741 155 000	392 909 000
✓ Bâtiments	314 076 000	524 806 000	210 730 000
✓ Terrains	398 571 000	580 750 000	182 179 000
Immobilisations financières	34 976 096	/	/

Source : Notice d'information de NCA Rouïba

Calcul de L'ANCC

L'impôt différé consiste à estimer la différence temporaire qui existe entre le résultat comptable et le résultat fiscal de l'entreprise.

L'impôt différé actif est un produit, une économie d'impôt qui devrait apparaître en 2013, mais comptabilisée en 2012. Donc c'est une créance de l'entreprise sur elle-même.

Elle représente une non-valeur à déduire de l'ANC ou ne pas inclure aux CP

$ANCC = ANC + \text{les plus-values} - \text{Impôt différé actif}$

$ANCC = 1\,555\,506\,400 + 392\,909\,000 - 29\,966\,096 = 1\,918\,449\,304$

ANCC	1 918 449 304
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	225.91DA

La valeur de l'action de NCA Rouïba selon l'ANCC est de 225.91DA. Cette méthode ne prend pas en compte la rentabilité actuelle et future de l'entreprise et la valeur des éléments incorporels

II.1.2.1.3 La valorisation selon la méthode du Good Will

$V_e = ANCC + GW$

Calcul du cout des capitaux propres (Ke) :

Selon le MEDAF :

$$K = R + (R - R) \times \beta$$

Ke= cout des capitaux propre

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 17 : Calcul du cout des fonds propres Ke de NCA Rouïba

Désignation	2012	2013
Rf	3%	3%
Rm	13%	13%
Beta	1.41%	1.61%
Ke	17.1%	19.1%
Moyenne Ke	18.1%	

Source : notice d'information d'NCA Rouïba

Le calcul de la rente du GW ou le surprofit :

$$\text{Le surprofit} = \text{bénéfice net prévisionnel} - \text{ANCC} \times \text{Ke}$$

Tableau n°18: calcul du surprofit (en milliers de DA) de NCA Rouïba

Désignation	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat net prévisionnel	193 948	271 208	337 691	456 531	543 164	583 729
ANCC	1 918 449					
Ke	18.1%					
Surprofit	-153 291	-76 031	-9548	109 291	195 924	236 489

Source : établi par nous-même

A. Calcul du GW selon la méthode abrégée :

$$G = \sum \frac{S}{(1 + K)^n}$$

Tableau n° 19: calcul des surprofits actualisés (en milliers de DA) de NCA Rouïba

Surprofit	-153 291	-76 031	-9548	109 291	195 924	236 489
Surprofit actualisé	/	-64 378	-6845	66 349	100 713	102 934
	198 773					

Source : établi par nous-même

$$GW = 198773 \text{MDA}$$

$$Ve = 198\,773 + 1\,918\,449 = 2\,117\,222$$

Ve	2 117 222 000
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	249.32DA

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

B. Calcul du GW selon la méthode des praticiens :

$$V = \frac{A + V}{2}$$

$$V = \frac{R}{K}$$

RCAI= 238 152 093¹⁵⁷

Vr = 238 152 093 / 0.181 =1 315 757 420

Ve = (2 117 222 + 1 315 757)/2 = 1 716 489.5Ve= 1 739 468 MDA

Ve	1 716 489 500
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	202.13DA

La valeur moyenne de l'action selon la méthode du GW est la moyenne arithmétique entre la valeur de l'action selon la méthode directe et la valeur de l'action selon la méthode indirecte :

$$V \text{ d'la} = \frac{249.32 + 202.13}{2} = 225.7$$

En conclusion, l'approche patrimoniale nous permet d'avoir une idée sur la fourchette de valeur de l'action de NCA-Rouïba

Tableau n° 20: la valeur de l'action de NCA Rouïba selon l'approche patrimoniale

Méthode de l'approche patrimoniale	Valeur de l'action
ANC	186.70DA
ANCC	225.91DA
GW	225.72DA

Source : établit par nous même

II.1.2.2 L'approche dynamique

II.1.2.2.1 La valorisation selon la méthode d'actualisation des dividendes DDM

❖ La méthode d'Irving Fisher

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+i)^t}$$

I = Ke = cout des capitaux propres = 18.1%

d =Taux de distribution des dividendes = 33%

$$D_n = T \times R \times (1+d)^{n-1}$$

¹⁵⁷ Compte de résultat du rapport du commissariat aux comptes de 2012

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 21: calcul des dividendes (en milliers de DA) de NCA Rouïba

Désignation	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat net	193 948	271 108	337 691	456 531	543 164	583 729
Dividendes distribués	/	64 002.84	89 498.64	111 438.03	150 655.23	179 244.12
Valeur résiduelle						6 829 291
Dividendes actualisés		54 193.8	64 167.7	67 652.5	77 443.4	3 050 547.3

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information d'NCA Rouïba

$V_e = 3\,314\,004.71\text{MDA}$

Ve	3 314 004 710
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	390.25DA

❖ La méthode de Bates

$d =$ Taux de distribution des dividendes : 33%

$g =$ Taux de croissance du bénéfice sur la période 2012-2017 : 24.7%

PER (n) = PER de sortie : 13

$r = K_e = 18.1\%$

$n = 5$ ans

$$P(n) = P(0) \times A - d \times B$$

Avec : $A = [(1 + r)/(1 + g)]^n$

$$B = [(1 + g)/(g - r)] \times (1 - A)$$

$$A = \left(\frac{1.181}{1.247}\right)^5 = 0.76 \quad 0.8$$

$$B = \frac{1.247}{0.247 - 0.181} \times (1 - 0.76) = 4.53 \quad 4.5$$

$$\text{PER}(0) = \frac{13 + 0.33 \times 4.53}{0.76} = 19.07$$

Donc PER (2012) = 19

Valeur des fonds propres = PER × Resultat net

Valeur des fonds propres = $19 \times 193\,948 = 3\,564\,396$

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Valeur des fonds propres	3 564 396 000
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	419.73DA

II.1.2.2.2 La valorisation selon la méthode d'actualisation des flux de trésoreries

Tableau n° 22: calculer les cash-flows : (en milliers de DA) de NCA Rouïba

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat d'Exploitation (EBIT)	361 211	454 218	565 256	705 995	800 416	837 336
Impôt théorique sur EBIT (22%)	79 466	99 928	124 356	155 319	176 091	184 214
Dotations aux amortissements & provisions	364 975	446 575	463 338	477 945	494 800	507 777
Variation du BFR	589 153	72 018	72 525	69 343	69 841	50 871
Cash-flows d'exploitation	57 567	728 848	831 713	959 278	1 049 283	1 110 028
Investissements	585 144	1 105 531	400 000	225 000	85 000	60 000
Cash-flows nets	- 527 577	- 376 683	431 713	734 278	964 284	1 050 028
Valeur résiduelle						6 829 291
Somme des cash-flows	-527 577	-376 683	431 713	734 278	964 284	7 879 319

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information d'NCA Rouïba

Impôt = résultat d'exploitation × 22%

Cf = Résultat - Impôt + dotations ± BFR

CF net = CF - Investissement

Taux d'actualisation = CMPC

$$C = K \times \frac{C}{C + D} + (1 - \Pi) \times K \times \frac{D}{C + D}$$

Ke = 18.1% / CP = 2 437 869 / D = 1 994 689 / Kd = 5.7% / (1 - IBS) × Kd = 4.5%

Donc CMPC = 11.8

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 23: calcul des CF actualisés (en milliers de DA) de NCA Rouïba

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
cash-flows nets	-527 577	-376 683	431 713	734 278	964 284	7 879 319
Cash-flows nets actualisés	- 527 577	- 336 925	345 391	525 454	617 216	4 511 071
	5 134 630					

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information

Calculer la valeur des fonds propres :

$E = V_e - \text{dettes financières} + \text{actif immobilisé financier}$

$E = 5\,134\,630 - 1\,180\,693 + 22\,591 = 3\,976\,528$

E	3 976 528 000
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	468.27 DA

II.1.2.3 L'approche analogique

II.1.2.3.1 La valorisation selon la méthode des multiples

Tableau n° 24: présentation des multiples boursiers d'entreprise comparables à NCA Rouïba

Echantillon	Pays	2010						2011				2012			
		PER	PER relatif	EV/CA	EV/ EBITDA	ROE	P/B	PER	PER relatif	EV/CA	EV/ EBITDA	PER	PER relatif	EV/CA	EV/ EBITDA
S-HIT	Italie	16,40	0,88	2,06	2,4	25,0%	2,09	15,84	0,86	1,80	2,0	-	-	-	-
SaM	Morocco	7,07	0,38	2,38	3,2	28,5%	2,59	18,86	1,11	2,02	3,22	-	-	-	-
ND O	USA	6,22	0,34	1,1	3,5	43,5%	5,75	-	-	-	-	-	-	-	-
Times	Thailand	8,59	0,45	1,27	10,51	18,1%	1,28	17,9	-	0,99	1,28	10,44	1,07	1,22	0,27
Bankov	France	17,87	0,94	1,91	10,11	18,9%	2,59	19,91	-	1,87	10,91	15,09	1,27	1,46	2,67
Alcantara	Italy	10,25	0,54	0,97	4,11	11,9%	0,8	15,89	0,87	0,95	1,11	12,44	1,41	0,29	0,91
Coca Cola Hellenics	USA	18,38	0,97	2,86	19,32	27,4%	3,98	13,01	1,43	1,36	3,2	11,88	0,88	1,29	1,5
Popesco	USA	4,86	0,25	0,9	0,85	30,0%	6,18	15,86	1,20	1,08	10,46	15,46	1,04	1,82	0,8
		16,48	1,20	1,93	9,23	24,0%	2,92	16,56	1,11	1,82	8,31	12,44	1,04	1,29	2,00

Notice d'information NCA-Rouiba spa

Source : Notice d'information d'NCA Rouïba

Moyenne PER = 13.182

$E = \text{PER} \times \text{résultat net}$

$E = 13.182 \times 193\,948\,000 = 2\,556\,622\,536$

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

E	2 556 622 536
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	301.06DA

Moyenne (Ve/CA)=1.098

CA 2012=5 669 817 458¹⁵⁸

Ve=1.098×5 669 817 158= 6 225 459 239

Ve	6 225 459 239
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	733.10DA

Moyenne (Ve/EBITDA)= 7.6025

EBITDA 2012=726 186¹⁵⁹

Ve=7.6025×726 186 000= 5 520 829 065

Ve	5 520 829 065
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	650.12DA

Tableau n° 25: Synthèse de l'approche analogique de NCA Rouïba

Méthode	Valeur de l'action
PER	301.06
Ve/CA	733.10
Ve/EBITDA	650.12
Moyenne	561.42

Source : établi par nous-même

II.1.2.4 Autres Méthodes

II.1.2.4.1 La valorisation selon la méthode de la valeur ajoutée économique EVA et la valeur économique de marché

❖ La méthode de l'EVA

Calcul de l'actif économique :

Actif économique = actif immobilisé é + BFR

¹⁵⁸ Rapport de commissariat aux comptes 2012

¹⁵⁹ Notice d'information

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 26: calculer l'actif économique (en milliers de DA) de NCA Rouïba ¹⁶⁰

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Actif immobilisé	2 392 452	3 120 312	3 133 697	2 964 787	2 646 385	2 295 371
BFR	582 543	654 561	727 086	796 428	866 270	917 141
Actif économique	2 974 995	3 774 873	3 860 783	3 761 215	3 512 655	3 212 512

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de NCA Rouïba

Calcul de l'EVA :

L'EVA se calcule comme l'écart de rentabilité dégagé par l'actif économique ROCE par rapport au coût de financement de cet actif (CMPC) :

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{CMPC}) \times \text{actif économique}$$

$$\text{ROCE} = \text{Résultat d'exploitation après impôt} / \text{actif économique}$$

Tableau n° 27: calculer l'EVA (en milliers de DA) de NCA Rouïba

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Actif économique	2 974 995	3 774 873	3 860 783	3 761 215	3 512 655	3 212 512
ROCE	8,99%	9,44%	11,49%	14,73%	17,89%	20,47%
WACC	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
EVA	-83 597	-89 087	-11 968	110 203	213 920	278 524

Source : établit nous-même à partir de la notice d'information d'NCA Rouïba

L'EVA en 2012, 2013 et 2014 est négative donc la rentabilité des capitaux investis est inférieure à la rémunération exigée par les bailleurs de fonds donc il y a une destruction de la valeur pour l'actionnaire.

