

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université M'hamed Bouguara de Boumerdes
Faculté des Sciences
Département de Mathématiques



Mémoire présenté le 17/06/2017

Par :

M^{elle} Saidi Amel

Pour l'obtention du diplôme de

Master en Mathématiques Financières

Sous le thème :

**Méthodes d'évaluation d'entreprises :
le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse**

Soutenu publiquement devant le jury composé de :

Président	Mr	Khaled Khaldi	Professeur	U.M.B.B
Examineur	Mr	Brahim Guenane	M.C.A	U.M.B.B
Encadreur	Mr	Rafik Missoum	M.A.A	U.M.B.B
Co-encadreur	Mr	Riadh Dekhli	Manager	Africinvest

Année Universitaire 2016/2017

Dédicace

A mes chers parents pour tout leur amour, tendresse, soutien et encouragement.

A la mémoire de celui qui a toujours cru en moi et encouragé durant mes études mon très cher grand-père Boubekri M'hand que dieu l'accueille en son vaste paradis.

A tout mes proches pour leur soutien durant mon parcours.

A mes amis.

A tout ceux que j'ai eu le plaisir de connaître durant mes années à la faculté des sciences de Boumerdes, à mes enseignants particulièrement Mr Ferrani et Mr Missoum qui m'ont permis de montrer que vouloir c'est pouvoir et qu'un "handicap" ne peut jamais être un obstacle .

Que ce travail soit le fruit de votre soutien infallible.

Amel

Remerciements

Je tiens en premier lieu à exprimer ma gratitude et mes sincères remerciements à mon encadreur monsieur Rafik Missoum pour m'avoir fait l'honneur de diriger ce travail, pour sa patience, ses orientations et conseils, sa disponibilité et sa bienveillance.

Mes remerciements à monsieur Riadh Dekhli Manager au sein du groupe Africinvest qui n'a pas économisé temps, conseils et orientations ainsi que pour son chaleureux accueil.

Je tiens également à remercier monsieur Pascal Quiry professeur à HEC Paris pour ses précieuses réponses.

Mes remerciements à monsieur Madani Bezoui.

Merci aux membres du jury d'avoir accepté d'examiner ce travail.

Je remercie en fin tous ceux qui m'ont aidés à réaliser ce travail, Hanane, Wissem, Amira et Nadjib...

Amel

Table des matières

Liste des tableaux	6
Introduction générale	8
1 Cadre de définition	10
1.1 L'évaluation d'entreprise.	10
1.1.1 Définition.	10
1.1.2 Notion de valeur et de prix.	10
1.1.3 Définition d'éléments relatifs à l'évaluation d'entreprise.	10
1.1.4 Les objectifs de l'évaluation des entreprises.	12
1.2 Les approches de l'évaluation d'entreprise.	14
1.2.1 L'approche patrimoniale.	14
1.2.2 L'approche analogique.	15
1.2.3 L'approche prospective par actualisation.	15
1.3 L'historique des méthodes d'évaluation.	15
1.4 Le processus d'évaluation.	16
1.4.1 La collecte d'information.	16
1.4.2 L'élaboration du diagnostique d'entreprise.	17
1.4.3 L'élaboration d'un business plan.	18
1.4.4 Choisir une méthode d'évaluation.	18
1.4.5 Déterminer les hypothèses et les paramètres de l'évaluation.	18
1.4.6 Synthèse des calculs et présentation de la fourchette de valeur.	19
2 L'approche patrimoniale dans l'évaluation des entreprises	20
2.1 La méthode de l'actif net comptable (ANC).	20
2.1.1 Présentation.	20
2.1.2 Intérêts et limites.	20
2.2 La méthode de l'actif net comptable corrigé.	20
2.2.1 Les postes à modifier.	20
2.2.2 La valeur de l'entreprise.	21
2.2.3 Avantages et limites de la méthode.	25
2.3 La méthode du Goodwill.	28
2.3.1 Présentation.	28
2.3.2 La valeur de l'entreprise.	29
2.3.3 Le calcul du Goodwill.	29
2.3.4 Intérêts et limites.	32
3 Méthodes comparables et prospectives	33
3.1 La méthode des multiples.	33
3.1.1 Présentation et principes.	33
3.1.2 Le choix de l'échantillon.	33

3.1.3	Les étapes de la valorisation par la méthode des multiples. . . . .	.34
3.1.4	Les différents multiples. . . . .	.35
3.1.5	La méthode fondée sur la régression linéaire. . . . .	.38
3.1.6	Avantages et limites. . . . .	.40
3.2	Le cout moyen pondéré du capital. . . . .	.41
3.2.1	Définition. . . . .	.41
3.2.2	Le calcul du cout du capital. . . . .	.41
3.3	Les méthodes d'actualisation des dividendes (Dividend Discount Model : DDM). . . . .	.45
3.3.1	Présentation. . . . .	.45
3.3.2	La politique de Dividende. . . . .	.45
3.3.3	Les modèles d'actualisation des dividendes. . . . .	.46
3.4	La méthode d'actualisation des flux de trésorerie. . . . .	.52
3.4.1	Présentation et principe. . . . .	.52
3.4.2	Notion de flux de trésorerie. . . . .	.53
3.4.3	Le calcul des flux de trésorerie. . . . .	.53
3.4.4	La valeur de l'entreprise par la méthode DCF. . . . .	.54
3.4.5	Intérêts et limites de la méthode DCF. . . . .	.59
3.4.6	La méthode DCF pour les fonds propres. . . . .	.60
3.5	L'évaluation par l'EVA (Economic Value Added). . . . .	.61
3.5.1	Présentation. . . . .	.61
3.5.2	Le profit économique (The Economic Value Added). . . . .	.61
3.5.3	La valeur de l'entreprise. . . . .	.62
4	Etude de l'évaluation d'entreprise cotée à la Bourse d'Alger	65
4.1	L'application de l'approche patrimoniale. . . . .	.65
4.2	L'application de la méthode des multiples. . . . .	.68
4.3	L'application de la méthode d'actualisation des dividendes. . . . .	.70
4.4	L'application de la méthode Discounted Cash Flows. . . . .	.71
4.5	L'application de la méthode EVA. . . . .	.74
	Conclusion	77
	Bibliographie	79

Liste des tableaux

Tableau 1 : Principales informations à collecte.	17
Tableau 2 : Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation.	19
Tableau 3: Traitement de l'immobilisation corporelle.	22
Tableau 4: Traitement de certains éléments incorporels.	24
Tableau 5: bilan de la société P en dinars.	26
Tableau 6 : données relatives à des sociétés comparables à RIVALI.	37
Tableau 7 : Le résultat net des sociétés comparable à RIVALI.	37
Tableau 8 : La valorisation de RIVALI.	37
Tableau 9 : Données de l'entreprise de comparaison.	38
Tableau 10 : Valorisation de l'entreprise par les DCF.	55
Tableau11: Test de sensibilité.	57
Tableau 12: Éléments financiers de la société G en dinars.	58
Tableau 13 : Tableau des flux de trésorerie prévisionnelle disponible actualisés de la société G en dinars.	59
Tableau 14 : L'actif net réévalué (en milliers de dinars).	66
Tableau 15 : Le calcul par la méthode de la rente abrégée (en milliers de dinars)..	67
Tableau 16 : Test de sensibilité pour l'approche patrimoniale (en milliers de ars).....	67
Tableau 17 : Évaluation par la méthode des multiples (en millions de dinars).	69
Tableau 18 : La valorisation par la méthode de Bates(en milliers de dinars).	70
Tableau 19 : Test de sensibilité de la valorisation par la méthode de Bates (en milliers de dinars).	71
Tableau 20 : Calcul du cout moyen pondéré du capital.	72
Tableau 21 : Calcul des flux de trésorerie (en milliers de dinars).	72

Tableau 22 : Valorisation par la méthode DCF (en milliers de dinars). . . . .	.73
Tableau 23 : De Sensibilité de la valorisation par la méthode DCF (en milliers de dinars).	74
Tableau 24 :Economic Value Added (en milliers de dinars).	74
Tableau 25 : Calcul de la valeur résiduelle (en milliers de dinars).	75
Tableau 26 : Valorisation par la MVA (en milliers de dinars).	75
Tableau 27 : Tests de sensibilité de la valorisation par la MVA (en milliers de dinars).	76

Introduction générale

Le contexte de l'étude :

Dans la poursuite de leurs objectifs de croissance et de compétitivité les entreprises font face à d'importants besoins de financement, les établissements de crédit ne pouvant satisfaire pleinement ces besoins. A ce titre le marché financier offre plusieurs solutions. En effet, de nombreuses entreprises procèdent à des levées de fonds, à travers l'augmentation de leur capital social ou par des offres obligataires. La réussite de ce type d'opération est conditionnée par la présentation d'une information fiable et pertinente aux investisseurs potentiels.

L'Algérie n'est pas en reste de ce mouvement. Malgré un timide début la Bourse d'Alger a vu l'introduction de plusieurs entreprises de différents secteurs d'activités. De 2010 à 2016, trois nouvelles entrées en Bourse ont eu lieu. Le succès qu'ont connu ces opérations mérite notre intérêt.

Par ailleurs, la dynamique économique impulsée par l'entrée du pays dans l'économie de marché à ouvert la voie à la création de sociétés de capitaux, et donc, à l'achat et la vente de parts du capital et d'actions.

Choix du thème et sa pertinence :

Pour qu'un investisseur acquière des titres, le marché doit lui fournir toute l'information nécessaire à ses arbitrages. Ainsi, la prise de participations dans le capital d'une entreprise répond à plusieurs objectifs. Elle peut être motivée par la poursuite d'objectifs stratégiques (contrôle de technologies et de savoir-faire), ou encore par la recherche de profits (dividendes, plus-values). Cependant, la présentation d'informations fiables et pertinentes sur l'entreprise à acquérir est une condition *sine qua non* à la réussite d'un tel projet.