L'EVA de 2015, 2016 et 2017 est positive donc les capitaux investis dégagent un rendement supérieur à la rémunération des bailleurs de fonds donc il y a une création de richesse pour l'actionnaire.

$$\text{Ve} = \text{actif économique 2012} + \text{EVA} + \text{valeur terminale}$$

$$\text{Ve} = 2\,974\,995 - 83\,597 + 1\,668\,528 = 4\,559\,926$$

$$\text{E} = \text{Ve} - \text{dettes nettes} + \text{Actif immobilisé hors exploitation}$$

¹⁶⁰ L. farhi, « évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse cas NCA Rouïba », mémoire de master en science économique, UMMT, 2017, P77

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

$$E=4\,559\,926 - 1\,180\,693 + 22\,591 = 3\,401\,824$$

E	3 401 824 000
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	400.59DA

❖ La méthode de la MVA :

$$M = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1 + C)^t}$$

Tableau n° 28 : Calculer MVA (en milliers de DA) de NCA Rouïba

EVA	-83 597	-89 087	-11 968	110 203	213 920	278 524
EVA actualisé	-83 597	-79 684	-9 574	78 862	136 925	159 460
Valeur résiduelle actualisée	/	/	/	/	/	1 668 528

Source : établi par nous même

$$MVA = 1\,870\,920$$

Calculer les fonds propres ¹⁶¹

$$E = \text{Actif économique} + MVA - \text{dettes nettes} + \text{Actif immobilisé hors exploitation}$$

$$E(2012) = 2\,974\,995 + 1\,870\,920 - 1\,180\,693 + 22\,591$$

E	3 689 813 000
Nombre d'action	849 195 200
Valeur de l'action	434.50DA

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action NCA-Rouïba présenté dans le tableau suivant :

¹⁶¹ L. farhi, Op. Cit., P78

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 29 : synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de NCA Rouïba

Approches	Moyenne	Modèle	Prix
Patrimoniale	212.77DA	ANC	186.70DA
		ANCC	225.91DA
		GW :	2 . 7 DA
		Méthode directe	249.32DA
		Méthode indirecte	202.13DA
Dynamique	436.63DA	DDM:	404.99DA
		Irving Fisher	390.25DA
		Bates	419.73DA
		DCF	468.27 DA
Analogique	561.42DA	PER	301.06DA
		Ve/CA	733.10Da
		Ve/EBITDA	650.12DA
Autres méthodes	417.54DA	EVA	400.59DA
		MVA	434.50DA
Moyenne	407.09DA		

Source : établi par nous-même

Cependant, NCA-ROUIBA n'a recouru qu'à quatre méthodes pour déterminer la valeur de son action. Ceci présente dans le tableau qui suit :

Tableau n° 30: synthèse des méthodes utilisées par NCA Rouïba

Méthodes	Prix	Min retenu	Max retenu
GW	451.	443.6	460.1
DCF	5	424.9	690.8
La méthode MVA	531.	418.1	469.9
La méthode Bates	3	347.2	497.3
	442.		
	8		
	419.		
	4		
La Moyenne de l'action de NCA Rouïba est de 461.25DA [413.45 ; 529.525]			

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information d'NCA Rouïba

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.2 Le Groupe BIOPHARM

II.2.1 L'objectif de l'opération

La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse a apposé le mois de décembre 2015 son visa sur la notice d'information relative à l'introduction en bourse de la société privée Biopharm SPA, cette entrée en bourse sous forme d'offre publique de vente d'actions représente 20% du capital social de la société, soit 5 104 375 actions pour une valeur totale de 6 252 859 375 DA. L'offre publique de vente est une opération par laquelle un ou plusieurs actionnaires s'engagent à céder une quantité de titres déterminés à un prix fixe au profit d'un public dans un marché financier. Cette procédure est souvent utilisée pour les entrées en bourse et les privatisations¹⁶²

II.2.2 L'application des différentes méthodes d'évaluation

II.2.2.1 L'approche patrimoniale

II.2.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l'ANC

Tableau n° 31: Bilan simplifié de BIOPHARM de l'année 2014 (en million de DA)

Actif	Valeur net	Passif	Valeur net
Actif non courant	3737	capitaux propres	14 907
Immobilisations incorporelles	22	Passif non courant :	2665
Immobilisation corporelles :	3285	Emprunt	1480
Immobilisations encours	109	C/C associés	5
Immobilisations financières :	321	Impôt (différé et provisionné)	212
✓ Prêts	233	Provisions	2665
✓ Impôts différés actif	88		
Actif courant	28 881	Passif courant	15 046
Stock et encours	12 886		
Créances	13 632		
Disponibilités	2363		
Total actif	32 618	Total passif	32 618

Source : établi par nous-même à partir du bilan consolidé de BIOPHARM de 2014 voir annexe n° 04

Calcul de l'ANC par le bas du bilan :

$$A = \sum A - \sum D - a - f$$

¹⁶² Notice d'information de BIOPHARM

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

$$ANC=32\ 618- (15\ 046+2665)= 14\ 907$$

ANC	14 907 000 000
Nombre d'action	24 245 781
Valeur de l'action	614.82DA

II.2.2.2 L'approche dynamique

II.2.2.2.1 La valorisation selon la méthode d'actualisation des flux de trésoreries

Tableau n° 32 : calculer les cash-flows (en millions de DA) de BIOPHARM

	2015	2016	2017	2018	2019	Valeur terminale
EBITDA	5203	5726	6205	6906	7816	-
Impôt (26%)	1235	1011	1051	1452	1790	-
Variation du BFR	439	575	996	1313	1531	-
Cash-flows d'exploitation	3529	4140	4158	4141	4495	
Investissements	490	439	453	466	480	-
Cash-flows nets	3039	3701	3705	3675	4015	39 619

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de BIOPHARM

Taux d'actualisation = CMPC= 13.99%

Calcul de la valeur terminale : sous l'hypothèse de taux de croissance des flux à l'infini de $g=3.5\%$; $VT=FCF(1+g)/(Ke-g)$

Tableau n° 33: Actualisation des cash-flows (en million de DA) de BIOPHARM

	2015	2016	2017	2018	2019	Valeur terminale
cash-flows nets	3039	3701	3705	3675	4015	39 619
Cash-flows nets actualisés	3039	3246	2851	2481	2378	23 465
	37 460					

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de BIOPHARM

$E=Ve-$ dettes financières

$$E=37\ 460-1552=35\ 908$$

Valeur des fonds propres	35 908 000 000
Nombre d'action	24 245 781
Valeur de l'action	1480.99DA

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.2.2.3 L'approche Analogique

II.2.2.3.1 Valorisation selon la méthode des multiples comparables

Tableau n° 34: présentation d'un échantillon d'entreprise comparable à BIOPHARM

Entreprise cotée	Pays	Cours / Bénéfices	Cours / Valeur comptable des fonds propres	Cours / Chiffre d'affaires
Dar el Dawa Development & Investment Company psc	Jordanie	9,2	1,1	0,8
Dova Holding	Turquie	94,5	2,0	1,8
Glaxo Smithkline Pakistan Limited	Pakistan	43,9	6,2	2,7
Hikma Pharmaceuticals Public Limited Company	Jordanie	15,0	3,5	2,8
Laboratoires Adwya	Tunisie	15,0	3,2	1,2
Pharmaniaga Berhad	Malaisie	17,7	3,2	0,8
PT Kalbe Farma Tbk	Indonésie	30,0	6,3	5,6
PT Tempo Scan Pacific Tbk	Indonésie	12,9	1,8	1,0
Rekordali	Italie	30,8	6,3	5,0
Sando Avenlis Pakistan Limited	Pakistan	25,7	2,8	0,6
Solihema	Maroc	25,4	4,5	2,1
Siada	Allemagne	34,6	2,5	1,1
Saidal	Algérie	4,3	0,4	0,7
	Moyenne	27,7	3,3	1,9
	Médiane	26,4	3,2	1,2

Source : notice d'information de BIOPHARM

Moyenne PER=27.7

Résultat net 2014=3854

$E=27.7 \times 3854 = 106\,755.8$

E	106 755 800 000
Nombre d'action	24 245 781
Valeur de l'action	4403.06DA

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action BIOPHARM présenté dans le tableau suivant :

Tableau n° 35 : synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de BIOPHARM

Approches	Modèle	Prix
Patrimoniale	ANC	614.82DA
Dynamique	DCF	1480.99DA
Analogique	PER	4403.06DA
Moyenne		2166.29DA

Source : établi par nous-même

Cependant, BIOPHARM n'a recouru qu'à deux méthodes pour déterminer la valeur de son action. Ceci présente dans le tableau qui suit :

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 36: synthèse des méthodes utilisées par BIOPHARM

Méthodes	Prix
DCF	1407DA
Multiples	1868DA
La Moyenne de l'action de BIOPHARM est de 1638DA	

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de BIOPHARM

II.3 L'entreprise Mutandis

II.3.1 L'objectif de l'opération

Mutandis est un projet industriel et commercial, visant à construire un groupe spécialisé dans la consommation des ménages et le développement de ses marques, au Maroc et en Afrique. Son introduction en bourse permettra à tous les investisseurs et épargnants qui le souhaitent d'en devenir propriétaires et de participer au projet.

Ainsi, les objectifs recherchés par Mutandis, à travers la présente Opération d'introduction en Bourse, sont les suivants :

- ✓ la possibilité de financer régulièrement les investissements de croissance identifiés au Maroc et à l'étranger;
- ✓ la possibilité d'offrir aux actionnaires de la Société une liquidité de tout ou partie de leurs participations dans le capital de cette dernière ;
- ✓ l'accroissement de la notoriété de la Société auprès de la communauté financière et du grand public en développant une identité forte et cohérente ;
- ✓ la consolidation de l'institutionnalisation du tour de table de la Société en ouvrant l'actionnariat au grand public et aux investisseurs institutionnels ;
- ✓ la poursuite et le renforcement de la logique de transparence et de performance dans laquelle s'inscrit la Société en se soumettant au jugement du marché ;
- ✓ la facilitation du recours à des financements externes grâce à un accès direct aux marchés financiers. Les montants libérés au titre de l'Augmentation de Capital IPO seront utilisés, le cas échéant, à travers les filiales existantes ou de nouvelles filiales pour :
 - ✓ Construire et/ou acquérir de nouvelles unités industrielles au Maroc pour lancer des gammes de produits additionnelles et complémentaires ;
 - ✓ Installer des unités de production en Afrique subsaharienne ;
 - ✓ Accompagner les investissements nécessaires à l'entrée de l'activité bouteilles et bouchons alimentaires dans de nouvelles catégories de boissons.

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Il est à noter que l'impact de l'Augmentation de Capital IPO n'est pris en compte ni dans les perspectives ni dans la valorisation de Mutandis présentées dans cette note d'information. Par ailleurs, le montant levé dans le cadre de l'Augmentation de Capital IPO n'est pas affecté à ce stade au financement d'un projet particulier clairement identifié¹⁶³

II.3.2 L'application des différentes méthodes d'évaluation

II.3.2.1 L'approche patrimoniale

II.3.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l'ANC

Tableau n° 37 : Bilan de Mutandis de l'année 2017 (en milliers de Dirhem)

Actif	Valeur net	Passif	Valeur net
Actif non courant	974 453	capitaux propres	800225
		Passif non courant	125 000
Actif courant :	36 671	Passif courant	85 899
Total actif	1011 124	Total passif	1011 124

Source: établi par nous-même à partir de la notice d'information de Mutandis voir annexe n°03

Calcul de l'ANC :

$$\text{ANC} = \text{actifs} - \text{dettes} = 1011\ 124 - (125000 + 85899) = 800\ 225$$

ANC	800 225 000
Nombre d'action	6 804 051
Valeur de l'action	117.61D

II.3.2.2 L'approche dynamique

II.3.2.2.1 Valorisation selon la méthode d'actualisation des chash-flows

¹⁶³ Notice d'information de Muatandis

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 38: calcul des CFs (en milliers de D) de Mutandis

	2019	2020	2021	2022	Flux normatif
Résultat d'Exploitation (EBIT)	132 621	137 741	149 291	160 624	127 829
Impôt théorique sur EBIT (26.1%)	34 614	25 950	38 964	41 922	33 363
Dotations aux amortissements & provisions	71 491	74 668	71 805	69 477	61 958
Variation du BFR	-8 446	-15 155	-7453	-9870	2848
Cash-flows d'exploitation	177 944	201 614	199 585	198 049	153 576
Investissements	55696	54 224	55 496	50 456	61 958
Cash-flows nets	122 248	147 390	144 089	147 593	91 618

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de Mutandis

Cf= Résultat –Impôt+ dotations ± BFR

CF net= CF- Investissement

Détermination du taux d'actualisation = CMPC

$$C = K \times \frac{C}{C + D} + (1 - I) \times K \times \frac{D}{C + D}$$

Calcul du cout des capitaux propres (Ke) :

Selon le MEDAF :

$$K = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Rf=3.30% / β =1.08% / Rm-Rf = 6.1%

Donc Ke=9.88% 9.9%

Ke=9.9% / taux d'imposition= 26.1% /Kd=4.4% / $\frac{D}{C + D} = 43\%$

Donc CMPC=7.04%

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 39: calcul des cash-flows actualisés (en milliers de dirhem) de Mutandis

	2019	2020	2021	2022	Flux normatif
cash-flows nets	122 248	147 390	144 089	147 593	91 618
Cash-flows nets actualisés	/	137 696	125 688	120 344	69 790
	453 518				

Source : établi par nous-même

Calcul de la Valeur terminale :

$$V = \frac{f \cdot n}{C - g}$$

Flux normatif = 91618

g=2%/ CMPC=9.9%

Vt=1 159 721

$$V_a \text{ ée} = \frac{F \cdot n}{C - g} \times (1 + C)^{-T}$$

Vt actualisée : 794 991

Ve=453 518+ 794 991=1 248 509

E=Ve+ actifs hors exploitation-intérêts minoritaires – dettes nettes

Tableau n° 40 : calcul de l'endettement financier (en million de dirhem) de Mutandis

(en MMAD)	31/12/2018
+ Dettes de financement	426
- Trésorerie nette	-62
- Intérêts courus et non échus	4
= Endettement financier estimée au 31/12/2018	484

Source : notice d'information de Mutandis

Valeur 100% des fonds propres :

E=1 248 +118 -4 - 484 = 878

Fonds propres part des commanditaires (99%)	869 000 000
Nombre d'action	6 804 051
Valeur de l'action	127.71D

II.3.2.3 L'approche analogique :

II.3.2.3.1 Valorisation selon la méthode des multiples

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 41 : présentation de l'échantillon d'entreprises comparables à Mutandis

Société	Pays	Cap. boursière (En MUSD)	Valeur d'entreprise (en MUSD)	ROCE fin 2017	VE/EBE 2018 ^a	2019 ^a
Tat Gida Sanayi	Turquie	97	104	12,0%	7,2x	5,5x
Lesieur Cristal	Maroc	428	431	16,8%	12,8x	12,0x
Pioneer Food Group	Afrique du Sud	1 387	1 464	12,5%	9,7x	8,9x
Rhodes Food Group	Afrique du Sud	310	401	11,2%	10,9x	8,3x
Médiane				12,2%	10,3x	8,6x

Source : Infront Analytics – données au 22/10/2018, sur la base des capitalisations boursières moyennes 3 mois et des dettes nettes estimées à fin 2018.