L'évaluation d'entreprises est une opération d'une grande sensibilité. Elle mobilise diverses compétences (comptables, financières, managériales, économiques, techniques, etc.). Depuis plus d'un siècle les méthodes d'évaluation d'entreprises se sont développées en intégrant techniques comptables et outils mathématiques. Ceci a motivé notre intérêt envers ce thème qui par son caractère transversal et pluridisciplinaire, s'inscrit pleinement dans le cadre épistémique et des objectifs de la formation en Master Mathématiques Financières.

Problématique et hypothèses :

A travers notre travail nous tenterons d'apporter des éclaircissements et des éléments de réponse à la question suivante :

- Quelles sont les différentes méthodes d'évaluation d'entreprises ?

De cette question principale découlent deux questions secondaires :

- Dans quel cas utiliser chaque méthode de valorisation ?
- Existe-t-il une méthode optimale d'évaluation d'entreprises ?

Notre recherche exploratoire nous permet de formuler les hypothèses suivantes :

- L'utilisation d'une méthode particulière d'évaluation d'entreprise est conditionnée par la disponibilité d'informations sur le passé ou le futur de l'entité à évaluer et l'objectif de l'opération.
- Vu la diversité des méthodes et celle des informations requises, il ne peut exister une méthode d'évaluation optimale répondant à tout type de situation. La détermination d'une juste valeur de l'entité nécessite de procéder par plusieurs méthodes et de synthétiser les résultats obtenus.

Méthodologie :

Dans le but de répondre à notre problématique, nous procéderons dans un premier temps à une revue de la littérature¹ qui nous a permis, dans un premier temps, d'exposer les différents concepts liés à notre sujet. Par la suite nous allons tenter de présenter les différentes méthodes d'évaluation d'entreprises en distinguant celles basées sur les données du passé de celles basées sur les prévisions futures.

Enfin, nous tenterons d'illustrer chaque méthode de valorisation présentée à travers le cas d'une introduction en bourse d'entreprises nationales ayant eu lieu ces six dernières années. Pour ce faire, une étude des Notice d'information sera réalisée. Elle sera appuyée par un certain nombre d'entretiens avec des professionnels et Expert du domaine de la finance d'entreprise.

¹ Pour citer les références bibliographiques nous avons utilisé la norme internationale de citation de références bibliographiques ISO 690(1987).

Chapitre 1

Cadre de définition

1.1. L'évaluation d'entreprise :

1.1.1. Définition :

L'évaluation d'entreprise est un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. Elle s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné.² Elle consiste à proposer une valeur pertinente aux actifs de l'entité évaluée donnant ainsi une base de référence pour différentes opérations financières.

Bons nombres d'agents et d'opérateurs économiques, peuvent être concernés par l'évaluation des entreprises à l'instar des établissements de crédit, des fonds d'investissements, l'Etat, etc. et ce dans le cadre de l'élaboration d'une stratégie portant sur une nouvelle levée de Fonds, une vente (totale ou partielle) ou dans le cadre d'une introduction en bourse.

1.1.2. Notion de valeur et de prix :

L'évaluation d'une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs de l'entreprise, et en aucun cas à proposer un prix. Il est donc nécessaire de faire la distinction entre ces deux notions.

En effet, la valeur d'une entreprise est le résultat de l'application d'une méthode d'évaluation, elle dépend à la fois de l'agent économique qui réalise la transaction (analyste, investisseur, acquéreur, etc.) et des objectifs qu'il poursuit.

Le prix d'une entreprise correspond au montant qu'un investisseur ou un agent économique est susceptible de payer pour en faire l'acquisition. Il représente le fruit d'un processus de négociation entre un acheteur et un vendeur.³

Dans le cas d'une opération portant sur une cession/acquisition, le cédant cherchera à obtenir la valeur la plus élevée possible, tandis que l'acquéreur visera à obtenir une valeur moindre. Le prix de cette transaction est le montant sur lequel se mettent d'accord les deux parties (cédant, acquéreur).

1.1.3. Définitions d'éléments relatifs à l'évaluation d'entreprise :

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

² PALARD, J-E., IMBERT, F. *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*. Paris : Eyrolles, 2013, p. 27.

³ Ibid., p. 47.

▪ **Le bilan :**

« C'est un état financier qui présente la situation patrimoniale de l'entreprise à un moment donné (obligatoirement à la date de clôture de l'exercice). Il décrit la composition des éléments d'actif et de passif de l'entreprise et fait distinctement apparaître ses capitaux propres. »⁴

▪ **Le compte de résultat :**

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

▪ **L'annexe des états financiers :**

« Un des documents composants les états financiers. Il comporte des informations, des explications ou des commentaires d'importance significative et utiles aux utilisateurs des états financiers sur leur base d'établissements. Les méthodes comptables spécifiques utilisées et sur les autres documents constituant les états financiers »⁵

▪ **Le Goodwill :**

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

▪ **L'actualisation :**

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

▪ **La capitalisation boursière :**

«C'est la valeur, au prix du marché de l'ensemble des titres représentatifs d'une entreprise. Elle est égale aux nombres de titres en circulation multipliés par le cours »⁶.

⁴ QUIRY, P., Le FUR, Y. *Pierre Vernimmen finance d'entreprise*. 14^{ème} édition. Paris: Dalloz, 2016, p.33.

⁵ Arrêté du 26 Juillet 2008 *fixant les règles d'évaluation et de comptabilisation, le contenu et la présentation des états financé ainsi que la nomenclature et les règles de fonctionnement des comptes*.

⁶ www.insee.fr, consulté le 20.04.2017

▪ **L'endettement net :**

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

▪ **Le business plan :**

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

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

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

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

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

1.1.4. Les objectifs de l'évaluation des entreprises

L'évaluation d'entreprise peut se faire à tout moment de la vie de celle-ci. D'une part cette démarche est un préalable à une meilleure gestion de l'entreprise, puisque le processus d'évaluation va mettre la lumière sur ses forces et faiblesses, ce qui aura pour conséquence l'orientation de sa stratégie. Aussi, cela permettra de situer l'entreprise dans le marché.

D'autre part, cela place le dirigeant en position de réactivité voir même de pro-activité face aux nombreuses opportunités et menaces qui peuvent se présenter.

L'évaluation d'entreprise est essentielle dans toutes les opérations comportant une transaction, puisqu'elle contribue à la fixation du prix, condition indispensable de réalisation de la transaction.

Les cas où il est nécessaire de procéder à une évaluation d'entreprise sont très nombreux, nous évoquerons, dans ce qui suit, certaines situations dans lesquelles une évaluation d'entreprise s'avère nécessaire :

▪ **La fusion :**

C'est une mise en commun des patrimoines de deux ou plusieurs entreprises pour n'en former qu'une seule. Elle peut ainsi, donner lieu à la création d'une nouvelle entité, ou à l'absorption d'une société par une autre. Les années 2000 ont vu s'accroître ce type de pratique.

La réalisation d'une fusion nécessite l'évaluation de la société absorbée, et de la société absorbante, puisque celle-ci donnera lieu à une augmentation de capital.

Elle peut également prendre la forme d'un échange d'actions (dans ce cas, une société cède ses actions à une autre qui en échange lui remet un certain nombre des siennes), selon un rapport découlant des valeurs par actions des deux sociétés dit parité d'échange. Ainsi, l'évaluation permettra de déterminer les poids relatifs des titres échangés.

▪ **L'acquisition :**

L'acquisition est l'achat d'un actif ou d'une entreprise par une autre entreprise ou un investisseur institutionnel. Ce type d'opération peut obéir à des objectifs de croissance externe ou représenter une simple transaction visant la réalisation de profit ou de plus-value. Lorsque la société cible est cotée en bourse, cela se traduit par une offre publique d'achat (OPA), si l'entreprise n'est pas cotée son acquéreur devra évaluer ses actifs.

▪ **La cession :**

La cession d'entreprise désigne la transmission de la propriété d'une société par un acte (vente, donation, etc.) engendrant de ce fait le transfert des actifs du propriétaire initial au repreneur. Cette cession est dite totale lorsqu'elle concerne l'ensemble des actifs, et partielle lorsqu'elle ne porte que sur une partie.

On évalue une entreprise en cas de cession ou d'acquisition afin que les parties liées à la transaction (acheteur et vendeur) puissent assoir une fourchette de prix qui servira comme base de référence à la négociation.

▪ **La scission :**

La scission est l'opération par laquelle une société transmet l'ensemble de son patrimoine à deux ou plusieurs sociétés préexistantes ou nouvelles. Lors de la scission, cette société est dissoute sans être liquidée. Cette opération permet de diviser les actifs et les passifs d'une société entre deux ou plusieurs autres sociétés.

« Contrairement à la fusion, la scission peut avoir lieu lors de la séparation des différentes filiales d'un groupe en entités indépendantes. Dans ce cas, il convient de procéder à une évaluation afin de fixer la parité de valeur entre la valeur du groupe et la valeur de la société qui quitte le groupe par scission ».⁷

▪ **L'introduction en bourse :**

L'introduction en bourse est une opération financière permettant à une société de financer son expansion en ouvrant son capital social aux investisseurs (particuliers, entreprises, etc.) sur un marché boursier. En Algérie, l'évaluation d'entreprise constitue la première étape du processus d'introduction en bourse. Toute entreprise souhaitant s'introduire à la bourse d'Alger doit procéder à une évaluation économique par un expert comptable inscrit à l'ordre national des experts comptables ou par un expert reconnu par la COSOB⁸. Cette évaluation

⁷ www.vernimmen.net; consulté le 14 Janvier 2017.

⁸ Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations Boursière.

servira à fixer le prix de vente ou d'émission de l'action. L'évaluation permet d'établir la fourchette d'introduction en bourse qui sera présentée aux investisseurs

▪ **Transmission familiale:**

Dans une telle situation, il y'a un changement de propriétaires mais pas de session⁹, l'évaluation est menée afin de déterminer le montant des taxes à payer sur les droits de succession.

▪ **Demande de crédit :**

Une société peut vouloir connaître sa valorisation pour appuyer un dossier au prêt des banques car il est plus simple d'emprunter si elle présente un bilan « solide » et un actif économique cessible.¹⁰

▪ **L'évaluation fiscale :**

L'entreprise est un bien patrimonial et l'ensemble des titres constituant son capital social doit être évalué afin de se conformer à la législation fiscale.¹¹ La valeur de ses titres constitue l'assiette d'un certain nombre d'impôts.¹²

1.2. Les approches de l'évaluation d'entreprise :

La valeur de l'entreprise peut être dégagée suivant différentes approches, basées aussi bien sur le passé que sur le futur de l'entreprise. Chaque approche est plus ou moins influente sur la valorisation finale en fonction du secteur et de la taille de la société. Ces approches peuvent être classées en trois grandes catégories que nous présentons dans ce qui suit.

1.2.1. L'approche patrimoniale :

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. Selon ces méthodes, la valeur de l'entreprise est limitée à ce qu'elle possède.

C'est une approche comptable que la réglementation en vigueur permet d'aborder en montrant les étapes de sa mise en œuvre. Les aménagements législatifs opérés par le gouvernement, notamment dans le domaine des normes comptables avec le passage du " plan comptable national " au "système comptable financier", permettant l'utilisation de ce type de méthode, particulièrement celle de l'actif net corrigé et du Goodwill¹³.

⁹ TOURNIER, J-C., TOURNIER, J-B. *Evaluation d'entreprise que vaut une entreprise* ?4em édition. Paris : Eyrolles, 2007, p. 6.

¹¹ www.valorisation-entreprise.com, consulté le 20 janvier 2017.

¹² "Assiette d'impôt désigne la somme retenue pour déterminer la base de calcul d'un impôt ou d'une taxe " www.droit-finances.com, consulté le 20 janvier 2017.

¹³ Voir : arrêté du 26 Juillet 2008 portant SCF

1.2.2. L'approche analogique :

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 ». ¹⁴

Cette approche vise à apprécier la valeur d'une entreprise en la comparant à celles des sociétés qui évoluent dans des secteurs d'activités comparables – ou similaires – et présentant des caractéristiques proches (croissance, rentabilité, taille, etc.). Elle permet de donner une fourchette de valeur relativement précise et offre également un certain confort à ses utilisateurs (acquéreurs, cédants) puisqu'elle tient référence des données boursières et ces dernières sont communes à tous les investisseurs.

Cette approche permet notamment d'éviter que l'entreprise à évaluer soit survalorisée ou sous-valorisée par rapport aux conditions de marché. Cependant, elle nécessite l'existence d'un échantillon d'entreprises – comparables – du même domaine d'activité afin d'effectuer les comparaisons requises.

1.2.3. L'approche prospective par actualisation :

« 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 » ¹⁵. La valeur de l'entreprise dans cette approche est égale à la valeur actualisée des flux monétaires qui seront générés dans le futur, il peut s'agir notamment, des flux de trésorerie, des dividendes, des bénéfices, etc.

Il faut également souligner l'importance des prévisions d'exploitation à moyen et long terme, dans ce type d'approche ce qui renvoi à évoquer le rôle d'un marché financier structuré et dynamique ainsi que la maîtrise d'outils de management tels que le business plan.

1.3. L'historique des méthodes d'évaluation:

La recherche des déterminants de la valeur de même que la valorisation ont fait l'objet de nombreuses recherches qui permettent aujourd'hui d'appréhender les différents problèmes en se fondant sur des concepts théoriques solides. Ainsi, les différents modèles développés dans les années cinquante Durand (1957) M. Gordon, E. Shapiro (1956) ; F. Modiglian et M.H. Miller (1958), (1961) ont posé toutes les bases pour la pratique de l'évaluation des entreprises. (F.Fabre – Azema ; 2000)

Les spécialistes en évaluation d'entreprise notent une évolution dans la manière de valoriser une entreprise. Les méthodes sont devenues de plus en plus sophistiquées et de nombreuses formules mathématiques complexes sont apparues.

¹⁴DUPLAT, C-A. *Evaluer votre entreprise*. Paris : Vuibert, 2007, P.151.

¹⁵CHAPALAIN, G. *Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise*. Paris : EMS édition, 2004, p.113 - 114.

Historiquement¹⁶ depuis les années 1850, les entreprises étaient évaluées avec la méthode patrimoniale sur une base de réévaluation des actifs tangibles comme les stocks et les immobilisations.

Puis, on a ajouté le Goodwill durant plusieurs années, méthode dite de la rente abrégée du Goodwill, pour tenir compte de la rentabilité procurée par les actifs. À partir des années 1950, le développement de la bourse des valeurs a permis de recourir à la méthode des comparables, favorisée par l'émergence de sociétés comparables – cotées en Bourse – avec qui il était devenu possible de comparer l'entreprise à évaluer.

Dans les années 1970 le développement des instruments de calcul (calculateurs, microordinateurs, logiciels) a permis de généraliser l'utilisation de l'actualisation financière, qui a connu plus d'approfondissements à partir du milieu des années 1990 (actualisation des flux de trésorerie disponibles au lieu de l'actualisation des dividendes).

1.4. Le processus 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.

1.4.1. La collecte d'information :

Cette étape consiste à collecter l'ensemble des informations disponibles sur l'entreprise à évaluer recherchées au sein même de l'entreprise ou de l'extérieur, à partir de données publiques (comptes publiés, rapport de gestion, etc.) ou de données privées (note d'analystes financiers, études sectorielles, etc.).

Cette information qu'elle soit comptable, financière, juridique ou fiscale constitue la matière première de toute évaluation d'entreprise. Elle peut porter sur des événements passés ou sur des prévisions futures.

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

¹⁶ Les éléments cités ont été appuyés par un entretien semi-directif avec le Professeur Pascal Quiry, réalisé en ligne le 27 Février 2017.

Tableau 1 : Principales informations à collecter.

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

Source : Adapté de DUPLAT, C-A. Op.cit., p .40.

1.4.2. L'élaboration du diagnostic d'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.

a- 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.

b- 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 interne¹⁸.

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

¹⁷ Un business modèle décrit la logique de l'entreprise, la façon dont elle opère et crée de la valeur afin d'assurer sa pérennité. (www.businessmodelfab.com).

¹⁸ PALARD, J-E., IMBERT, F.Op.cit., p.85.

- 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.

1.4.3. L'élaboration d'un business plan :

Avant de procéder à l'évaluation d'une entreprise, il faut s'intéresser aux perspectives de croissance et de rentabilité. L'établissement de prévisions financières est indispensable pour l'évaluation.

De nombreuses méthodes prennent en compte les perspectives futures de l'entreprise. Ces prévisions concernent tous les éléments financiers de l'entreprise : ses résultats, ses besoins financiers, et ses ressources financières.

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.

1.4.4. 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. 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

1.4.5. Déterminer les hypothèses et les 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 2 : 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. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Réévaluation des actifs.
Méthode du Goodwill	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • La valeur est égale à la somme des flux actualisés au cout du capital. 	<ul style="list-style-type: none"> • Flux de trésorerie. • Cout moyen pondéré du capital. • Horizon du business plan • Valeur finale. • Taux de croissance des flux à l'infini.

Source: Adapté de PALARD, J-E., IMBERT, F.Op.cit., p. 122.

1.4.6. Synthèse des calculs et présentation de la fourchette de valeur :

L'évaluateur présente les résultats de ces calculs sous forme de synthèse qui restitue non pas une valeur unique mais un intervalle de valeur.

Afin de mesurer la sensibilité de la valeur d'une entreprise aux différentes hypothèses et paramètres, une analyse de sensibilité est effectuée.

Chapitre 2

L'approche patrimoniale dans l'évaluation des entreprises

L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique, ces méthodes sont les plus anciennement utilisées pour la valorisation des entreprises.

Les méthodes patrimoniales se basent sur la valorisation des éléments constituant l'actif et le passif de l'entreprise, elles visent à dégager une valeur de marché pour le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels. Selon ces méthodes la valeur de l'entreprise est limitée à ce qu'elle possède.

On distingue deux types d'évaluation patrimoniale :

- Une évaluation par l'actif net comptable (approche statique).
- Une évaluation tenant compte du Goodwill (approche dynamique).

2.1. La méthode de l'actif net comptable (ANC) :

2.1.1. Présentation :

L'expression la plus simple de la valeur patrimoniale est celle de l'actif net comptable.

Selon cette méthode la valeur de l'entreprise est égale à son actif net comptable. Ce dernier se définit comme étant la différence entre le total des actifs et le total des dettes. Il est calculé sur la base du dernier bilan disponible, dans ce calcul les actifs et les dettes sont retenus pour leurs valeurs comptables.

$$V = \text{Actifnetcomptable}$$

$$V = \text{Totalactifs} - \text{totaldettes}$$

V: valeur de l'entreprise

2.1.2. Intérêt et limites:

L'actif net comptable est une donnée facile et rapide à déterminer. Cependant elle ne reflète pas la valeur réelle de l'entreprise car elle se base uniquement sur les valeurs du bilan.

Ces derniers enregistrés à leur coût historique, donnent une vision comptable de l'entreprise parfois éloignée de la réalité économique.

2.2. La méthode de l'actif net comptable corrigé :

2.2.1 Présentation :

La méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC) ou méthode de l'actif net réévalué reprend le même raisonnement que la méthode précédente. Cependant, elle corrige les valeurs comptables des éléments du bilan afin de les porter à leurs valeurs de marché faisant ainsi

apparaître les plus ou moins values qui sont à l'origine de l'écart entre la valeur comptable et la valeur réelle de l'entreprise.

Ces évaluations sont nécessaires dans la mesure où elles permettent de passer d'une lecture comptable à une lecture économique du bilan d'une entreprise.

C'est par l'examen attentif des comptes annuels de l'entreprise (bilan, compte de résultat, annexe) que l'évaluation est menée.

2.2.2. Les 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'autres sont sous évalués.

Nous présenterons ci- après une liste des principaux postes à retraiter.

- **Les immobilisations corporelles :**

Les immobilisations corporelles sont comptabilisées dans les comptes à leurs coûts historiques, cette valeur correspond à la valeur d'entrée du bien dans le patrimoine de l'entreprise, c'est-à-dire, sa valeur d'acquisition. Ces actifs doivent être considérés à leur valeur de marché.