Source : notice d'information de Mutandis

Tableau n° 42 : valorisation selon le multiple Ve/EBE (en million de D) de Mutandis

Désignation	Valeur
Moyenne Ve/EBE	12.95
EBE2018	183
Ve	2369
Dettes nettes	484
Intérêts minoritaires	4
Actif hors exploitation	118
E (100% fonds propres)	1999

Source : établi par nous-même

Fonds propres part des commanditaires (99%)	1979 000 000
Nombre d'action	6 804 051
Valeur de l'action	290.85D

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action Mutandis présenté dans le tableau suivant :

Tableau n° 43: synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de Mutandis

Approches	Modèle	Prix
Patrimoniale	ANC	117.61D
Dynamique	DCF	127.71D
Analogique	Multiples Ve/EBE	290.85D
Moyenne		178.72D

Source : établi par nous-même

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Cependant, Mutandis n'a recouru qu'à trois méthodes pour déterminer la valeur de son action. Ceci présente dans le tableau qui suit :

Tableau n° 44: synthèse des méthodes utilisées par Mutandis

Méthodes	Ve	Valeur des fonds propres part des commanditaires	Prix
DCF	1906	1519	223
La méthode des multiples	1895	1509	222
Méthode des références transactionnelles	1742	1358	200
Moyenne			215

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de Mutandis

II.4 L'entreprise Total Maroc

II.4.1 L'objectif de l'opération

Dans une perspective de croissance et de développement, l'introduction en Bourse de Total Maroc s'inscrit dans une stratégie d'ouverture vis à vis de sa clientèle, de ses partenaires et de la communauté financière.

Les principaux objectifs visés par Total Maroc à travers la présente introduction en Bourse sont les suivants :

- ✓ Inscrire son développement sur le long terme au Maroc en s'appuyant sur les acteurs locaux
- ✓ Institutionnaliser Total Maroc en ouvrant son capital au grand public, aux investisseurs institutionnels ainsi qu'à ses salariés et partenaires ;
- ✓ développer sa notoriété auprès de la communauté financière et du grand public en développant une identité forte et cohérente ;
- ✓ Motiver et fidéliser ses collaborateurs en les associant à son capital
- ✓ Permettre, le cas échéant, le recours à des financements externes ultérieurs grâce à un accès direct aux marchés financiers pour soutenir la croissance et la réalisation de ses objectifs stratégiques¹⁶⁴

¹⁶⁴ Notice d'information de Total Maroc

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.4.2 L'application des différentes méthodes d'évaluation

II.4.2.1 L'approche patrimoniale

II.4.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l'ANC

Tableau n° 45: Bilan simplifié de Total Maroc de l'année 2014 en (MMD)

Actif	Valeur net	Passif	Valeur net
Actif non courant	1451.3	capitaux propres	827.2
Immobilisations en non valeurs	2.8	Passif non courant :	783.1
Immobilisations incorporelles	91.7	Dettes de financement	726.5
Immobilisation corporelles	1193.4	Provision durables pour risque et charges	56.6
Immobilisations financières	163.5		
Actif courant			
Stock et encours	761	Dettes du passif courant	1939.7
Créances	2058.9	Autres provisions pour risques et charges	0.2
Ecart de conversion actif	0.2	Ecart de conversion passif	2.4
Disponibilités	71.1	Trésorerie	789.9
Total actif	4342.4	Total passif	4342.4

Source : établi par nous-même à partir du bilan consolidé de Total Maroc de l'année 2014

voir annexe n°04

Calcul de l'ANC :

ANC= Actif - (dettes + provisions) - actif fictive + dettes fictifs

ANC= 4342.4-(726.5+1939.7+56.6+0.2)-0.2+2.4=1621.6

ANC	162 160 000
Nombre d'action	896 000
Valeur de l'action	180.98MAD

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.4.2.2 L'approche dynamique

II.4.2.2.1 La méthode d'actualisation des flux de trésoreries

Tableau n° 46 : calculer les cash-flows : (en MMD) de Total Maroc

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat d'exploitation EBIT	415	446	467	485	510	533
Impôt théorique sur EBIT (30%)	124	133	140	145	153	159
Dotations aux amortissements & provisions	189	192	192	197	200	197
Variation du BFR	-472	41	45	42	42	39
Cash-flows d'exploitation	952	464	474	495	515	532
Investissements	312	280	239	235	196	197
Cash-flows nets	640	184	235	260	319	335

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de Total Maroc

Impôt = résultat d'exploitation × 30%

Cf = Résultat - Impôt + dotations ± BFR

CF net = CF - Investissement

Calcul de Ke :

$$K = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Rf=3.24% / Rm-Rf=8.07% / β =1.01

Ke= 0.0324+(0.0807-0.0324)×1.01= 0.1139=11.39%

Calcul du CMPC :

$$C = K \times \frac{C}{C + D} + (1 - I_t) \times K \times \frac{D}{C + D}$$

Kd=4.5% / IS=30%/Ke=11.39%/ D/D+Cp=38.77%

CMPC=8.19%

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 47 : calcul des CFs actualisés (en MMD) de Total Maroc

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash-flows nets	640	184	235	260	319	335
Cash-flows nets actualisés	591	157	185	189	215	208
	1545					

Source : établi par nous-même

Calcul de la valeur terminale :

g=1.5%

$$V = \frac{(F_t (1 + g))}{(C - g)}$$

$$V_t = 335(1.015)/(0.0819 - 0.015) = 5082$$

$$V_t \text{ actualisée} = 3168$$

$$V_e = 1545 + 3168 = 4713$$

Tableau n° 48: présentation des dettes nettes (en MMD) de Total Maroc

Données au 31/12/2014 (en MMAD)	
Dettes financières courantes	889,0
Dettes financières non courantes	0,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	84,5
Dettes nettes	804,5
Engagements envers le personnel fiscalisés	9,3
Provisions pour risques et charges non courant	46,8
Dettes nettes et passifs à caractère de dette	860,6

Source : Total Maroc S.A.

Source : notice d'information de Total Maroc

E = Ve - dettes nettes et passifs à caractère de dette + valeur des filiales mise en équivalence et des autres filiales non consolidées au 31/12/2014

$$E = 4713 - 860.6 + 233.4 = 4085.8$$

E	408 580 000
Nombre d'action	896 000
Valeur de l'action	456MAD

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.4.2.3 L'approche Analogique

II.4.2.3.1 Valorisation selon la méthode des comparables multiples

Tableau n° 49: présentation de l'échantillon d'entreprises comparables à Total Maroc

Société	Localisation	VE/EBITDA ⁺	PE ⁺
Total Cote d'Ivoire SA (BRVM:TTLIC)	Côte d'Ivoire	9,3	16,0
Vivo Energy Cote d'Ivoire (BRVM:SHEC)	Côte d'Ivoire	17,9	24,2
Total Petroleum Ghana Ltd. (GHSE:TOTAL)	Ghana	14,2	22,5
Total Kenya Limited (NASE:TOTL.O)	Kenya	4,1	3,3
Total Nigeria Plc (NGSE:TOTAL)	Nigeria	7,7	14,0
Mobil Oil Nigeria plc (NGSE:MOBIL)	Nigeria	17,5	8,7
Shell Oman Marketing Company SAOG (MSM:SOMS)	Oman	12,1	16,3
Shell Pakistan Limited (KASE:SHEL)	Pakistan	5,8	23,6

Source : notice d'information de Total Maroc

$$M \left(\frac{V}{E} \right) = 11.075$$

EBITDA 2014= 599.8

Ve=599.8×11.075=6642.785

Ve	664 278 500
Nombre d'action	896 000
Valeur de l'action	741.38MAD

$$P = \frac{C}{Bén \quad n}$$

Moyen PER= 16.075

Bénéfice net 2014=319

E=319×16.075=5127.925

E	512 792 500
Nombre d'action	896 000
Valeur de l'action	572.31MAD

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action Total Maroc présenté dans le tableau suivant :

Tableau n° 50: synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de Total Maroc

Approches	Modèle	Prix
Patrimoniale	ANC	180.98MAD
Dynamique	DCF	456MAD
Analogique	Ve/EBITDA	741.38MAD
656.84MMD	PER	572.31MMD
Moyenne		431.27MMD

Source : établi par nous-même

Cependant, Total Maroc n'a recouru qu'à deux méthodes pour déterminer la valeur de son action. Ceci présente dans le tableau qui suit :

Méthodes	Prix	Ve
DCF	542.29	4859
Les Multiples boursiers :		
Ve/EBITDA	644.86	5778
PER	573.66	5140
La Moyenne de l'action de Total Maroc de 575.77		

Tableau n° 51 : synthèse des méthodes utilisées par Total Maroc

Source : établi par nous-même

II.5 L'entreprise l'accumulateur Tunisien ASSAD

II.5.1 L'objectif de l'opération

Les objectifs des introducteurs sont donc les suivants :

- ✓ Elargir les sources de financement de l'entreprise, par l'entrée de nouveaux actionnaires capables d'accompagner le développement de l'entreprise,
- ✓ Consolider ses fonds propres
- ✓ Renforcer sa notoriété auprès de ses clients et de ses fournisseurs¹⁶⁵

II.5.2 L'application des différentes méthodes d'évaluation

II.5.2.1 L'approche patrimoniale

II.5.2.1.1 Valorisation selon la méthode de L'ANC

¹⁶⁵ Notice d'information ASSAD

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 52: Bilan simplifié de l'entreprise ASSAD de l'année 2003

Actif	Valeur net	Passif	Valeur net
Actif non courant	14 200 798	capitaux propres intérêts minoritaires	14 538 270 255 129
Immobilisations incorporelles	113 410 12 972 362	Passif non courant	2 774 208
Immobilisation corporelles	1 115 024		
Immobilisations financières			
Actif courant	13 485 769		
Stock et encours	5 054 578	Passif courant	10 118 960
Créances	7 066 423		
Autres actifs courants	864 117		
Disponibilités	500 650		
Total actif	27 686 567	Total passif	27 686 567

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de l'ASSAD

Calcul de l'ANC par le bas du bilan :

$$A = \sum A - \sum D$$

$$ANC = 27\,686\,567 - (2\,774\,208 + 10\,118\,960) = 14\,793\,399$$

ANC	14 793 339
Nombre d'action	1 320 000
Valeur de l'action	11.20D

II.5.2.1.2 Valorisation selon la méthode de l'ANCC :

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 53 : réévaluation de l'actif de ASSAD (en milliers de dinars)

Actif	Plus/moins-value
Actif non courant	/
Immobilisations incorporelles	/
Immobilisation corporelles :	/
✓ Machines	+5 524
✓ Terrains et constructions	+4 689
Immobilisations financières	/
Actif courant	/
Stocks	-117
Clients	-72
Autres actifs courants	-50
Total	9974

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de l'ASSAD

L'impôt à payer est de 1667

Calcul de l'ANCC : ANCC= ANC+ les plus-values- impôt

L'ANCC= 14 793+ 9974– 1 667= 23 100

ANCC	23 100 000
Nombre d'action	1 320 000
Valeur de l'action	17.5D

II.5.2.1.3 La valorisation selon la méthode du GW :

$V_e = ANCC + GW$

Calcul du cout des capitaux propres (Ke) :

$$K = R + R \times \beta$$

Tableau n° 54: calculer le cout des fonds propres de l'ASSAD

Désignation	valeur
Rf	7%
Rp (prime de risque du marché action)	3.3%
Beta	1.8
Ke	7%

Source : établi par nous-même a partir de la notice d'information de l'ASSAD

Calcul de la rente du GW : Le surpro = bénéfice net prévisionnel – ANCC × Ke

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 55: calcul du surprofit (en milliers de D) de l'ASSAD

Désignation	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Résultat net prévisionnel	2 489	2 280	2 497	2 512	2 894	2 902
ANCC	23 100					
Ke	7%					
Surprofit	872	663	880	895	1277	1285

Source : établi par nous même

a) **Calcul du GW selon la méthode abrégée :**

$$G = \sum \frac{S}{(1 + K)^n}$$

Tableau n° 56: calcul des surprofits actualisés (en milliers de D) de l'ASSAD

Surprofit	872	663	880	895	1277	1285
Superprofit actualisé	814	579	718	682	910	856
	4559					