Dans une perspective d'interruption de l'exploitation, ces derniers peuvent être comptabilisés à leur valeur de session.

Le tableau suivant résume les principaux retraitements relatifs aux immobilisations corporelles ainsi que les règles d'évaluation propres à chaque poste en normes IAS/IFRS :

Tableau 3 : Traitement de l'immobilisation corporelle.

Type d'actif corporel	Description	Normes IAS IFRS	Méthode d'évaluation
Terrains (IAS 16)	Les terrains peuvent être : Bâties, constructibles ou non constructibles Utilisés pour l'exploitation ou loués à des tiers	Non amortissables	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 (fermage ¹⁹) Approche par les coûts : Remise aux normes environnementales après exploitation (mines, nucléaire...).
Constructions (IAS 16)	Ensemble des biens immobiliers détenus par l'entreprise. Les constructions peuvent être utilisées par l'entreprise (propriété) ou louées à des tiers (investissement).	Comptabilisation des constructions séparément des terrains : Amortissables par composant, si elles sont classées en propriété. Non amortissables, si elles sont classées en investissement.	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). 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)	Ensembles des équipements et machines utilisés pour la transformation et le conditionnement des matières et fournitures, ou pour les prestations de services.	Amortissement calculé sur l'écart entre la valeur d'acquisition et la valeur résiduelle.	En général, pas de réévaluation : la valeur nette comptable (VNC) est une bonne estimation de la valeur d'usage. En cas de revente, réévaluation de l'actif à la valeur de marché (argus ²⁰ , cotation sur un marché d'occasion).
Autres actifs corporels (IAS 16)	Installations générales et aménagements	Amortissables	Valeur nette comptable (VNC). Réévaluation à la valeur de marché en cas de revente.

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

¹⁹ C'est un contrat de bail par lequel un propriétaire loue un fond rural à un preneur. Ce dernier cultive la terre en échange d'un loyer

²⁰ Publication qui fournit certaines informations spécialisées à ses vecteurs

▪ **Actif incorporel :**

Les actifs incorporels comprennent essentiellement les frais de recherche et de développement, les brevets, et les marques, etc.

Il existe différentes méthodes permettant de les évaluer et ce en se référant au coût historique à la valeur de marché ou à l'évaluation par les revenus nets actualisés.

Cette dernière étant la méthode préconisée par nombre de cabinets spécialisés.

Le tableau suivant résume le traitement de certains éléments incorporels en norme IAS/ IFRS :

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

Tableau 4 : Traitement de certains éléments incorporels

Type d'actif	Description	Norme IAS IFRS	Méthode d'évaluation
Frais d'établissements	Dépenses réalisées lors de la création de l'entreprise (frais juridiques ...).	Non immobilisés.	Actif fictif sans valeur vénale.
Frais de recherche et développement (R&D).	Dépenses de l'entreprise effectuées pour la recherche et le développement de nouveaux produits et services.	Traitement distinct : 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 sont nuls, ces dépenses n'ont pas de valeur vénale ²¹ et doivent être imputées sur les charges de l'exercice.
Brevets	Dépenses réalisées en interne pour le développement et le dépôt de nouveaux brevets. Acquisition de brevets sur le marché.	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.
Marques	Acquisition de marques externes sur le marché. Les marques créées en interne ne sont pas amortissables	Immobilisées mais non amorties (durée de vie indéfinie)	Valorisation du surprofit lié à l'exploitation de la marque Méthode interbrand : actualisation à l'infini du supplément de résultat attribuable à la marque par rapport au produit générique.
Fonds commercial (IAS 38)	Eléments incorporels (droit au bail, nom de l'enseigne ...) du fonds de commerce qui permet de développer le potentiel commercial de l'activité	Créé en interne : non immobilisé. 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.
Ecarts d'acquisition (IAS 36)	Différence entre le coût d'acquisition d'une entité et la valeur comptable des capitaux propres consolidés	Immobilisés et amortis (pas de durée précise).	Méthode DCF d'évaluation des unités génératrices de trésorerie (UGT).

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

²¹ La valeur vénale est une expression qui désigne la valeur d'un bien sur le marché. Elle constitue la valeur qu'il est possible d'obtenir d'un bien en cas de revente au regard des conditions actuelles sur le marché, elle se termine en tenant compte de la valeur de bien similaire mis en vente.

▪ **Les stocks :**

Il faut vérifier leur existence et leur quantité. Si certains sont à mettre au rebut (produits périmés par exemple) il convient de diminuer leur valeur du total des stocks.

▪ **Les comptes clients :**

Les créances clients font aussi l'objet de correction. Il faut s'assurer de récupérer tous les montants dus et analyser le risque de non recouvrement. Dans le cas des créances dont le recouvrement serait compromis, il convient de diminuer cette somme du total.

▪ **Les actifs fictifs :**

Les actifs fictifs sont composés de toutes les dépenses à fond perdu qui conditionnent l'existence, l'activité ou le développement de l'entreprise telles que les frais de recherches et de développements et le fond de commerce.

Ces éléments sont enregistrés à l'actif pour des raisons de techniques comptables mais n'ont aucune valeur réelle, ils correspondent à des non valeurs au sens économique, et doivent être éliminés de l'actif du bilan.

2.2.3. La valeur de l'entreprise :

La valeur patrimoniale de l'entreprise est égale à son actif net comptable corrigé ANCC

$$V = ANCC$$

V : valeur d'entreprise.

L'actif net corrigé peut être calculé de deux façons:

- Soit en déduisant les dettes du total de l'actif corrigé

$$\text{ACTIF NET CORRIGE} = \text{TOTAL ACTIF CORRIGE} - \text{DETTES.}$$

- Soit en appliquant aux capitaux propres une correction à la hausse ou à la baisse correspondant aux retraitements effectués précédemment.

$$\text{ACTIF NET CORRIGE} = \text{CAPITAUX PROPRES APRES CORRECTION.}$$

Exemple²² :

Le bilan de la société P qui est une très petite entreprise (TPE) se présente comme suit (page suivante).

²² DUPLAT, C-A.Op.cit., p. 98-100.

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

Pour plus d'adaptation à notre contexte nous avons changé l'unité initialement en euro au dinar et multiplié les montants par 100.

Tableau 5 : Bilan de la société P (en DA).

ACTIF Année N		PASSIF Année N	
Frais d'établissement	300000	Capitaux propres	4000000
Immobilisations net	4000000	Dettes	
Stocks	2600000	- Crédits fournisseurs	5000000
Crédits clients	5000000	- Concours bancaires CT	3000000
Disponibilités	800000	- Dettes fiscales et sociales	1400000
Charges à répartir	700000		
Total actif	13400000	Total passif	13400000

Source: DUPLAT, C-A.Op.ci., p.98.

Les informations suivantes relatives à certains postes d'actif sont communiquées:

- Les immobilisations portées au bilan pour une valeur comptable de 4000000 DA sont sous-évaluées et leur valeur réelle est de 7000000 DA, il existe donc une plus-value latente de 3000000 DA.
- En faisant un inventaire des stocks, il apparaît que certains stocks sont à mettre au rebut et qu'il faut diminuer de 800000 DA le montant des stocks (au bilan, les stocks sont comptabilisés 2600000 DA).
- Une étude approfondie des créances clients fait ressortir que deux clients sont en cessation de paiement (total des factures: 200000 DA) et que le recouvrement des créances apparaît compromis.

Pour calculer l'actif net corrigé de la société P, il convient de :

- Corriger les différents postes du bilan.
- Éliminer les actifs fictifs.

1 -Élimination des actifs fictifs :

Dans cet exemple, il y a deux non-valeurs ou actifs fictifs:

- les frais d'établissement (300000 DA)
- les charges à répartir sur plusieurs exercices (700000 DA)

Ces deux éléments sont portés au bilan de l'entreprise, mais ne représentent aucun actif réel.

Il convient donc de soustraire leur somme du total de l'actif.

La somme des actifs fictifs = 700000 + 300000 = 1000000 DA.

L'actif après élimination des actifs fictifs s'élève à: 13400000 – 1000000 = 12400000 DA

2-Corrections à apporter à différents postes du bilan :

Dans cet exemple:

- Les immobilisations portées au bilan pour une valeur comptable de 4000000 DA doivent être réévaluées de 3000000 DA.

La correction à apporter est de: + 3000000 DA.

- Suite à l'inventaire des stocks, il convient de réduire la valeur des stocks portés au bilan. Ceux-ci doivent être comptabilisés pour un montant de 1800000 DA (2600000 DA – 800000 DA). La correction à apporter est de: – 800000 DA.

- Les créances clients doivent être diminuées de 200000 DA. La correction à apporter est de:
– 200000 DA.

Total des corrections des postes de l'actif:

-Sur immobilisations: + 3000000 DA ;

- Correction des stocks: – 800000 DA;

- Correction du poste clients: – 200000 DA ;

Total corrections: + 3000000 DA – 800000 DA – 200000 DA = + 2000000 DA.

Calcul de l'actif corrigé :

Actif du bilan – Actifs fictifs + Corrections des postes d'Actif

Valeur de l'actif corrigé: 13400000 DA – 1000000 DA + 2000000 DA = 14400000 DA

Total des dettes

Dettes bancaires (3000000 DA) + Dettes fournisseurs (5000000 DA) + Dettes fiscales et sociales (1400000 DA) = 9400000 DA

Calcul de la valeur patrimoniale:

La valeur patrimoniale se calcule sur la base de l'actif corrigé diminué des dettes:

Actif corrigé – Total dettes = 14400000 – 9400000 = 5000000 DA

Un autre calcul possible:

Valeur patrimoniale = Capitaux propres – Actifs fictifs + Corrections des postes d'actif

Les capitaux propres sont de 4000000 DA.

Valeur patrimoniale = 4000000 – 1000000 + 2000000 = 5000000 DA

2.2.4. Avantages et limites de la méthode :

Cette méthode est particulièrement utilisée dans des secteurs d'activité où la valeur patrimoniale est essentielle (sociétés foncière immobiliers, holdings industrielles).