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de l'ASSAD

GW=4559

Ve=23 100+4559= 27 659

Ve	27 659 000
Nombre d'action	1 320 000
Valeur de l'action	20.95D

b) **Calcul du GW selon la méthode des praticiens :**

$$V = \frac{A + V}{2}$$

$$V = \frac{R}{K}$$

RCAI(2003)=1 713 646¹⁶⁶

Vr=1 713 646/0.07=24 480 657.14

Ve= (23 100+24 480)/2=23 790

Ve	23 790 000
Nombre d'action	1 320 000
Valeur de l'action	18.02D

¹⁶⁶Compte de résultat de l'accumulateur ASSAD 2003

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

La valeur moyenne de l'action selon la méthode du GW est la moyenne arithmétique entre la valeur de l'action selon la méthode directe et la valeur de l'action selon la méthode indirecte :

$$V \text{ d l'a} = \frac{20.95 + 18.02}{2} = 19.485$$

En conclusion, l'approche patrimoniale nous permet d'avoir une idée sur la fourchette de valeur de l'action de l'entreprise ASSAD

Tableau n°57 : la valeur de l'action de l'entreprise ASSAD selon l'approche patrimoniale

Méthode de l'approche patrimoniale	Valeur de l'action
ANC	11.20D
ANCC	17.20D
GW	20.28D

Source : établi par nous même

II.5.2.2 L'approche dynamique

II.5.2.2.1 Valorisation selon la méthode d'actualisation des flux de trésoreries

Tableau n° 58 : calcul des CF (en milliers de dinars) de l'ASSAD

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Résultat opérationnel	4065	3946	4288	4721	4862	5008
Impôt (12%)	487	473	514	566	583	600
Dotations aux amortissements & provisions	2048	2267	2437	2566	2497	2309
Variation du BFR	53	447	620	1180	1150	1185
Cash-flows d'exploitation	5573	5293	5591	5541	5626	5532
Investissements	-2015	-1600	-1950	-850	-850	-1000
Cash-flows nets	3558	3693	3641	4691	4775	4532

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de l'ASSAD

Cf= Résultat – Impôt+ dotations ± BFR

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 59: calcul des CF actualisés (en milliers de dinars) de l'ASSAD

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
cash-flows nets	3558	3693	3641	4691	4775	4532
Cash-flows nets actualisés	3218	3022	2695	3141	2893	2484
	17 453					

Source : établi par nous-même

Calcul de la valeur terminale

$g=0.25\%$ /CMPC=10.54%

$$V = \frac{(F_t (1 + g))}{(C - g)}$$

$V_t=4532 \times 1.0025 / (0.1054 - 0.0025) = 44\ 152$

$V_t \text{ actualisée} = 24\ 201$

$V_e = 17\ 453 + 24\ 201 = 41\ 654$

Ve	41 654 000
Nombre d'action	1 320 000
Valeur de l'action	31.55D

II.5.2.3 Autres Méthode

II.5.2.3.1 Valorisation selon la valeur de rentabilité

Tableau n° 60 : calculer la valeur de rentabilité (en milliers de dinars) de l'ASSAD

Désignation	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bénéfice futur	2 489	2 280	2 497	2 512	2 894	2902
Bénéfice futur actualisé	2251	1865	1848	1682	1753	1590
	10 989					

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de l'ASSAD

Ve	10 989 000
Nombre d'action	1 320 000
Valeur de l'action	8.32D

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action de l'entreprise ASSAD présenté dans le tableau suivant :

Tableau n° 61 : synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de l'ASSAD

Approches	Modèle	Prix
Patrimoniale	ANC	11.20D
	ANCC	17.20D
	GW :	19.48D
	Méthode directe	20.95D
	Méthode indirecte	18.02D
Analogique	DCF	31.55D
Autres méthodes	Valeur de rentabilité	8.32D
Moyenne		18.61D

Source : établi par nous-même

Cependant, l'entreprise accumulateur tunisien ASSAD n'a recouru qu'à quatre méthodes pour déterminer la valeur de son action. Ceci présente dans le tableau qui suit :

Tableau n° 62: synthèse des méthodes utilisées par l'accumulateur ASSAD

Méthodes	Prix
GW	20.50
DCF	15.11
Dividendes	11.80
Valeur de rentabilité	14.01
La Moyenne de l'action de l'accumulateur ASSAD est de 15.35D	

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de l'ASSAD

II.6 L'entreprise Cellcom

II.6.1 L'objectif de l'opération

Outre le financement de son programme de développement stratégique, Cellcom vise, à travers l'introduction de ses titres au Marché Principal de la Cote de la Bourse, d'atteindre les objectifs suivants:

- ✓ Préserver et renforcer la capacité d'endettement de la société;
- ✓ Renforcer l'image de marque de la société et mieux se connaître vis-à-vis du public ;
- ✓ l'institutionnalisation de la société et son capital en ouvrant l'actionariat au grand public, aux investisseurs institutionnels ainsi qu'aux salariés et partenaires de la société ;

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

- ✓ Développer la notoriété de l'entreprise auprès de la communauté financière et du grand public ;
- ✓ Poursuivre et renforcer la logique de transparence et de performance dans laquelle s'inscrit la société en se soumettant aux jugements du marché ;
- ✓ Motiver et fidéliser ses collaborateurs en les associant au capital de la société ;
- ✓ Faciliter le recours à des financements externes grâce à un accès direct au marché financier¹⁶⁷

II.6.2 L'application des différentes méthodes d'évaluation

II.6.2.1 L'approche patrimoniale

II.6.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l'ANC

Tableau n° 63: bilan simplifié de Cellcom de l'année 2013

Actif	Valeur net	Passif	Valeur net
Actif non courant	675 648.542	capitaux propres	2 606 131.554
		Passif non courant	197 274.676
Actif courant	16 754 602.958	Passif courant	14 626 845.270
Total actif	17 430 251.500	Total passif	17 430 251.500

Source : établi par nous-même à partir du bilan de Cellcom voir l'annexe n° 06

Calcul de l'ANC :

ANC= actifs – dettes = 17 430 251.500 – (197 274.676+ 14 626 845.270)= 2 606 131.554

ANC	2 606 131.554
Nombre d'action	3 531 296
Valeur de l'action	0.738D

II.6.2.2 L'approche dynamique

II.6.2.2.1 Valorisation selon la méthode d'actualisation des cash-flows

¹⁶⁷ Notice d'information de Cellcom

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 64: Calcul des CFs de Cellcom

	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA	3 585 249.239	4 228 115.178	5 405 466.332	7 424 730.341	9 335 225.412
Impôt	487 236.545	575 114.66	769 493.163	1 205 862.669	1 600 938.016
Variation du BFR	3 266 838.161	1 739 622.782	2 880 034.951	4 738 898.663	4 519 142.092
Autres	-114 340.425				
Cash-flows d'exploitation	-1 283 165.892	1 913 377.73	1 755 938.218	1 479 969.009	3 215 145.304
Investissements	774 000	614 000	614 000	614 000	614 000
Cash-flows nets	-2 057 165.892	1 299 377.73	1 141 938.218	865 969.009	2 601 145.304

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de Cellcom

Cf= Résultat –Impôt+ dotations ± BFR+ Autres

CF net= CF- Investissemen

Calcul du CMPC :

$$C = K \times \frac{C}{C + D} + (1 - T) \times K \times \frac{D}{C + D}$$

Calcul du cout des capitaux propres (Ke)

Selon le MEDAF :

$$K = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Tableau n° 65 : calcul des couts des fonds propres Ke de Cellcom

Désignation	2012
Rf	6.26%
Prime de risque =Rm-Rf	6%
Beta Levered	1.19%
Ke	13.4%

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de Cellcom

$$Ke=13.4\% / Kd=8.5\% / \frac{C}{C + D} = 50\% / \text{taux d'imposition :} 30\%$$

Donc CMPC= 9.675% 9.68%

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 66: calcul des CFs actualisés de Cellcom

	2013	2014	2015	2016	2017
cash-flows nets	-2 057 165.892	1 299 377.73	1141938.218	865 969.009	2 601 145.304
Cash-flows nets actualisés	-1 875 607.123	1 080 141.209	865 486.469	598 401.375	1 638 805.468
	2 307 227.398				

Source : établi par nous-même

Calcul de la VT

$$V = \frac{F_t(1+g)}{c - g}$$

FCF 2017 = 2 601 145.304 /g=2%/ CMPC=9.68%

Vt=34 546 461.07

$$V_a \text{ ée} = \frac{F_t(1+g)}{c - g} \times (1 + C)^{-T}$$

Vt actualisée : 21 765 385.12

Ve=2 307 227.398+21 765 385.12= 24 072 612.52

E=Ve- ajustement pré-money

Tableau n° 67: présentation des ajustements pré-money de Cellcom

Ajustements Pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (en TND)	
Dette Nette 2012	-4 033 312,120
Dette Financière	-6 697 921,628
Liquidités	2 664 609,508
Conclusions des Travaux d'Audit (Cabinet BFC)	-326 000
Ajustement position de liquidités	-201 000
Ajustement de la Situation Nette	-125 000
Ajustement Post-Money	-4 359 312,120
Augmentation de Capital de l'IPO	-6 511 652,000
Ajustement Pré-Money	-10 870 964,120

Source : notice d'information de Cellcom

E=24 072 612.52-10 870 964.120=13 201648.4

E	13 201 648.4
Nombre d'action	3 531 296
Valeur de l'action	3.73D

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.6.2.3 L'approche analogique

II.6.2.3.1 Valorisation selon la méthode des multiples boursiers

Tableau n° 68: présentation d'un échantillon d'entreprises comparables à Cellcom

Secteur	PER		VE/ Revenues		VE/EBITDA		
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	
Tunisie*							
MagasIn Général	Distribution	ng	27.2x	0.7x	0.7x	33.3x	15.2x
Monoprix	Generaliste	ng	36.9x	0.8x	1.1x	10.8x	14.2x
ARTES	Distribution	10.3x	11.4x	0.8x	0.8x	5.4x	5.9x
Ennaki	Automobile	14.7x	35.9x	0.6x	0.9x	6.8x	19.6x
Maroc**							
Disway	Distribution Informatique	23.2x	9.7x	0.6x	0.1x	11.3x	6.8x
Médiane		14.7x	27.2x	0.7x	0.8x	10.8x	14.2x
Moyenne		20.9x		0.7x		12.5x	

Source : AlphaMena

Source : notice d'information de Cellcom

Tableau n° 69 : calculer la valeur de l'action de Cellcon selon les différents multiples

Multiple Ve/EBITDA		Multiple Ve/CA		Multiple PER	
Moyenne (Ve/EBITDA)	12.34	Moyenne (Ve/CA)	0.78	Moyenne PER 2012	24.22
EBITDA 2012 cellcom	2 030 355.41	CA Cellcom 2012	18 942 781.7	Bénéfice 2012	415 37
Ve	25 054 585.8	Ve	14 775 369.7	Ve	20 931
	4		3		265.68
Valeur de l'action	7.09D	Valeur de l'action	4.18D	Valeur de l'action	5.92D
Moyenne	5.73D				

Source : établi par nous même

$$\text{Moyenne (Ve/EBITDA) 2012} = (15.2 + 14.2 + 5.9 + 19.6 + 6.8) / 5 = 12.34$$

$$\text{Moyenne (Ve/CA) 2012} = (0.7 + 1.1 + 0.8 + 0.9 + 0.4) / 5 = 0.78$$

$$\text{Moyenne PER 2012} = (27.2 + 36.9 + 11.4 + 35.9 + 9.7) / 5 = 24.22$$

$$\text{PER} = E / \text{Bénéfice}$$

$$\text{Ve} = E + \text{ajustement pré-money} = 10\,060\,301.56 + 10\,870\,964.120 = 20\,931\,265.68$$

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

II.6.2.4 Autres méthodes

II.6.2.4.1 Valorisation selon la méthode de l'EVA

EVA= capitaux investi × (ROCE-CMPC)

ROCE= Résultat d'exploitation net d'impôt/capitaux investi

Tableau n° 70 : Calcul de l'EVA (en milliers de DA) de Cellcom

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Capitaux investis	6 028 138.862	11 986 826.72	13 949 808.4	17 408 283.25	23 724 153.18	29 600 342.47
Résultat d'exploitation net d'impôt	1 129 494,606	2 515 323,246	2868549,331	3 649 363,587	5 398 141,875	6 984 980,329
ROCE	18.73%	20.98%	20.56%	20.96%	22.75%	23.59%
EVA	545 546.567	1 354 511.419	1 517 739.54	1 963 654.351	3 100 746.821	4 117 407.638

Source : établi par nous-même

CMPC= 9.68%

De 2012 à 2017 l'EVA est positive donc les capitaux investis dégagent un rendement supérieur à la rémunération des bailleurs de fonds donc il y a une création de richesse pour l'actionnaire

$V_e = \text{capitaux investi 2012} + \text{EVA} + \text{valeur terminale}$

$V_e = 6\,028\,138.862 + 545\,546.567 + 38\,954\,813.913 = 45\,528\,499.34$

$E = V_e - \text{ajustement pré money} = 45\,528\,499.34 - 10\,870\,964.120 = 34\,657\,535.22$

E	34 657 535.22
Nombre d'action	3 531 296
Valeur de l'action	9.8D

II.6.2.4.2 Valorisation selon la méthode de l'MVA :

$$M = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_i}{(1 + C)^i}$$

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Tableau n° 71: calculer MVA (en milliers de DA) de Cellcom

EVA	545 546.567	1 354 511.419	1 517 739.154	1 963 654.351	3 100 746.821	4 117 407.638
EVA actualisé	/	1 234 966.648	1 261 659.768	1 488 273.397	2 142 676.172	2 594 099.661
Valeur résiduelle actualisée	/	/	/	/	/	38 954 813.913

Source : établi par nous-même

$$MVA=47\ 676\ 489.56$$

$$E= MVA+ \text{capital investi 2012} - \text{ajustement pré money}$$

$$E=47\ 676\ 489.56+6\ 028\ 138.862- 10\ 870\ 964.120= 42\ 833\ 664.3$$

E	42 833 664.3
Nombre d'action	3 531 296
Valeur de l'action	12.12D

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action Cellcom présenté dans le tableau suivant :

Tableau n° 72: synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées de Cellcom

Approches	Modèle	Prix
Patrimoniale	ANC	0.73D
Dynamique	DCF	3.73D
Analogique	Multiples	5.73D
Autres méthodes	EVA	9.8D
	MVA	12.12D
Moyenne		5.14D

Source : établi par nous-même

Cependant, Cell com n'a recouru qu'à trois méthodes pour déterminer la valeur de son action. Ceci présente dans le tableau qui suit :

Tableau n° 73: synthèse des méthodes utilisées par l'entreprise CellCom

Méthodes	Ve
DCF	14 237 304.639
La méthode des multiples	25 262 688.608
La méthode EVA	44 508 506.317
Valorisation retenue 24 561 451.051 pour un prix de 7 TND par action	

Source : établi par nous-même à partir de la notice d'information de Cellcom

Chapitre 03 : étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis

Conclusion du chapitre 3

Pour déterminer la valeur de l'action des sociétés retenues, nous avons calculé la moyenne linéaire des valorisations obtenues par l'utilisation des trois approches.

Malgré que les méthodes patrimoniales sont fondées sur des informations fiables, les valeurs obtenues par ces méthodes ne sont pas prises en considération dans le calcul de la valeur finale de l'action de plusieurs entreprises citons BIOPHARM, Cellcom, Mutandis et Total Maroc, car ces valeurs sont considérées comme des valeurs sous-estimées du fait qu'elles se basent uniquement sur le patrimoine de l'entreprise, c'est-à-dire sur ce qu'elles possèdent et leur valeurs s'éloignent des valeurs obtenues à partir des autres méthodes.

La méthode privilégiée est la méthode DCF, toutes les entreprises retenues ont appliqué cette méthode. La détermination de la valeur de l'action se base sur la moyenne pondérée de plusieurs méthodes au lieu d'une seule.

En fin, nous constatons un manque de précision dans certaines notices d'informations.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Conclusion générale

Conclusion générale

Notre travail est composé de trois chapitres. Le premier est consacré d'une part à la présentation du marché financier, son rôle et les acteurs intervenants sur ce marché et à la présentation des procédures d'introduction en bourse ainsi que les avantages et les inconvénients d'être cotée en bourse. D'autre part, nous avons présenté les trois marchés financiers du Maghreb à savoir l'Algérie, la Tunisie et le Maroc ainsi que les conditions d'introduction à ces marchés. Le deuxième chapitre porte sur le processus d'évaluation lors de l'introduction en bourse et les méthodes utilisées pour la valorisation de l'entreprise cotée. Le troisième et dernier chapitre est un cas pratique dédié à une étude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprise lors de l'introduction à la bourse d'Alger, de Casablanca et de Tunis.

Ce travail nous a permis de confirmer ou infirmer les hypothèses proposées dans la problématique :

Selon la première hypothèse : l'introduction en bourse est un moyen de financement qui assure la mobilité et la liquidité du capital, permet de renouveler et d'élargir l'actionnariat et d'acquérir une image de marque à l'international. En contrepartie, l'entreprise cotée est confrontée à certaines exigences en ce qui concerne la divulgation d'informations qui seront vues par le public, supporter le coût de l'introduction et la perte de temps car le processus est long et coûteux. L'entreprise aura une pression accrue sur les résultats à court terme et une perte de contrôle de gestion car les nouveaux actionnaires souhaiteront faire partie du conseil d'administration (Hypothèse confirmée)

D'après la deuxième hypothèse : Chaque marché financier à ces propres spécificités, la bourse de Casablanca a été créée en 1929 puis en 1969 la bourse des valeurs mobilières de Tunis a vu le jour suivie de la société de gestion de la bourse des valeurs (la bourse d'Alger) en 1990. Le conseil déontologique des valeurs mobilières est la tutelle de régulation et de contrôle au Maroc. En Tunisie, on trouve le conseil du marché financier. En Algérie, c'est la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse. MAROCLEAR, STICODEVAM et Algérie Clearing sont les dépositaires centraux des titres respectivement du Maroc, Tunisie et Algérie. Toutes ces institutions ainsi que les intermédiaires en bourse ont leurs rôles à jouer dans l'opération d'introduction et la bonne mise en marche du marché financier. Les critères d'introduction en bourse diffèrent d'un pays à l'autre selon les

Conclusion générale

compartiments de chaque marché et la condition commune des trois marchés est que la société doit être organisée sous forme de société par action (hypothèse confirmée)

Selon la troisième hypothèse : les méthodes d'évaluations utilisées dans les trois pays se résument à trois approches, patrimoniale, dynamique et analogique. Le choix de la méthode d'évaluation dépend des caractéristiques de l'entreprise à évaluer, des informations disponibles ainsi que des objectifs de l'évaluation. La Méthode DCF est utilisée par toutes les entreprises de l'échantillon composé de deux entreprises algériennes (NCA Rouïba et BIOPHARM), deux entreprises marocaines (Mutandis et Total Maroc) et deux entreprises tunisiennes (ASSAD et Cellcom). La majorité des entreprises de l'échantillon ne prennent pas en considération l'approche patrimoniale dans la valorisation de leurs actions (hypothèse confirmée)

Pour conclure, en dépit des difficultés d'obtenir des informations précises des entreprises étudiées et l'impossibilité de faire un stage pratique au vu de la crise sanitaire mondiale du coronavirus. Notre travail présente un fort intérêt et il a été une expérience enrichissante pour nous. Il nous a offert l'opportunité d'appliquer toutes nos connaissances sur l'évaluation de l'entreprise.

Pour les futures recherches, nous recommandons une étude comparative d'évaluation d'entreprises plus détaillée avec un échantillon élargi d'entreprises maghrébines introduites en bourse et les comparer avec les méthodes d'évaluation des entreprises européennes introduites en bourse.

BIBLIOGRAPHIE



Ouvrage

- ✓ Antoine.J, M.C.Capiou-Huari, «DICTIONNAIRE DES MARCHES FINANCIERS », 3^{ème} édition de Boeck, Paris, 2015
- ✓ Capelle-Blancard. G, N. Couderc, S. Vandelanoite, « LES MARCHES FINANCIERS EN FICHE », Edition Ellipse, Paris, 2004
- ✓ Chahrit. K, « GUIDE TECHNIQUE ET PRATIQUES BANCAIRES, FINANCIERES ET BOURSIERES » Edition G.A.L (ex MLP), Alger, 2003
- ✓ Chahrit. K, « DICTIONNAIRE DE LA FINANCE ET DE LA BOURSE » G.A.L, Alger
- ✓ Chapalain. G, « PRATIQUE MODERNE DE L'EVALUATION », EMS édition, Paris, 2004
- ✓ Cohen. E, « ANALYSE FINANCIERE », Economica, 4^{ème} édition, France, 1997, P252.
- ✓ Coispeau. O, « DICTIONNAIRE DE LA BOURSE ET DES TERMES FINANCIERS»,5^{ème}édition, SEFI, Québec, 2006
- ✓ Coopers & Lybrand, « GUIDE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE», achevé d'imprimer par G. de Bussac s.a. à clemont ferrand, Paris, 1998
- ✓ De Cousergue. S, «AUTOFIANNCEMNT, CASH-FLOW, EXCEDENT DE TRESORERIE D'EXPOITATION», CLET édition Banque, 1984
- ✓ De la Chapelle. PH, « L'EVALUATION DE L'ENTREPRISE »,2^{ème}, éd, édition Economica, Paris, 2004
- ✓ Deschanel. J-P, « LA BOURSE EN CLAIR», 2^{ème} Ed Ellipses, 2007
- ✓ Fleuriet. M, Y. Simon, « BOURSE ET MARCHES FINANCIERS », 2^{ème} édition, ECONOMICA, Paris, 2003
- ✓ Gense. P, « INGENIERIE FINANCIERE », 3^{ème} Ed, édition Economica, Paris, 2004
- ✓ Gillet. P, « L'EFFICIENCE DES MARCHES FINANCIERS », Ed Economica, 1999
- ✓ Goyeau. D, A. Tarazi Amine, « LA BOURSE », édition La découverte, Paris, 2006
- ✓ Honigman. C-N, H.M. Tubiana, « DIAGNOSTIC EVALUATION ET TRANSMISSION DES ENTREPRISES », édition LITEC, 1992
- ✓ Jacquillat. B, B. Solnik et C. Pérignat « MARCHES FINANCIERS », 6^{ème}édition, Dunod, Paris, 2014
- ✓ Jacquillat. B, J. Hamon, « LA BOURSE», Edition Presses Universitaires de Paris, 7^{ème} éd, 2013
- ✓ Juvin. H, « LES MARCHES FINANCIERS : VOYAGE AU CŒUR DE LA FINANCE MONDIALE», Ed d'organisation, Paris 2004
- ✓ Karyotis. C, « L'ESSENTIEL DE LA BOURSE ET DES MARCHES DE CAPITAUX », Gautino, Paris, 1992
- ✓ Koen. F, « MARCHES FINANCIERS ET TECHNIQUES »,Economica, 2002
- ✓ La Bruslerie. H, « ANALYSE FINANCIERE: INFORMATION FINANCIERE, EVALUATION, DIAGNOSTIC», 5^{ème} édition. Paris : DUNORD, 2014
- ✓ Lantz. J-S, « VALORISATION STRATEGIQUE ET FINANCIERE», MAXIMA, Paris, 2004
- ✓ Le Saout. E, « INTRODUCTION AUX MARCHES FINANCIERS », Ed Economica, Paris, 2006
- ✓ Lehmann. J-P., « ECONOMIE DES MARCHES FINANCIERS », Groupe DE BOECK, Paris, 2011

- ✓ Marigault. B, C. Kalb, M. Vernet, « UNE ENTREPRISE PME/PMI, L’EVALUATION, LE PLAN DE REPRISE », édition A.N.C.E, 1994
- ✓ Menier-Rocher. B, « LE DIAGNOSTIC FINANCIER», Ed d’Organisation, 2003
- ✓ Merville. A-D, « DROIT DES MARCHES FINANCIERS », Gualino édition, Paris, 2006
- ✓ Morvan. J, « MARCHE ET INSTRUMENTS FINANCIERS », Editions Economica, Paris, 2008
- ✓ Neuville. S, « DROIT DE LA BANQUE ET DES MARCHES », édition Puf droit, Paris, 2005
- ✓ Palard. J-E, F. Imbert, «GUIDE D’EVALUATION D’ENTREPRISE », Eyrolles, 2013
- ✓ Peyrard. P, « LA BOURSE», Vuibert, 8eme édition, Paris, 1999
- ✓ Picon. O, « LA BOURSE », DELMAS édition, Paris, 2000
- ✓ Priolon. J, « LES MARCHES FINANCIERS», Agro Paris Tech, Décembre 2012
- ✓ Quiry. P, L.F.Yann, « FINANCE D’ENTREPRISE », Editions DALLOZ, 11ème édition, Paris, 2013
- ✓ Spieser. P, « LA BOURSE », Edition Vuibert, Paris 2004
- ✓ Tchemeni. E, « EVALUATION DES ENTREPRISE », édition economica, Paris, 1993
- ✓ Thauvron. A, « EVALUATION D’ENTREPRISE », ECONOMICA, 2eme édition, Paris, 2009
- ✓ Valette. J-P, « DROIT DE LA REGULATION DES MARCHES FINANCIERS », Gualino éditeur, 2005
- ✓ Vizzavona. P, « PRATIQUE DE GESTION, ANALYSE PREVISIONNELLE », Ed Berti, 1991
- ✓ Zamble-BI. E, « COMPRENDRE ET PRATIQUER LA BOURSE », Harmattan, Paris, 2017

Reuves

- ✓ Choinel. A, « INTRODUCTION A L’INGENIERIE FINANCIERE », la revue banque, Paris, 1991
- ✓ Choinel. A, G. Rouyer, « LE MARCHE FINANCIER, STRUCTURES ET ACTEURS », Revue Banque, 8eme édition, 2004

Articles

- ✓ Hautcoeur. J-C, «MARCHES FINANCIERS ET DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE : UNE APPROCHE HISTORIQUE REGARDS CROISES SUR L’ECONOMIE»,2008/1, N°3