En revanche elle trouve dans la pratique, certaines limites à son utilisation, il s'agit d'une approche statique s'appuyant sur les expertises notamment pour l'immobilier. De plus, elle n'est pas adaptée aux entreprises connaissant une évolution rapide (Start-up, haute technologie) pour lesquelles les derniers comptes publiés ne donnent pas une image réelle de son potentiel (Ph. De la Chapelle, P 30).

2.3. La méthode du Goodwill :

2.3.1. Présentation :

La méthode du Goodwill est une méthode de valorisation dite mixte qui vise à corriger la valeur patrimoniale obtenue par l'actif net corrigé pour tenir compte de la rentabilité procurée par les actifs.

En effet la valeur de l'entreprise dépasse souvent celle de l'actif net corrigé car une partie du patrimoine n'a pas été totalement prise en compte lors d'une évaluation patrimoniale classique, cette partie peut être appelée Goodwill ou sur valeur, et regroupe l'ensemble des éléments immatériels (savoir faire, niveau technologique, notoriété, part de marché, etc.) qui ne figure pas dans les comptes mais permet de créer de la valeur et de la pérenniser.

« Le Goodwill fut défini en 1988 par Brillman et Maire²³ comme étant l'ensemble des éléments pour lesquels une évaluation directe n'est pas possible. Celui-ci comprend des éléments incorporels d'actif qui ne présente aucune valeur indépendamment de l'entreprise. »²⁴

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 »²⁵. 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.

²³ Dans leur ouvrage : manuel d'évaluation des entreprises – sociétés cotées et non cotées.

²⁴ Document de travail, Africinvest.

²⁵ LA BRUSLERIE, H. *Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic*. 5ème édition. Paris : DUNORD, 2014. p. 132.

2.3.2. La valeur de l'entreprise :

La valeur de l'entreprise par la méthode basée sur le Goodwill s'obtient en additionnant la valeur de ce dernier à l'actif net comptable corrigé.

$$V = ANCC + GW$$

V : Valeur de l'entreprise.

ANCC : Actif net comptable corrigé.

GW : Goodwill.

L'actif net comptable corrigé doit être pris hors éléments incorporels afin d'éviter qu'ils ne soient comptabilisés deux fois, puisque, ce sont ces derniers que l'on calcule à travers le Goodwill.

2.3.3. Le calcul du Goodwill :

Pour évaluer le Goodwill, on procède de manière directe ou indirecte.

a. 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 :

$$GW = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{superbénéfice}_i}{(1 + K_{GW})^i}$$

K_{GW} : taux d'actualisation du Goodwill

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.

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 (H. La Bruslerie, 2014, p 368).

On aura donc :

$$\text{Superprofit} = \text{Bénéfice net prévisionnel} - K_{CP} \times \text{ANC}$$

K_{CP} : cout des fonds propres.

ANC : 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 Goodwill nous présenterons celles qui suit :

▪ **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.

Le Goodwill peut donc se calculer comme suit :

$$GW = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{super - profit}_i}{(1 + K_{GW})^i}$$

$$GW = \frac{\text{super - profit}}{K_{GW}}$$

▪ **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 (J-E. Palard, F. Imbert, 2013, p. 182).

Selon cette méthode le Goodwill est égale à :

$$GW = \sum_{i=1}^n \frac{\text{rentedeGoodwill}}{(1 + K_{GW})^i}$$

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

$$GW = \text{rentedeGoodwill} \times \frac{1 - (1 + K_{GW})^{-n}}{K_{GW}}$$

b. 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 (ANR) et la valeur de rendement.

$$\text{Valeur d'entreprise} = \frac{\text{ANR} + \text{Valeur de rendement}}{2}$$

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

$$\text{Valeur de rendement}^{26} = \frac{\text{RCAI}}{K_{WACC}}$$

D'après la formule de valorisation de l'entreprise par les méthodes du Goodwill on a :

$$\text{GW} = \text{Valeur d'entreprise} - \text{ANR}$$

On obtient alors la formule de calcul suivante :

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

2.3.4. Intérêts et limites :

L'utilisation de la méthode du Goodwill dans l'évaluation patrimoniale de l'entreprise introduit une vision dynamique prévisionnelle qui faisait défaut à l'évaluation par l'actif net comptable corrigé. Elle permet également de donner une vision plus globale du patrimoine de l'entreprise, de plus la méthode basée sur la notion du Goodwill présente l'avantage de pouvoir comparer et évaluer les entreprises dont les structures bilancielle sont différentes.

Cependant, l'application de cette méthode reste délicate car elle se heurte à certains problèmes notamment pour le calcul du Goodwill et oblige à choisir entre plusieurs hypothèses relatives à la période d'actualisation de la rente du Goodwill.

²⁶Adapté de PALARD, J-E., IMBERT, F.Op.cit., p.182.

L'aspect prospectif que représente le Goodwill dans les méthodes patrimoniales demeure insuffisant et d'autres méthodes qui prennent plus en compte les perspectives de l'entreprise ont été développées. Il s'agit des méthodes prospectives ou actuarielles que nous aborderons au troisième chapitre de ce travail.

Chapitre 3

Méthodes comparables et prospectives

3.1. La méthode des multiples :

3.1.1. Présentations et principes :

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 »²⁷.

Le recours à la méthode des comparables s'est largement répandu et ceci pour divers facteurs (G, Chapalain, 2004) :

- L'enrichissement considérable des statistiques et des bases de données boursières et financières.
- Une relative objectivité des résultats obtenus.
- La possibilité de déterminer rapidement un indicateur de valeur à partir d'informations publiques.
- Une facilité d'application et de calculs.

Le principe de l'évaluation par la méthode analogique consiste à déterminer la valorisation d'une entreprise par l'application de multiples à ses principaux soldes comptables (résultat net, chiffre d'affaires, EBIT²⁸, EBITDA²⁹, etc.) à partir d'un échantillon d'entreprises cotées de tailles comparables et présentes dans un ou plusieurs secteurs d'activités similaires. Ils sont dans ce cas appelés « multiples boursiers ». Par ailleurs, lorsqu'ils sont déterminés à partir d'un échantillon d'entreprises de même taille ayant réalisé des transactions dans le même secteur d'activité, ils sont désignés par le vocable « multiples transactionnels ».

3.1.2. Le Choix de l'échantillon :

L'évaluation d'une entreprise par la méthode des multiples est fondée sur la sélection d'un échantillon de sociétés comparables à celles qu'on veut évaluer, ces sociétés sont parfois

²⁷ PALARD, J-E., IMBERT, F.Op.cit., p.194.

²⁸Earnings Before Interest , Taxes : ou revenu avant intérêts et impôts. Communément appelé résultat d'exploitation

²⁹Earnings Before Interest, taxes, Depreciation and Amortization: ou revenu avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions. Communément appelé excédents brut d'exploitation EBE.

appeler « Entreprises jumelles » et doivent présenter des caractéristiques proches de l'entreprise cible (celle qu'on souhaite évaluer).

Les principaux critères de sélection des entreprises constituant l'échantillon sont :

- Le secteur d'activité : « Il correspond généralement au premier critère de sélection puisque les niveaux de chiffre d'affaires, de marge d'exploitation ou de rentabilité dépendent fortement du secteur d'activité »³⁰.

À ce propos, il ne suffit pas de relever les entreprises exerçant dans le même secteur économique. Il faut retenir seulement celles qui sont placées sur le créneau dans lequel se situe la société à évaluer (J-B, Tournier., J-C, Tournier 2007, P.196).

- La taille: La taille d'une entreprise est un critère essentiel pour la construction de l'échantillon. C'est l'une des grandes difficultés de l'évaluation des PME et des TPE puisque il est difficile de trouver des homologues comparables. Aussi, la taille d'une entreprise peut être mesurée selon différents critères tels que le chiffre d'affaires, le nombre d'employés, le niveau des flux de trésorerie disponibles, la capitalisation boursière, etc.
- La zone géographique : Les entreprises choisies doivent se situer dans un même pays ou une même zone géographique et ce afin, de préserver l'homogénéité des données comptables et financières. Dans certains cas il n'existe pas d'entreprises directement comparables dans l'environnement géographique proche de celle qu'on veut évaluer. Pour sélectionner les entreprises, de cet échantillon il faudra donc se référer à des marchés internationaux à ce titre on peut citer l'exemple d'Alliance assurances qui lors de son évaluation pour l'introduction à la Bourse d'Alger s'est référé à des transactions ayant lieu sur la région Maghreb et certains pays du bassin méditerranéen puisqu'il n'existait pas de transactions similaires dans le même secteur d'activité sur le marché Algérien.
- La croissance : C'est l'un des principaux critères de sélection des sociétés constituant l'échantillon, car au sein d'un même secteur d'activité des entreprises de même taille peuvent avoir des taux de croissance différents ce qui va se répercuter sur l'évaluation. En effet, des sociétés qui auraient des taux de croissance différents n'auront pas le même niveau de valorisation.

3.1.3. Les étapes de la valorisation par la méthode des multiples :

La valeur d'une entreprise par la méthode des multiples se détermine comme suit :

- Déterminer pour chaque entreprise cotée de l'échantillon de comparaison sa valeur de marché. Cette valeur se calcule comme la somme de la capitalisation boursière et de la valeur de l'endettement net à la date de l'évaluation.
Dans le cas d'un échantillon de transaction la valeur retenue pour calculer les multiples et la valeur économique des sociétés de l'échantillon c'est-à-dire le montant de la transaction. (G, Chapalain, 2004).

³⁰PALARD, J.E., IMBERT, F.Op.cit., p. 195.

- Déterminer l'agrégat (solde ou inducteur) sur lequel se base l'évaluation, en général il s'agit d'un résultat prévisionnel. Faute de données, on prendra le résultat du dernier exercice.
- Rappporter la valeur de marché de chaque entreprise à ce solde afin d'en déduire son multiple de valorisation. Le multiple de valorisation se détermine comme suit :

$$\text{multiple de valorisation} = \frac{\text{valeur d'entreprise}}{\text{revenu}}$$

Certains évaluateurs calculent les multiples des sociétés comparables sur trois exercices (dernier exercice clos, exercice en cours, prochain exercice) afin de déterminer une fourchette de valeur.