Ouvrages universitaires



Mémoires

- ✓ Adjoua. M, « L'impact de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises cotées à la bourse BRVM, cas de la SONATEL et SIVOA », mémoire de magister en maîtrise professionnelle de gestion des entreprises et des organisations, option finance, (2001/2003)
- ✓ Aissani. L, « L'évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse: Cas société coté en bourse (Alliance Assurance) », mémoire master en sciences économiques, école supérieure de commerce, 2013
- ✓ Aknouene. L, K. Ben bouabdellah, « la procédure d'introduction en bourse : cas du groupe BIOPHARM », Mémoire de master en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016
- ✓ Amarani. T, S.Amziane, « l'introduction des sociétés en bourse : cas NCA Rouïba », mémoire master en sciences économiques, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017
- ✓ Amarni. T, S.Amziane, « l'introduction des sociétés en bourse cas : NCA-Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017
- ✓ Badjou. Y, Y. Boumezirene, « Introduction des petites et moyennes entreprises en bourse : cas des PME algériennes », mémoire master en sciences économiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016
- ✓ Bakli. N, A.Rabhi, « Introduction en bourse et son impact sur la performance de l'entreprise : cas Alliance Assurance », mémoire de master en science économique, université ABDERRAHMANE MIRA-BEJAIA, 2015
- ✓ Bejar. Y, « la valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprise technologique nouvellement introduites en bourse (1997-2004) », thèse de doctorat en sciences de gestion, université Paris Dauphine, 2006
- ✓ Benchabane. M, « Etude comparative des marchés financiers maghrébins : cas ; Maroc, Algérie, Tunisie », mémoire de magister en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2012
- ✓ Bessadi. T, T. Laib, « Le rôle du marché financier dans le financement des PME : Etude comparative : Algérie, Maroc et Tunisie » mémoire de master en science économique, Université de mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015
- ✓ Boussi. S, « Microstructure et Performance des Marchés Financiers », mémoire maîtrise en actuariat et finance, Institut des Hautes Etudes Commerciales de Sousse (Tunisie), 2007
- ✓ farhi. L, « évaluation d'entreprise dans le cadre d'introduction en bourse cas NCA Rouiba », mémoire de master en science économique, UMMT, 2017
- ✓ Ferhi. L, « évaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en bourse cas de NCA Rouïba », mémoire de master en sciences financières et comptables, Université de mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017
- ✓ Grib. C, « Quelles méthodes d'évaluation de l'entreprise publique Algérienne. Cas de l'ENIEM ? », mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016
- ✓ Hamadache. O, « évaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en bourse cas NCA Rouïba », Mémoire de master en sciences financiers et comptables, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2017
- ✓ Iguergaziz. W, « Problématique d'évaluation des entreprises algériennes dans le cadre de la privatisation », Mémoire de magister en Sciences Economiques Option: Monnaie-Finance-Banque, Université de Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2011
- ✓ Mehami. S, N. Saidi, « l'impact de l'introduction en bourse sur les entreprises algériennes : cas de NCA-Rouïba », mémoire de master en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2016

✓ Ould Lamara. D, L. Rekhou, «l'introduction des sociétés en bourse : cas SAIDAL », mémoire master en sciences économiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015

Mémoires en ligne

✓ Abdelhalim. M, « Introduction en Bourse : Cas de BVC. Gestion comptable et financière » [en ligne, université Mohammed 1er-ouja - Licences Sciences économiques et gestion 2007] disponible sur http://www.memoireonline.com/11/07/718/m_introduction-en-bourse-casablanca-cas-de-bvc0.html

✓ Moufatih. M, « Marché financier et bourse des valeurs. Économie et finance », [en ligne], Université Hassan II, Université Hassan II, Technische Universität Dortmund, disponible sur <http://www.memoireonline.com/07/09/2428/Marche-financier-et-bourse-des-valeurs.html>

✓ Najjar. S, L. Blanco, « Les déterminants de la volatilité des cours boursiers : Cas du marché boursier Tunisien. Économie et finance », (mémoire en ligne), disponible sur : https://www.memoireonline.com/05/10/3500/m_les-determinants-de-la-volatilite-des-cours-boursiersCas-du-marche-boursier-tunisien0.html



Guide et rapports

- ✓ Bourse de Casablanca, introduction en bourse. Fiche thématique.
- ✓ Bourse de Tunis, « Le Guide d'investissement en bourse »
- ✓ Guide d'introduction en bourse, Bourse de Tunis (BVMT), « guide de l'investisseur en Bourse », Octobre, 2012
- ✓ Guide d'introduction en Bourse, COSOB, 2013
- ✓ Rapport annuel 2013, COSOB, Alger, 2014
- ✓ Rapport annuel, CDVM, Maroc, 2010
- ✓ Rapport annuel, COSOB, Alger, 2013
- ✓ Rapport annuel, COSOB, Alger, 2019
- ✓ Rapport d'activité de l'année 2007 de la Bourse d'Alger

Articles et décrets

✓ Décret n°99-2478 du 1er NOVEMBRE 1999. portant statut des intermédiaires en bourse
Disponible sur : <http://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/articles/reglementation/fr/decret99-2478.pdf>

✓ Article n°02 du règlement COSOB n°03-02 du 18 mars 2003 relatif à la tenue de compte-conservation de titre

Revue de presse

✓ REFAIT. M, « *L'évaluation de l'entreprise* », presse universitaire de France, 1994

Sites internet

- ✓ <http://www.bvmt.com.tn/alternatif/>
- ✓ <http://www.maroclear.com/?Id=3&lang=fr>
- ✓ <https://www.total.ma/total-au-maroc/total-au-maroc>
- ✓ www.casablanca-bourse.com
- ✓ www.sgbv.dz
- ✓ www.cosob.org



LISTE DES ANNEXES

Annexe n° 01 : bilan de 2012 de NCA Rouïba

Annexe n° 02 : Bilan de l'entreprise BIOPHARM de l'année 2014

Annexe n° 03 : Bilan de l'entreprise Mutandis de l'année 2017

Annexe n° 04 : Bilan de Total Maroc de l'année 2014

Annexe n° 05 : Bilan de l'accumulateur ASSAD de 2003

Annexe n° 06 : Bilan de l'entreprise Cellcom de 2013

ANNEXES

Annexe n° 01 : bilan de 2012 de NCA Rouïba

Actif

Actif	Note	Jun 2012 Brut	2012 Amort &Prov	2012 Net	2011 Net
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	37 600 591	16 647 693	20 952 898	23 500 890
Immobilisations corporelles	4.2	3 697 453 982	1 312 694 801	2 384 759 181	1 997 788 403
Terrains		398 571 250	0	398 571 250	398 571 250
Bâtiments		392 341 663	79 918 895	312 422 769	279 168 171
Autres immobilisations corporelles		2 828 835 933	1 232 775 907	1 596 060 027	1 265 193 699
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations en cours		77 705 136	0	77 705 136	54 855 283
Immobilisations financières	4.3	34 976 096	0	34 976 096	28 018 769
Autres participations et créances rattachées		0	0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		5 010 000	0	5 010 000	4 260 000
Impôts différés actif		29 966 096	0	29 966 096	23 758 769
TOTAL ACTIF NON COURANT		3 770 030 669		2 440 688 175	2 049 308 061
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 024 424 588	117 016 981	907 407 607	847 513 861
Créances et emplois assimilés		1 201 858 909	138 016 898	1 063 842 011	902 947 926
Clients	4.5	818 935 857	138 016 898	680 918 960	560 133 650
Autres débiteurs	4.6	162 783 364	0	162 783 364	208 505 495
Impôts et assimilés	4.7	187 775 815	0	187 775 815	109 007 358
Autres créances et emplois assimilés	4.8	32 363 872	0	32 363 872	27 301 424
Disponibilités et assimilés		182 861 752	0	182 861 752	260 126 767
Placements et autres actifs financiers courants		0	0	0	0
Trésorerie	4.9	182 861 752	0	182 861 752	260 126 767
TOTAL ACTIF COURANT		2 409 145 249		2 154 111 370	2 010 588 554
TOTAL GENERAL ACTIF		6 179 175 918		4 594 799 546	4 059 896 615

Passif

Passif	Note	31.12.2012	31.12.2011
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		0	0
Primes et réserves		564 163 334	436 121 393
Ecarts de réévaluation		0	0
Résultat net		168 602 699	188 041 941
Autres capitaux propres		3 511 463	3 511 463
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 585 472 496	1 476 869 797
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	708 679 792	750 612 577
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	0	0
Autres dettes non courantes		0	0
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	120 141 415	100 304 067
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		828 821 207	850 916 643
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 121 817 918	1 082 079 841
Impôts	5.5	171 100 746	166 185 048
Autres dettes	5.6	386 695 528	353 181 061
Trésorerie passif	5.7	500 891 650	130 664 225
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 180 505 842	1 732 110 175
TOTAL GENERAL PASSIF		4 594 799 546	4 059 896 615

Source : rapport de commissariat aux comptes au 31 décembre 2012

Annexe 02 : Bilan de l'entreprise BIOPHARM de l'année 2014

Actif

ACTIF (en millions de dinars)	2012	2013	2014
ACTIFS NON COURANTS			
Ecart d'acquisition goodwill positif ou négatif			
Immobilisations incorporelles	20	22	22
Immobilisations corporelles			
Terains	2 162	1 532	1 532
Bâtiments	716	667	740
Autres immobilisations corporelles	323	527	1 004
Immobilisations en concession	0		
Immobilisations en cours	136	501	100
Immobilisations financières			
Titres mis en équivalence			
Autres participations et créances rattachées	0		
Autres titres immobilisés			
Prêts et autres actifs financiers non courants	112	221	233
Impôts différés actif	32	43	88
TOTAL ACTIF NON COURANT	3 000	3 416	3 737
ACTIF COURANT			
Stocks et encours	11 300	13 784	12 880
Créances et emplois assimilés			
Clients	7 666	11 218	12 606
Autres débiteurs	68	731	788
Impôts et assimilés	413	819	123
Autres créances et emplois assimilés			28
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants	117		
Trésorerie	2 038	1 101	2 363
TOTAL ACTIF COURANT	21 531	26 172	28 000
TOTAL GENERAL ACTIF	24 531	31 588	32 617

Passif

PASSIF (en millions de dinars)	2012	2013	2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	3 000	5 104	5 104
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidées	5 002	3 142	5 940
Fond de réévaluation			
Fond d'équivalence			
Résultat net - Résultat net du groupe	2 615	3 395	3 854
Autres capitaux propres - Report à nouveau			
Part de la société consolidante			
Part des minoritaires			
TOTAL I	10 707	11 647	14 907
PASSIF NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières	298	218	868
CRU associés non courants	1 822	1 850	1 400
Impôts (différés et provisionnés)	1	26	6
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance	570	414	212
TOTAL II	2 561	2 609	2 686
PASSIF COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	3 437	13 060	12 067
Impôts & Taxes exploitation	504	1 030	393
Autres dettes	301	1 409	1 337
Trésorerie passif	1000	1 452	1 250
TOTAL III	12 242	17 151	15 046
TOTAL GENERAL PASSIF (II+III)	25 400	31 500	32 617

Source : Notice d'information

Annexe n° 03 : Bilan de l'entreprise Mutandis de l'année 2017

En KMAD	2015	2016	2017	Var. 15-16	Var. 16-17	juin-18	Var. 12-17/06-18
Immo. en non-valeur							
Immo. incorporelles	36	23	17	-36,3%	-25,6%	10	-43,6%
Immo. corporelles	706	747	3 379	5,7%	N/A	3 215	-4,9%
Immo. financières	992 527	1 007 148	971 057	1,5%	-3,6%	971 029	0,0%
Actif immobilisé	993 270	1 007 917	974 453	1,5%	-3,3%	974 253	0,0%
<i>Poids sur total bilan</i>	<i>89,5%</i>	<i>92,1%</i>	<i>96,4%</i>			<i>96,4%</i>	
Stocks et en-cours							
Fournis, débiteurs, avances et acomptes	0	1 650	0				
Clients et comptes rattachés	17 494	36 963	13 626	N/A	-63,1%	9 048	-33,6%
Personnel	172	187	184	8,5%	-1,5%	174	-5,7%
Etat	2 586	1 943	1 312	-24,9%	-32,5%	1 335	1,8%
Comptes d'associés	0	0	0			0	
Autres débiteurs	17 516	1 122	7	-93,6%	-99,4%	2 022	N/A
Compte de régularisation actif	16 635	19 334	160	16,2%	-99,2%	1 127	N/A
Titres et valeur de placement	19 941	22 651	20 513	13,6%	-9,4%	20 183	-1,6%
Actif circulant	74 344	83 850	35 802	12,8%	-57,3%	33 889	-5,3%
<i>Poids sur total bilan</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>3,5%</i>			<i>3,4%</i>	
Trésorerie - actif	41 645	2 782	869	-93,3%	-68,8%	2 135	N/A
						1 010	
Total Actif	1 109 259	1 094 548	1 011 124	-1,3%	-7,6%	277	-0,1%
Capital	619 264	619 264	680 405	0,0%	9,9%	680 405	0,0%
Primes d'émission	47 413	47 413	62 901	0,0%	32,7%	54 736	-13,0%
Réserve légale	7 938	8 745	12 468	10,2%	42,6%	13 406	7,5%
Report à nouveau	38 071	6 486	25 691	-83,0%	N/A	214	-99,2%
Résultat de l'exercice	16 136	74 475	18 759	N/A	-74,8%	62 988	N/A
Total capitaux propres	728 821	756 382	800 225	3,8%	5,8%	811 750	1,4%
<i>Poids sur total bilan</i>	<i>65,7%</i>	<i>69,1%</i>	<i>79,1%</i>			<i>80,3%</i>	
Dettes financières	0	220 000	125 000		-43,2%	104 167	-16,7%
Fournisseurs et comptes rattachés	4 074	2 132	796	-47,7%	-62,7%	1 618	103,3%
Personnel	6 197	2 676	9 388	-56,8%	N/A	-15	100,2%
Organismes sociaux	947	595	1 565	-37,1%	N/A	237	-84,8%
Etat	4 146	6 826	3 361	64,7%	-50,8%	2 455	-27,0%
Autres créances	220 064	0	0	-100%	N/A	0	
Comptes de régularisation - passif	2 849	2 640	1 496	-7,3%	-43,3%	1 684	12,5%
Autres provisions pour risques et charges	1 761	1 775	1 295	0,8%	-27,1%	1 295	0,0%
Passif circulant	240 038	16 644	17 901	-93,1%	7,6%	7 273	-59,4%
<i>Poids sur total bilan</i>	<i>21,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-0,9pts</i>	<i>0,2pts</i>	<i>0,7%</i>	<i>-1,1pts</i>
Trésorerie - passif	140 400	101 521	67 998	-27,7%	-33,0%	87 088	28,1%
						1 010	
Total passif	1 109 259	1 094 548	1 011 124	-1,3%	-7,6%	277	-0,1%