- Déterminer à partir de ces multiples un multiple moyen ou médian et l'appliquer au solde de l'entreprise cible. Pour parfaire cette appréciation, il faudra exclure de l'échantillon les entreprises aux multiples très élevés ou très faibles. Ainsi il est préférable de déterminer un multiple médian moins sensible aux valeurs extrêmes ou de calculer une moyenne en excluant ces valeurs.

3.1.4. Les différents multiples :

Il est possible de rapporter la valeur de marché d'une entreprise ou la valeur de ses capitaux propres (par sa capitalisation boursière) à un certain nombre de multiples. Ces derniers peuvent être regroupés en deux grandes catégories :

a. Les multiples permettant d'établir la valeur de l'entreprise : ce sont des multiples d'agrégats avant frais financiers. Les plus utilisés sont :

- 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. (J-S Lantz, 2010. P. 58 - 59).
- 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 ».³¹
- Multiple de l'EBITDA: « Le multiple de l'excédant 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

³¹ QUIRY, P., LE FUR, Y. Op.cit., p. 705.

d'investissement. Il est très fréquemment utilisé par les analystes boursiers, en particulier dans les industries à forte intensité capitalistique »³².

- 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.

b. Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres :

Ce sont des multiples fondés sur des soldes après frais financiers tels que le multiple des capitaux propres comptables (PBR)³³, multiple de la capacité d'autofinancement et le plus utilisé le multiple du résultat net (PER)³⁴.

- Multiple du résultat net : Communément désigné par l'abréviation PER, il rapporte la capitalisation boursière à la date de l'évaluation au résultat net de l'entreprise. « Il valorise indirectement la structure financière de l'entreprise ce qui crée des distorsions si les niveaux d'endettements ont différents »³⁵. Il exprime le nombre d'année de bénéfice qu'un investisseur est prêt à payer pour acquérir cette entreprise, si le PER d'une société X et de 10 par exemple, cela signifie que les investisseurs sont disposés à payer cette société 10 fois son résultat net. Cependant ce multiple s'avère inapplicable pour les entreprises qui présentent des résultats déficitaires. Le calcul de ce multiple s'effectue comme suit :

$$\text{PER} = \frac{\text{capitalisation boursière}}{\text{résultat net}}$$

$$\text{Capitalisation boursière} = \text{cours de l'action} \times \text{le nombre d'action}$$

Nous présenterons ci-après deux exemples illustrant la valorisation d'entreprise par la méthode analogique.

Exemple 1³⁶ : Valorisation d'entreprise par le PER : Le cas RIVALI

Données relatives à des sociétés comparables à RIVALI.

³² Ibid., P.714.

³³ Price to book ratio : il désigne le ratio entre la valeur de marché des capitaux propre et la valeur comptable d'une société.

³⁴ Price earning ratio.

³⁵ QUIRY, P., LE FUR, Y. Op.cit., p.716.

³⁶ TOURNIER, J.B., TOURNIER, J.C. Op. cit., p.203.

Tableau 6 : données relatives à des sociétés comparables à RIVALI.

Sociétés	Capitalisation boursière
- CLAIRE	9460
- GOLD	16930
- HOLDY	321600
- MERS	30900
- TURNER	18300

Tableau 7 : Le résultat net des sociétés comparable à RIVALI.

Sociétés	Résultat net	PER
- CLAIRE	928	10,2
- GOLD	1094	15,5
- HOLDY	36122	8,9
- MERS	3639	8,5
- TURNER	496	36,9

- ✓ Application des données à RIVALI.
- ✓ Le résultat net de la société RIVALI est estimée à 9559 ; en appliquant à ce résultat le multiple obtenu à partir de l'échantillon de comparaison on trouve :

Tableau 8 : La valorisation de RIVALI.

	Moyenne	Moyenne tempérée ³⁷	Médiane
Valeur de RIVALI	$16 \times 9559 = 152366$	$11,5 \times 9559 = 110159$	$10,2 \times 9559 = 97501,8$

Exemple 2 : La valorisation par l'EBIT.³⁸

Pour plus d'adaptation à notre contexte nous avons converti l'unité initialement utilisé en Euro au Dinar Algérien et multiplier les montant par 100. Nous avons également notre entreprise DZ.

Dans le tableau ci-dessous nous calculons tout d'abord la valeur d'une entreprise de l'échantillon de comparaison.

³⁷ La moyenne tempérée correspond à une moyenne calculée en excluant les valeurs extrême haute et basse.

³⁸ Les données pour cette exemple proviennent de : LANTZ, J.S. *Valorisation stratégique et financières*. Paris : Maxima, 2004. p. 60.

Tableau 9 : Données de l'entreprise de comparaison.

Capitalisation boursière	530000000 DA
Valeur de la dette	300000000 DA
Trésorerie	-300000000 DA
Valeur de l'entreprise (EV)	800000000 DA

L'EBIT de cette entreprise est égal à 65.000.000 DA.

Nous calculons en suite le multiple de valorisation sur la base de l'EBIT.

$$\text{multiple} = \frac{\text{EV}}{\text{EBIT}} = \frac{800000000}{65000000} = 12,3$$

Nous répétons cette opération sur l'ensemble des entreprises constituant l'échantillon afin de déduire le multiple (moyen ou médian) de valorisation à appliquer à l'EBIT de l'entreprise cible.

Le multiple retenu à partir de cet échantillon est égal à 15,5 et l'EBIT de l'entreprise à valoriser est de 2.000.000.000 DA.

Ainsi, la valeur de l'entreprise est égal à : $2.000.000.000 \times 15,5 = 31.000.000.000$ DA.

3.1.5. La méthode fondée sur la régression linéaire :

Afin de répondre à des contraintes liées à l'utilisation d'une moyenne ou une médiane des multiples de l'échantillon de comparables que l'on applique au soldes représentatifs de l'entreprise que l'on veut évaluer (le cas d'un échantillon non-homogène), on s'intéresse à comprendre l'origine des écarts de valeurs entre les multiples. Une analyse des multiples obtenus peut être très utile pour positionner l'entreprise à évaluer au sein de l'échantillon, et ce par une régression linéaire mettant en relation par exemple le multiple du résultat d'exploitation avec le taux de croissance annuel du résultat d'exploitation ; ou encore, le multiple du chiffre d'affaires avec la marge d'exploitation, etc.

La méthode fondée sur la régression linéaire des multiples de valorisations vise à limiter les écarts obtenus lors de l'utilisation de la méthode des comparables (dite également méthode des multiples), lorsque différents agrégats sont utilisés. La régression linéaire permet d'adapter les résultats obtenus par la méthode des comparables avec les caractéristiques spécifiques de la société à valoriser.

Pour illustrer cette approche nous présenterons la régression linéaire du multiple du chiffre d'affaires en intégrant un critère de comparaison correspondant à la marge d'EBIT ou à celle de l'EBITDA.

La méthode consiste à relever pour chaque société de l'échantillon de comparaison, son multiple de chiffre d'affaires, sa marge d'EBITDA et sa marge d'EBIT, une fois ces paramètres déterminés, il est possible de tracer un graphique représentant le multiple du chiffre d'affaires en fonction de la marge (le multiple du chiffre d'affaires en axe des ordonnées et la marge choisie en axe des abscisses). A titre d'exemple un premier graphique peut représenter le multiple du chiffre d'affaires en fonction de la marge d'EBITDA ; un second graphique représente le multiple du chiffre d'affaires en fonction de la marge d'EBIT. Une fois les points correspondant à chaque société de l'échantillon positionnés sur ces graphiques, il est possible de dire si le multiple du chiffre d'affaires progresse de façon linéaire avec la marge.

Mathématiquement, cette progression linéaire correspond à une droite dont il est possible de déterminer l'équation par une régression linéaire des données de chaque société (multiple du chiffre d'affaires, la marge). L'équation de cette droite est de la forme suivante :

$$y = a x + b$$

y : multiple du chiffre d'affaire

x : la marge de l'EBIT ou l'EBITDA

a, b : les paramètres de l'équation

Avec :

$$a = \frac{\text{covariance du multiple de CA et de la marge}}{\text{variance de la marge}}$$

$$a = \frac{\text{cov}(X, Y)}{\text{Var}(X)}$$

$$b = \text{moyenne du multiple de CA} - (a \times \text{moyenne de la marge})$$

$$b = \bar{Y} - a \bar{X}$$

Après l'estimation de la droite de régression, il convient de calculer le coefficient de corrélation (r) afin de mettre en évidence la liaison entre ces données.

Le calcul du coefficient de corrélation s'effectue comme suit :

$$r = \frac{\text{cov}(X, Y)}{\sigma(X) \times \sigma(Y)}$$
$$\sigma(.) = \sqrt{\text{var}(.)}$$

Plus le coefficient de corrélation est proche de 1, plus la droite de régression obtenue parvient à expliquer la relation entre le multiple du chiffre d'affaires et la marge et plus ce dernier progresse de façon linéaire avec la marge concernée.

Généralement on considère que ce coefficient est satisfaisant lorsqu'il est compris entre 0.8 et 1.

Parmi les deux régressions linéaires effectuées on choisira celle dont le coefficient de corrélation est le plus élevé.

Une fois l'équation de la droite de régression obtenue et le coefficient de corrélation calculé, il devient possible de déterminer le multiple du chiffre d'affaires de l'entreprise à évaluer à partir de sa marge, et de l'appliquer à son chiffre d'affaires pour déterminer sa valeur.

Enfin, il convient de préciser que l'utilisation de la régression linéaire pour la détermination des multiples de valorisation d'entreprises ne bénéficie pas de développement profond au niveau de la documentation dédiée à notre thème. Les ouvrages consultés se contentent de citer la possibilité de l'utilisation de cet outil. Le même constat sur l'usage de cette méthode nous a été permis lors de notre stage pratique au sein d'Africinvest, ainsi qu'à travers la consultation de notices d'introduction en Bourse d'Alger de certaines entreprises.