Source : Notice d'information

Annexe n° 04 : Bilan de Total Maroc de l'année 2014

En MMAD	2012	2013	2014	Var. 13/12	Var. 14/13
ACTIF					
Actif immobilisé	1 186,8	1 303,6	1 451,3	9,8%	11,3%
Immobilisations en non valeurs	2,4	4,0	2,8	67,5%	-31,1%
Immobilisations incorporelles	86,8	99,1	91,7	14,1%	-7,5%
Immobilisations corporelles	935,6	1 036,5	1 193,4	10,8%	15,1%
Immobilisations financières	161,9	163,9	163,5	1,2%	-0,3%
Ecart de conversion - Actif	-	-	-	Ns	Ns
Actif circulant (hors TVP)*	3 725,0	2 864,3	2 820,1	-23,1%	-1,5%
Stocks	1 063,4	551,2	761,0	-48,2%	38,1%
Créances de l'actif circulant	2 661,4	2 312,5	2 058,9	-13,1%	-11,0%
Ecart de conversion - actif (éléments circulants)	0,2	0,6	0,2	>100%	-69,8%
Trésorerie - Actif (y compris TVP)*	96,3	858,3	71,1	>100%	-91,7%
dont titres et valeurs de placement	-	856,3	-	Ns	-100,0%
Total ACTIF	5 008,1	5 026,2	4 342,4	0,4%	-13,6%
PASSIF					
Financement permanent	1 592,8	1 597,8	1 610,3	0,3%	0,8%
Capitaux propres	797,6	809,9	827,2	1,5%	2,1%
Capitaux propres assimilés	-	-	-	Ns	Ns
Dettes de financement	748,3	733,5	726,5	-2,0%	-1,0%
Provisions durables pour risques et charges	46,8	54,4	56,6	16,2%	4,0%
Ecart de conversion - Passif	-	-	-	Ns	Ns
Dettes du passif circulant	3 415,0	3 087,4	1 939,7	-9,6%	-37,2%
Autres provisions pour risques et charges	0,2	0,6	0,2	>100%	-69,8%
Ecart de conversion - passif (éléments circulants)	-	-	2,4	Ns	Ns
Trésorerie - Passif	-	340,4	789,9	Ns	>100%
Total PASSIF	5 008,1	5 026,2	4 342,4	0,4%	-13,6%

Source : Total Maroc S.A.

(*) Les titres et valeurs de placement sont considérés dans la trésorerie actif compte tenu de leur liquidité

Source : Notice d'information

Annexe n° 05 : Bilan de l'accumulateur ASSAD de 2003

Actif :

ACTIFS NON COURANTS		Au 31/12/03	Au 31/12/02	Au 31/12/01
Actifs immobilisés				
Immobilisations incorporelles	1.1	204 546,416	544 875,578	329 079,333
Moins : amortissement		-91 135,545	-330 000,797	-36 634,857
S/Total		113 410,871	214 874,781	292 444,476
Immobilisations corporelles	1.2	19 555 977,299	18 217 951,696	14 856 877,197
Moins : amortissement		-6 583 614,573	-5 356 423,521	-4 378 142,828
S/Total		12 972 362,726	12 861 528,175	10 478 734,369
Immobilisations financières	1.3	1 699 196,750	1 540 637,910	1 553 086,282
Moins : Provisions		-584 172,064	-204 485,952	-77 929,160
S/Total		1 115 024,686	1 336 151,958	1 475 157,122
Total des actifs immobilisés		14 200 798,283	14 412 554,914	12 246 335,967
Autres actifs non courants		0,000	1 032,690	1 866,668
Total des actifs non courants		14 200 798,283	14 413 587,604	12 248 202,635
Stocks	1.4	5 060 926,074	5 898 051,580	5 503 614,125
Moins : Provisions		-6 348,000	-6 348,000	-6 348,000
S/Total		5 054 578,074	5 891 703,580	5 497 266,125
Clients et comptes rattachés	1.5	8 152 347,387	4 684 625,778	7 373 267,294
Moins : Provisions		-1 085 924,158	-1 059 237,683	-964 095,998
S/Total		7 066 423,229	3 625 388,095	6 409 171,296
Autres actifs courants	1.6	1 072 193,557	2 267 152,897	215 109,2
Moins : Provisions		-208 076,000	-2 314,000	-2 314
S/Total		864 117,557	2 264 838,897	2 148 778
Liquidités et équivalents de liquidités	1.7	500 650,185	492 753,609	716 916,001
Total des actifs courants		13 485 769,045	12 274 684,181	14 842 131
Total des actifs		27 686 567,328	26 688 271,785	27 090 334

Passif :

CAPITAUX PROPRES		Au 31/12/03	Au 31/12/02	Au 31/12/01
Capital social	2.1	6 300 000	6 000 000	5 400 000
Autres capitaux propres		320 000	360 000	0
Réserves consolidées		6 455 832	6 262 634	6 650 057
Résultat consolidé		1 462 438	1 455 173	1 694 354
Total des capitaux propres consolidés		14 538 270	14 077 806	13 744 411
Réserves minoritaires		288 502	330 629	489 452
Résultat minoritaire		-33 372	-41 795	20 463
Intérêts Minoritaires	2.2	255 129	288 835	509 916
PASSIFS				
Passifs non courants				
Emprunts	2.3	2 485 490	2 708 117	457 798
Autres passifs financiers		0	0	0
Provisions	2.4	288 718	400 900	494 191
Total des passifs non courants		2 774 208	3 109 016	951 989
Passifs courants				
Fournisseurs et comptes rattachés	2.5	2 796 775	2 716 139	4 976 249
Autres passifs courants	2.6	2 767 371	2 527 954	2 734 978
Concours bancaires et autres passifs financiers	2.7	4 554 815	3 968 521	4 172 791
Total des passifs courants		10 118 960	9 212 615	11 884 018
Total des passifs		12 893 168	12 321 631	12 836 007
Total des capitaux propres et des passifs		27 686 567	26 688 272	27 090 334

Source : notice d'information

Annexe n° 06 : Bilan de l'entreprise Cellcom de 2013

Actif

ACTIFS NON-COURANTS				
Actifs Immobilisés				
Immobilisations incorporelles	IV - 1	127 473,875	111 333,875	110 093,875
Amortissements		-114 758,001	-109 693,166	-96 691,466
Immobilisations corporelles	IV - 1	914 633,948	677 722,851	576 086,430
Amortissements		-514 000,018	-439 370,781	-370 444,557
Immobilisations corporelles a statut juridique particulier	IV - 1	459 253,956	334 989,995	135 471,383
Amortissements		-240 265,217	-133 530,774	-70 588,556
Immobilisations financières	IV - 2	49 600,323	42 750,911	14 750,911
Provisions		-6 290,323	-6 290,323	-6 290,323
Total des actifs immobilisés		675 648,542	477 912,588	292 387,897
TOTAL DES ACTIFS NON-COURANTS		675 648,542	477 912,588	292 387,897
ACTIFS COURANTS				
Stocks	IV - 3	5 329 510,314	3 909 099,521	4 258 784,238
Provisions		-433 764,172	-433 764,171	-245 795,695
Clients et comptes rattachés	IV - 4	9 040 931,081	8 668 955,274	7 977 360,765
Provisions		-1 525 668,332	-1 111 994,686	-1 065 474,163
Autres actifs courants	IV - 5	2 677 697,079	3 620 457,513	3 509 076,361
Provisions		-998 712,520	-988 870,270	-929 996,800
Liquidités et équivalents de Liquidités	IV - 6	2 668 485,226	1 468 234,625	1 655 197,614
Provisions		-3 875,718	-3 875,718	-3 875,718
Total des actifs courants		16 754 602,958	15 128 242,088	15 155 276,002
TOTAL DES ACTIFS		17 430 251,500	15 606 154,676	15 447 664,299

Passif

CAPITAUX PROPRES				
Capital social		2 103 750,000	510 000,000	510 000,000
Réserve légales		51 000,000	51 000,000	51 000,000
Résultats reportés		36 009,896	9 760,773	9 750,469
Effet des modifications comptables			-9 985,869	-18 544,332*
TOTAL DES CAPIT PROP AV RESUL DE L'EXERCICE		2 190 759,896	580 774,904	552 206,137
RESULTAT DE L'EXERCICE		415 371,658	1 629 984,992	960 891,767
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES AVANT AFFECTATION	IV - 7	2 606 131,554	2 190 759,896	1 513 097,904
Passifs non courants				
Emprunts auprès des établissements financiers		82 934,251	104 829,663	26 797,510
Provisions		114 340,425	58 400,425	299 787,820
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS	IV - 8	197 274,676	163 230,088	326 585,330
Passifs courants				
Fournisseurs et comptes rattachés	IV - 9	6 905 583,819	6 563 665,091	7 004 800,982*
Autres passifs courants	IV - 10	1 106 274,074	2 588 027,355*	1 564 022,550**
Concours bancaires et autres passifs financiers	IV - 11	6 614 987,377	4 100 472,246*	5 039 157,533**
TOTAL DES PASSIFS COURANTS		14 626 845,270	13 252 164,692	13 607 981,070
TOTAL DES PASSIFS		14 824 119,946	13 415 394,780	13 934 566,400
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS		17 430 251,500	15 606 154,676	15 447 664,299

*chiffres retraités à des fins de comparabilité

**Ces chiffres n'ont pas été reclassés à des fins de comparabilité au même titre que ceux de 2011.

Source : Notice d'information

TABLE DES MATIÈRES

Introduction générale

Chapitre 01 : L'introduction des sociétés en bourse

Section 01 : Généralités sur le marché financier et l'introduction en bourse

I. Généralités sur le marché financier :	3
I.1 Définition :	3
I.2 Les typologies du marché financier :	3
I.2.1 Le marché primaire et le marché secondaire :	3
I.2.2 Le marché gris :	4
I.2.3 Le marché réglementé et le marché de gré à gré :	4
I.2.4 Les marchés régis par les ordres et les marchés régis par les prix :	4
I.2.5 Le marché continu et le marché au fixing	5
I.2.6 Le marché au comptant et le marché à terme :	5
I.3 Les acteurs intervenants sur le marché financier :	5
I.3.1 Les émetteurs :	5
I.3.2 Les investisseurs :	5
I.3.3 Les intermédiaires :	5
I.3.4 Les instances de réglementations et d'organisations :	6
I.3.5 Les analystes financiers :	6
I.4 Les différents instruments financiers :	6
I.4.1 Les actions :	6
I.4.1.1 Définition :	6
I.4.1.2 Les droits d'un détenteur d'action :	7
I.4.1.3 Les types d'actions :	8
I.4.2 Les obligations :	10
I.4.2.1 Définition :	10
I.4.2.2 Les caractéristiques d'une obligation :	10
I.4.2.3 Les catégories d'obligation :	11
I.4.2.4 Les titres hybrides :	12
I.4.3 Les produits dérivés :	13
I.4.3.1 Définition :	13
I.4.3.2 Les différents produits dérivés :	14
II. L'introduction en bourse :	14
II.1 Définition :	14

II.2 Les avantages d'une introduction en bourse :	15
II.2.1 La notoriété :	15
II.2.2 Bénéficiaire d'incitations fiscales conséquentes :	15
II.2.3 Levée de fonds :	15
II.2.4 Renouveler et élargir l'actionnariat :	15
II.2.5 Assurer la mobilité et la liquidité du capital :	15
II.2.6 Accroître les possibilités de financement :	16
II.2.7 Facteur de mobilisation interne :	16
II.3 Les inconvénients d'une introduction en bourse :	16
II.3.1 Sacrifices en termes de coût et de temps	16
II.3.2 Le manque de confidentialité :	16
II.3.3 Perte du contrôle dans la gestion de l'entreprise :	17
II.3.4 Perte de flexibilité dans les affaires :	17
II.3.5 Une pression accrue sur les résultats à court terme :	17
II.4 Les procédures d'introduction en bourse :	17
II.4.1 L'offre à prix ferme (OPF) :	17
II.4.2 L'offre à prix minimal (OPM) ou enchère :	17
II.4.3 L'offre à prix ouvert (OPO) :	17
II.4.4 La Cotation Directe :	18
II.4.5 Le Placement Garanti :	18
II.4.6 Les opérations exceptionnelles : Le marché boursier enregistre plusieurs opérations qui sont les suivantes : OPA, OPE, OPR, OPV.	18
II.4.6.1 Les offres publiques d'achat (OPA) :	18
II.4.6.2 Les offres publiques de retrait (OPR) :	19
II.4.6.3 Les offres publiques d'échange (OPE) :	19
II.4.6.4 L'offre publique de vente (OPV) :	19
Section 02 : Les marchés financiers du Maghreb et l'introduction à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis	
I. Les marchés financiers du Maghreb :	20
I.1 Le marché financier Algérien :	20
I.1.1 Historique de la bourse d'Alger :	20
I.1.2 Les intervenants du marché boursier algérien :	22
I.1.2.1 Les institutions du marché boursier algérien :	22
I.1.2.1.1 Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) :	22