3.1.6. Avantages 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 comparables.

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 comparables, 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 méthode.

Dans ce qui suit, les méthodes d'évaluation d'entreprise basées sur l'approche prospective contrairement à l'approche patrimoniale qui se base sur les éléments bilanciaux.

L'approche prospective ou actuariel entend valoriser l'entreprise à partir de l'actualisation des flux future qu'elle génère, cette valeur est le reflet des anticipations des perspective future de l'entreprise.

Plusieurs méthodes d'évaluation ont été développées dans ce sens, elles fondent leur calcul soit sur des flux de revenu perçu par l'actionnaire (dividende) soit sur des flux de rentabilité.

Avant de développer en détail la mise en œuvre de ces méthodes, il convient de s'arrêter sur le taux d'actualisation utilisé.

3.2. Le cout moyen pondéré du capital :

3.2.1. Définition :

On appelle cout moyen pondéré du capital (CMPC) ou encore *Weighed Average Costof Capital (WACC)* le cout global supporté par l'entreprise pour avoir accès aux ressources financières, nécessaire à financé son activité, sous forme de capitaux propres ou de dettes.

« C'est le taux de rendement requis des apporteurs de capitaux aux sein d'une entreprise (actionnaires et bailleurs de fonds) »³⁹.

En effet, tous les apporteurs de capitaux, qu'ils soient créanciers ou actionnaires vont déterminer la rentabilité qu'ils exigent sur les fonds apportés à l'entreprise en fonction des risques perçus.

Le CMPC correspond donc aux taux de rentabilité minimum que doit dégager une entreprise afin de satisfaire l'exigence de rentabilité de ses actionnaires et créanciers. Le cout du capital est un cout d'opportunité qui traduit l'intérêt que les investisseurs ont à investir ou non leur argent dans une entreprise plutôt qu'ailleurs.

Les méthodes prospectives d'évaluation d'entreprise utilisent le cout moyen pondéré du capital come taux d'actualisation.

3.2.2. Le calcul du cout du capital :

Le cout du capital est obtenu par addition du cout des différents financements (capitaux propres et dettes) pondéré par leur poids dans la structure de financements de l'entreprise, il se calcule selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = K_{\text{cp}} \times \frac{V_{\text{cp}}}{V_{\text{cp}} + V_{\text{D}}} + K_{\text{D}}(1 - \text{IS}) \times \frac{V_{\text{D}}}{V_{\text{cp}} + V_{\text{D}}}$$

V_{cp} : valeur des capitaux propres.

V_{D} : valeur des dettes.

³⁹ www.mazars.fr consulté le 23-04-2017.

IS : impôt sur les bénéfices.

K_{cp} : cout des capitaux propres (taux de rentabilité exigé par les actionnaires).

K_D : cout de la dette (taux de rentabilité exigé par les prêteurs).

CMPC : cout moyen pondéré du capital.

Le calcul du CMPC nécessite l'évaluation respective d'une structure financière cible, du cout de la dette.

La structure financière cible :

Le calcul du cout moyen pondéré du capital nécessite de déterminer la structure financière cible de la société, qui dépend de la valeur économique de la dette et des capitaux propres.

Les pondérations utilisées sont évalués sur la base de prévisions liées à l'orientation de la politique de financement de l'entreprise.

En général elle est déterminée par référence à des sociétés cotées dont la structure financière est comparable.

Le cout des capitaux propres :

Le cout des capitaux propres correspond à la rentabilité requise par les actionnaires d'une entreprise, contenu du risque qu'ils prennent en investissant dans celle-ci. L'estimation de ce taux repose sur le MEDAF.

Le modèle d'évaluation des actifs financier (MEDAF) ou *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) est un modèle théorique qui permet de calculer la rentabilité espéré d'un actif financier sur un marché en équilibre. Selon ce modèle la rentabilité d'une action dépend de la rémunération de l'actif sans risque et d'une prime visant à indemniser la prise de risque.

Ce modèle permet d'estimer la rentabilité exigée par un actionnaire selon la formule suivante :

$$K_{CP} = R_f + (R_m - R_f) \times \beta_{cp}$$

Avec:

R_m: Risque de marché.

R_f : Taux sans risque.

β : Coefficient de sensibilité au risque.

Le taux sans risque R_f se réfère généralement au rendement des obligations d'Etat ou aux bons du trésor public du pays auquel appartient l'entreprise à évaluer avec une durée égale à l'horizon d'investissement.

La prime de risque ou prime de risque de marché ($R_f - R_m$) correspond à la différence de rentabilité d'un actif risqué et celle d'un actif sans risque.

Le coefficient β mesure dans le MEDAF la relation qui existe entre les variations de rentabilité de l'entreprise et celle du marché. « Le β des capitaux propres ou β endetté (en anglais *Levered beta*) mesure la sensibilité des rendement du titre aux fluctuations de l'indice de marché. Il s'agit d'une mesure globale du risque systémique par la prise en compte du risque opérationnel lié à l'exploitation et du risque financier lié à l'impact de la structure financière. »⁴⁰

L'estimation du béta repose sur une analyse historique des relations entre les fluctuations des cours d'une action et celle du marché, ces relations sont représenté graphiquement dans un nuage de points et ajusté d'une droite déterminé graphiquement ou statistiquement par la méthode des moindres carrés ordinaires, cette droite qui ajuste le mieux les points est la droite de régression de l'entreprise (M. Cherif, S. Dubreuille, 2005, p 7).

Dont l'expression est la suivante :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i$$

R_i : Rentabilité du titre.

R_m : Rentabilité du marché.

α_i : Représente le rendement espéré du titre lorsque la rentabilité du marché est nulle.

β_i : La mesure du coefficient béta.

ε_i : Est un terme d'erreur, l'écart type de ce terme d'erreur est une mesure du risque spécifique du titre.

Le coefficient béta peut aussi être calculé par le rapport de la covariance entre la rentabilité de l'action et la rentabilité du marché et la variance de la rentabilité du marché.

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{var(R_m)}$$

Pour les sociétés non cotées, il est possible de procéder par analogie pour calculer le béta en se basant sur un échantillon de sociétés cotées comparables, or ces sociétés n'ont pas nécessairement la même structure financière que celle de l'entreprise.

⁴⁰ www.mazars.fr consulté le 23-04-2017.

Pour neutraliser cet effet, les praticiens calculent un béta, dit, désendetté (*unlevered beta*) qui correspond au béta moyen des entreprises hors impact de leurs structures financières, il mesure le risque de l'activité économique par rapport au marché et se calcule de la manière suivante :

$$\beta_{AE} = \frac{\beta_{cp}}{1 + (1 - t_{IS}) \times \frac{V_D}{V_{cp}}}$$

Avec :

β_{AE} : Beta de l'actif économique (beta désendettés ou unlevered beta)

β_{cp} : Beta des capitaux propres (levred beta)

t_{IS} : Taux d'impôts

Une fois le béta moyen de l'actif économique calculé, il est possible de déduire le béta des capitaux propres de l'entreprise à évaluer selon la formule.

$$\beta_{cp} = \beta_{AE} \cdot [1 + (1 - t_{IS}) \times \frac{V_D}{V_{cp}}]$$

Le calcul du béta *unlevered* permet d'éviter les biais dans l'estimation d'un béta qui sera appliqué au calcul du coût des capitaux propres.

En effet une entreprise très endettée est plus sensible au risque systémique qu'une entreprise peu endettée.

Le coût de la dette :

Le coût de la dette d'une entreprise reflète la structure financière cible qu'elle cherche à atteindre. Si la structure financière actuelle d'une entreprise est proche de sa structure financière cible, le coût de la dette correspond au taux de l'endettement actuariel de l'ensemble des dettes qui génèrent le paiement d'un intérêt ou d'un coupon, dans le cas contraire le coût de la dette est déterminé à partir d'un échantillon de sociétés comparables à la structure financière cible de la société à évaluer (J.E, Palard, F., IMBERT.2013 p.310).

3.3. Les méthodes d'actualisation des dividendes (*Dividend Discount Model* : DDM) :

3.3.1. 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 ». ⁴¹

Dans ces méthodes la valeur de l'entreprise est calculée à partir des flux de dividendes versés aux actionnaires. Il est supposé que ces flux sont une mesure de l'enrichissement des détenteurs de capitaux.

Ces méthodes sont appropriés pour évaluer des sociétés qui versent des dividendes, elles s'appuient avant tout sur la politique de distribution adoptée par l'entreprise. Ainsi, toutes les entreprises qui ne versent pas de dividendes ou ne verseront pas dans un futur prévisible ne peuvent être évaluées par ces méthodes.

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.

3.3.2. La politique de dividende :

Avant d'aborder la mise en œuvre des modèles DDM, il convient de s'arrêter un instant sur la politique de dividende des entreprises.

« La politique de distribution ou politique de dividende désigne le choix de l'entreprise quand à la fraction des bénéfices à distribuer aux actionnaires sous forme de dividende. Il s'agit de retourner une partie du cash généré par l'entreprise aux actionnaires. » ⁴²

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

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

⁴¹ PALARD, J-E ., IMBERT, F.Op.cit., p. 268-269.

⁴² www.mazars.fr consulté le 01 mars 2017.

« 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. »⁴³

$$\text{Taux de distribution} = \frac{\text{dividende versés}}{\text{résultat net}}$$

Une politique de distribution est jugée faible lorsque ce taux n'excède pas 20%. Au-delà de 60% la politique de distribution est jugée forte (J-E.Palard, F. Imbert, 2013, p 244).

Si ce taux dépasse 100%, cela signifie que l'entreprise distribue plus que son bénéfice, elle puise dans ses réserves ; au contraire un taux de distribution proche de 0% indique que l'entreprise réinvestit l'ensemble de ses bénéfices.

Le calcul du montant des dividendes versés en année n s'effectue en multipliant le résultat net après impôt réalisé en cette année par le taux de distribution retenu.