I.1.2.1.2	La société de gestion de valeurs mobilières (SGBV) :	25
I.1.2.1.3	Le Dépositaire central « Algérie Clearing »	26
I.1.2.2	Les professionnels du marché financier algérien.....	26
I.1.2.2.1	Les Intermédiaires en Opération de Bourse (IOB) :	26
I.1.2.2.2	Les teneurs de compte conservateurs (TCC)	27
I.1.2.2.3	Les promoteurs en bourse (marché PME)	28
I.1.2.3	Les gestionnaires d'actifs :	28
I.1.2.3.1	Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) :	28
I.1.2.3.2	Le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi (FSIE) :	29
I.1.2.3.3	Les Sociétés de Capital Investissement	29
I.1.3	Les compartiments de la bourse d'Alger :	30
I.1.3.1	Le marché de titres de capital :	30
I.1.3.1.1	Marché principal :	30
I.1.3.1.2	Marché des PME :	30
I.1.3.2	Marché des titres de créances :	30
I.1.3.2.1	Marché des obligations :	30
I.1.3.2.2	Marché de bloc pour les OAT :	31
I.2	Le Marché financier Marocain :	32
I.2.1	La présentation de la bourse de Casablanca (B.C) :	32
I.2.2	Les intervenants du marché financier marocain :	32
I.2.2.1	Le conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) :	32
I.2.2.2	MAROCLEAR :	32
I.2.2.3	Les sociétés de bourse (SB) :	33
I.2.3	Les compartiments de la bourse de Casablanca :	33
I.2.3.1	Le marché de la bourse des valeurs :	33
I.2.3.1.1	Le marché central :	33
I.2.3.1.2	Le marché de blocs :	34
I.2.3.2	Les marchés des actions.....	34
I.2.3.2.1	Le marché principal :	34
I.2.3.2.2	Le marché de développement :	34
I.2.3.2.3	Le marché de croissance :	34
I.2.3.3	Le marché obligataire :	34
I.3	Le marché financier tunisien :	34
I.3.1	La bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) :	34
I.3.2	Les intervenants du marché financier tunisien :	35

I.3.2.1	Le Conseil du Marché Financier CMF :	35
I.3.2.2	La STICODEVAM :	36
I.3.2.3	Les intermédiaires en bourse (IB) :	37
I.3.3	Les compartiments de la bourse de Tunis :	37
I.3.3.1	La cote de la Bourse	37
I.3.3.2	Le marché hors cote :	38
II.	L'introduction à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis :	38
II.1	L'introduction à la bourse d'Alger :	38
II.1.1	Le processus d'introduction à la bourse d'Alger :	38
II.1.1.1	Phase de pré-introduction :	38
II.1.1.1.1	La décision de l'opération :	38
II.1.1.1.2	La préparation juridique de la société :	39
II.1.1.1.3	L'évaluation de l'entreprise :	39
II.1.1.1.4	Le choix d'un intermédiaire en opération de bourse :	39
II.1.1.1.5	L'élaboration d'un projet de notice d'information :	40
II.1.1.1.6	Dépôt du dossier d'admission :	41
II.1.1.1.7	Visa de la COSOB :	41
II.1.1.1.8	Adhésion au Dépositaire Central des Titres (DCT) :	43
II.1.1.1.9	Champagne marketing et le road show:	43
II.1.1.1.10	Vente des titres :	43
II.1.1.2	Phase d'introduction :	43
II.1.1.2.1	Procédure ordinaire	44
II.1.1.2.2	Procédure d'Offre publique de Vente (OPV) :	44
II.1.1.3	Phase de post-introduction :	46
II.1.1.3.1	Le contrat de liquidité :	46
II.1.1.3.2	Publication de l'information :	46
II.1.2	Les frais d'introduction en bourse :	46
II.2	L'introduction à la bourse de Casablanca :	47
II.2.1	Les conditions d'admission :	47
II.2.2	La procédure d'introduction en bourse :	48
II.2.2.1.1	Constituer le dossier de l'opération :	48
II.2.2.1.2	Constituer le dossier de l'opération :	48
II.2.2.1.3	L'organisation des souscriptions :	49
II.2.2.1.4	Cotation des titres :	50
II.3	L'introduction à la bourse de Tunis :	50

II.3.1 Les conditions d'admission :	50
II.3.2 Les couts d'introduction en bourse de Tunis :	51
Chapitre 02 : L'évaluation des sociétés lors de l'introduction en bourse	
Section 01 : Généralités sur l'évaluation d'entreprise	
I.L'évaluation d'entreprise :	56
I.1 Définition :	56
I.2 Pourquoi évaluer ?	56
I.3 Les différents types de la valeur :	57
I.3.1 La valeur d'acquisition :	57
I.3.2 La valeur liquidative :	57
I.3.3 La valeur à la casse :	57
I.3.4 La valeur à neuf ou de reconstitution :	57
I.3.5 La valeur vénale :	57
I.3.6 La valeur d'utilisation :	57
I.3.7 La valeur d'assurance :	58
I.3.8 La valeur marchande :	58
I.4 La démarche d'évaluation :	58
I.4.1 La collecte d'informations :	58
I.4.2 L'élaboration du diagnostic de l'entreprise :	59
I.4.2.1 Le diagnostic financier :	59
I.4.2.2 Le diagnostic stratégique :	59
I.4.3 Choisir une méthode d'évaluation :	60
I.4.4 Elaboration du business plan	60
I.4.5 Détermination des hypothèses et des paramètres de l'évaluation :	61
I.4.6 Construction d'une fourchette de valorisation et conclure sur la valeur :	62
Section 02 : Les méthodes d'évaluation d'entreprise	
I.Les méthodes d'évaluation :	63
I.1 L'approche patrimoniale ou statique :	63
I.1.1 La méthode de l'actif net comptable	63
I.1.1.1 Définition	63
I.1.1.2 Calcul de l'ANC	63
I.1.2 La méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC) ou l'actif net réévalué (ANR) :	65
I.1.2.1 Définition :	65
I.1.2.2 Calcul de l'ANCC :	66
I.1.3 La méthode du Goodwill (GW) :	73

I.1.3.1	Présentation :	73
I.1.3.2	Calcul du GW :	74
I.1.3.3	Méthodes d'estimations du Good Will :	74
I.1.3.3.1	La valeur substantielle (Vs) :	74
I.1.3.3.2	Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) :	74
I.1.3.4	Méthodes de calcul du GW :	75
I.1.3.4.1	Le calcul direct :	75
I.1.3.4.2	Le calcul indirect :	76
I.2	L'approche dynamique	77
I.2.1	La méthode d'actualisation des flux de trésoreries :	77
I.2.1.1	Présentation :	77
I.2.1.2	Détermination du flux de trésorerie disponible :	78
I.2.1.3	Détermination du taux d'actualisation des flux de trésorerie :	78
I.2.1.4	La détermination d'une valeur terminale :	78
I.2.2	Les méthodes d'actualisation des dividendes (Dividend Discount Models : DDM):	79
I.2.2.1	Présentation :	79
I.2.2.2	La politique de dividende :	79
I.2.2.3	Les modèles d'actualisation :	80
I.2.2.3.1	Le modèle général d'Irving Fisher :	80
I.2.2.3.2	Méthode de Gordon Shapiro :	81
I.2.2.3.3	Le modèle de Bates :	81
I.3	L'approche analogique	82
I.3.1	Présentation :	82
I.3.2	Les différents multiples :	83
I.3.2.1	Les multiples permettant d'établir la valeur de l'entreprise :	83
I.3.2.1.1	Le multiple du chiffre d'affaires :	83
I.3.2.1.2	Le multiple de L'EBIT :	83
I.3.2.1.3	Multiple de l'EBITDA:	83
I.3.2.1.4	Autres multiples :	83
I.3.2.2	Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres :	83
I.3.2.2.1	Multiple de PER.....	83
I.3.2.2.2	PCF (multiple de Cash-Flow)	84
I.3.2.2.3	Multiple de PBR (Price to Book Ratio)	85
I.4	D'autres méthodes :	85

I.4.1 La méthode de la valeur ajoutée économique(EVA) et de la valeur économique de marché(MVA) :.....	85
I.4.1.1 Concept de la valeur économique ajoutée(EVA)	85
I.4.1.2 Concept de la valeur économique de marché(MVA)	86
Chapitre 03 : Etude comparative des méthodes d'évaluation d'entreprises cotées à la bourse d'Alger, Casablanca et Tunis	
Section 01 : Présentation générale des sociétés retenues	
I.Présentation des entreprises de l'échantillon :	91
I.1 Les entreprises algériennes	91
I.1.1 NCA Rouïba :	91
I.1.2 Le groupe BIOPHARM :	92
I.2 Les entreprises Marocaines :	93
I.2.1 TOTAL Maroc :	93
I.2.2 Mutandis :	93
I.3 Les entreprises tunisiennes :	94
I.3.1 L'Accumulateur Tunisien Assad :	94
I.3.2 Cellcom :	94
II. Présentation de l'opération d'introduction :	94
II.1 Les entreprises algériennes :	94
II.2 Les entreprises marocaines :	95
II.3 Les entreprises tunisiennes :	95
Section 02 : Détermination des valeurs des sociétés retenues	
I. Les méthodes d'évaluation utilisées :	96
II. La valorisation des entreprises de l'échantillon :	97
II.1 L'entreprise NCA Rouïba :	97
II.1.1 Objectif de l'opération :	97
II.1.2 L'application des différentes méthodes d'évaluation :	97
II.1.2.1 L'approche patrimoniale :	97
II.1.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l'ANC	97
II.1.2.1.2 Valorisation selon la méthode de l'ANCC :	98
II.1.2.1.3 La valorisation selon la méthode du Good Will :	99
II.1.2.2 L'approche dynamique :	101
II.1.2.2.1 La valorisation selon la méthode d'actualisation des dividendes DDM :	101
II.1.2.2.2 La valorisation selon la méthode d'actualisation des flux de trésoreries :	103
II.1.2.3 L'approche analogique :	104

II.1.2.3.1 La valorisation selon la méthode des multiples :	104
II.1.2.4 Autres Méthodes	105
II.1.2.4.1 La valorisation selon la méthode de la valeur ajoutée économique EVA et la valeur économique de marché	105
II.2Le Groupe BIOPHARM :	109
II.2.1 L’objectif de l’opération :	109
II.2.2 L’application des différentes méthodes d’évaluation :	109
II.2.2.1 L’approche patrimoniale :	109
II.2.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l’ANC :	109
II.2.2.2 L’approche dynamique :	110
II.2.2.2.1 La valorisation selon la méthode d’actualisation des flux de trésoreries :	110
II.2.2.3 L’approche Analogique :	111
II.2.2.3.1 Valorisation selon la méthode des multiples comparables :	111
II.3L’entreprise Mutandis :	112
II.3.1 L’objectif de l’opération :	112
II.3.2 L’application des différentes méthodes d’évaluation :	113
II.3.2.1 L’approche patrimoniale :	113
II.3.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l’ANC :	113
II.3.2.2 L’approche dynamique :	113
II.3.2.2.1 Valorisation selon la méthode d’actualisation des chash-flows :	113
II.3.2.3 L’approche analogique :	115
II.3.2.3.1 Valorisation selon la méthode des multiples :	115
II.4L’entreprise Total Maroc :	117
II.4.1 L’objectif de l’opération :	117
II.4.2 L’application des différentes méthodes d’évaluation :	118
II.4.2.1 L’approche patrimoniale:	118
II.4.2.1.1 Valorisation selon la méthode de l’ANC:	118
II.4.2.2 L’approche dynamique :	119
II.4.2.2.1 La méthode d’actualisation des flux de trésoreries :	119
II.4.2.3 L’approche Analogique :	121
II.4.2.3.1 Valorisation selon la méthode des comparables multiples :	121
II.5L’entreprise l’accumulateur Tunisien ASSAD :	122
II.5.1 L’objectif de l’opération :	122
II.5.2 L’application des différentes méthodes d’évaluation :	122
II.5.2.1 L’approche patrimoniale :	122

II.5.2.1.1	Valorisation selon la méthode de L'ANC :	122
II.5.2.1.2	Valorisation selon la méthode de l'ANCC :	123
II.5.2.1.3	La valorisation selon la méthode du GW :	124
II.5.2.2	L'approche dynamique :	126
II.5.2.2.1	Valorisation selon la méthode d'actualisation des flux de trésoreries :	126
II.5.2.3	Autres Méthode :	127
II.5.2.3.1	Valorisation selon la valeur de rentabilité :	127
II.6	L'entreprise Cellcom :	128
II.6.1	L'objectif de l'opération :	128
II.6.2	L'application des différentes méthodes d'évaluation :	129
II.6.2.1	L'approche patrimoniale	129
II.6.2.1.1	Valorisation selon la méthode de l'ANC :	129
II.6.2.2	L'approche dynamique :	129
II.6.2.2.1	Valorisation selon la méthode d'actualisation des cash-flows :	129
II.6.2.3	L'approche analogique :	132
II.6.2.3.1	Valorisation selon la méthode des multiples boursiers :	132
II.6.2.4	Autres méthodes :	133
II.6.2.4.1	Valorisation selon la méthode de l'EVA :	133
II.6.2.4.2	Valorisation selon la méthode de l'MVA :	133

Conclusion générale