3.3.3. Les modèles d'actualisation des dividendes :

La méthode d'actualisation des dividendes a 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.

a. Le modèle d'Irving Fisher :

Le modèle d'Irving Fisher ou modèle à croissance nulle, suppose conformément à son principe général que la valeur d'une entreprise est égale aux flux futurs de dividende qu'elle génère.

Soit :

$$v = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{\text{Div}_n}{(1 + t)^n}$$

v : La valeur actuelle.

t : Le taux d'actualisation.

Div_n : Le dividende versé pour l'année n.

⁴³PALARD, J.E., IMBERT, F. Op.cit., P 245.

Pour bâtir ce modèle, Irwing et Fisher supposent que le flux de dividendes est constant. **Div_n = Div pour tout n** ; Et il est égal soit au dernier dividende versé, soit à la moyenne des dividendes versés.

La formule précédente devient donc :

$$v = \text{Div} \sum_{n=1}^{\infty} \frac{1}{(1+t)^n}$$

On pose :

$$s = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{1}{(1+t)^n}$$

C'est la somme d'une suite géométrique de premier terme $\frac{1}{1+t}$ et de raison $\frac{1}{1+t}$

$$s = \left(\frac{1}{1+t} \right) \cdot \frac{\left(\frac{1}{1+t} \right)^n - 1}{\frac{1}{1+t} - 1}$$

Lorsque n tend vers l'infini on trouve :

$$\begin{aligned} s &= \left(\frac{1}{1+t} \right) \cdot \frac{-1}{\frac{-t}{1+t}} \\ &= \frac{1}{1+t} \cdot \frac{1+t}{t} \\ &= \frac{1}{t} \end{aligned}$$

En remplaçant s dans la formule initiale on trouve:

$$v = \frac{\text{Div}}{t}$$

« Cette hypothèse simplificatrice met l'actionnaire dans la position du détenteur d'une rente perpétuelle »⁴⁴

La valorisation d'une entreprise par la formule d'Irwing Fisher est en apparence très simple, mais le résultat obtenu est très sensible au taux de croissance des dividendes et au taux d'actualisation. En effet une légère variation de ces deux paramètres aura un impacte sur la valeur de l'entreprise.

« De plus, l'hypothèse de constance des dividendes n'est pas réaliste, elle a été vite dépassé grâce aux travaux de Gordon et Shapiro qui ont développés un nouveau modèle d'évaluation »⁴⁵

b. Modèle de Gordon Shapiro :

Ce modèle dit à taux de croissance constant appréhende la valeur du capital d'une société ou le prix d'une action de cette société en actualisant à l'infini les dividendes futurs anticipés aux taux de rendement attendu par les actionnaires.

Le model de Gordon Shapiro permet de déterminer sur la base d'un dividende représentatif de la capacité bénéficiaire de l'entreprise et en fonction du taux de rendement exigé par l'actionnaire, la valeur de l'action.

La formulation de base de cette méthode d'évaluation est :

$$v = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{DIV_n}{(1 + t)^n}$$

v : Valeuractualisée.

div_n: Les dividendes versés pour l'annéen.

t : Letauxderendementattenduparl'actionnaire.

L'application de cette définition de base nécessiterait de connaitre le dividende de chaque année jusqu'à l'infinie, ce qui rend la formulation de base inutilisable en pratique.

Gordon et Shapiro ont résolu ce problème en recourant à l'hypothèse simplificatrice d'un dividende croissant à un taux constant g.

$$DIV_{n+1} = DIV_n \times (1 + g)$$

En effet, si le dividende croit à un taux régulier g, la suite actualisée correspond à une progression géométrique pour laquelle il est possible de déterminer une valeur.

⁴⁴ DE LA CHAPELLE, PH. *La valeur dite fondamentale*. In : WALTER, C., BRIAN, E. *Critique de la valeur fondamentale*. Paris : Springer Edition, 2007, p.16.

⁴⁵ Document de travail Africinvest.

La suite des termes d'une progression géométrique sous certaines hypothèses converge à l'infinie vers une valeur finie.

La formule devient :

$$v = \frac{DIV}{1+t} + \frac{DIV(1+g)}{(1+t)^2} + \frac{DIV(1+g)^2}{(1+t)^3} + \dots$$
$$v = \frac{DIV}{1+t} \left(1 + \frac{(1+g)}{1+t} + \frac{(1+g)^2}{(1+t)^2} + \frac{(1+g)^3}{(1+t)^3} + \dots \right)$$

Il s'agit d'une suite géométrique de raison $\frac{1+g}{1+t}$

$$v = \frac{DIV}{1+t} \cdot \frac{\left(\frac{1+g}{1+t}\right)^n - 1}{\frac{1+g}{1+t} - 1}$$

Après calcul on trouve

$$v = \frac{DIV}{1+t} \cdot \frac{1}{\frac{t-g}{1+t}}$$
$$v = \frac{DIV}{1+t} \cdot \frac{1+t}{t-g}$$

Où DIV est le prochain dividende escompté

$$v = \frac{DIV}{(t-g)}$$

A condition que le taux de croissance du dividende estimé sur cette période perpétuelle demeure inférieur au taux d'actualisation choisie. Dans le cas contraire, la valeur de l'entreprise devient négative.

Bien que très connue cette formule est peu utilisée en pratique à cause des hypothèses simplificatrices introduites. L'hypothèse selon laquelle le taux de rentabilité exigé par les actionnaires doit être supérieur au taux de croissance de dividende limite le champ d'application de cette méthode aux entreprises vérifiant cette hypothèse.

De plus la croissance infinie des dividendes ne correspond pas à un environnement économique cyclique qui caractérise plusieurs secteurs (tourisme, électronique grand public, etc.).

Enfin, la principale limite de cette méthode porte sur l'hypothèse de constance du taux de croissance des dividendes. Ce taux dépend de l'environnement économique et des décisions des dirigeants.

« Pour répondre à ces critiques, d'autres travaux ont permis de modéliser la croissance des dividendes en décomposant l'avenir en plusieurs périodes (modèle de Molodovski⁴⁶) et d'introduire une variation du taux de croissance. Or, cet affinage n'est possible que sur un horizon de quelques années et non pas sur un nombre infini d'années. »⁴⁷

c. Le modèle de Bates :

Le modèle de Bates est une approche actuarielle de valorisation des sociétés. Il permet de valoriser une société en tenant compte de ses bénéfices futurs et de son taux de distribution des dividendes (*payout ratio*), et pas simplement du dividende comme dans les modèles précédents.

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

- Une ou plusieurs périodes successives au cours desquelles le taux de croissance des résultats et donc du dividende est constant.
- Une valeur terminale qui borne l'horizon d'actualisation sur une période finie et correspondant dans la pratique à la revente du titre sur le marché »⁴⁸

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 :

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

V: valeur actuelle

DIV_i: dividende pour l'année i

t: taux d'actualisation

v_t: valeur terminale

Ce modèle peut être détaillé à partir des hypothèses suivantes :

- Le dividende DIV et le bénéfice net engagé sont supposés croître à un taux constant g.
- Le taux de distribution (d) est constant.

Le modèle de Bates met en relation le PER⁴⁹ d'entrée $PER_0 = \frac{v_0}{B_{E0}}$

⁴⁶ Ce modèle considère que l'avenir peut être décomposé en trois périodes, une première période au cours de laquelle le taux de croissance du dividende g est constant, une deuxième période de quelques années au cours de laquelle le taux de croissance décroît d'une façon linéaire et une troisième période au cours de laquelle le dividende reste constant g=0.

⁴⁷ Document de travail Africinvest .

⁴⁸ PALARD, J.E., IMBERT, F. Op.cit., P.264-265.

Et le PER de sortie $PER_n = \frac{V_n}{BE_n}$ (BE étant le bénéfice net)

On peut alors écrire :

$$DIV_i = d \cdot BE_i$$

d: letauxdedistribution

$$DIV_{i+1} = DIV_i(1 + g) = d \cdot BE_i(1 + g) \dots \dots (1)$$

$$V_0 = PER_0 \cdot BE_0 \dots \dots (2)$$

$$V_n = PER_n \cdot BE_n \dots \dots (3)$$

En remplaçant (1), (2), et (3) dans la formule initiale, on trouve :

$$PER_0 \cdot BE_0 = \sum_{i=1}^n \frac{d \cdot BE_0 \cdot (1 + g)^i}{(1 + t)^i} + \frac{PER_n \cdot BE_0 \cdot (1 + g)^n}{(1 + t)^n}$$

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

Après simplification, on peut écrire :

$$PER_0 = d \cdot \frac{1 + g}{g - t} \cdot \left[\left(\frac{1 + g}{1 + t}\right)^n - 1 \right] + PER_n \cdot \left(\frac{1 + g}{1 + t}\right)^n$$

Cette formule peut s'écrire :

$$PER_n = PER_0 \cdot A - d \cdot B$$

Avec :

$$A = \left(\frac{1 + t}{1 + g}\right)^n$$

$$B = \left(\frac{1 + g}{g - t}\right) \times (1 - A)$$

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

Le modèle de Bâtes établi une relation entre :

- Le PER d'entrée (ou valeur actuelle de l'entreprise).

⁴⁹ Price earning ratio (défini au chapitre 3 méthode des multiples).

- Le PER de sortie (ou la valeur de fin de période).
- Le taux de croissance des dividendes.
- Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires.
- Le taux de distribution des dividendes.

Ainsi, la formule de Bates permet d'obtenir la valeur d'une de ces données en faisant des hypothèses sur toutes les autres données. L'utilisation la plus courante est la détermination du PER d'entrée et de sortie (F. Pierre 2002, p 203).

Le calcul de la valeur actuelle de l'entreprise - le PER actuel - suppose une connaissance préalable de la valeur du PER de sortie ce dernier peut être déterminé par le PER du secteur ou du marché. En effet, l'entreprise concernée appartient à un secteur ou à un échantillon de référence dont les caractéristiques (PER, *pay-out ratio*, le taux de croissance des bénéfices) sur « n » années et le taux de rentabilité exigé sont connus.

Cette méthode suppose que les prévisions de croissance et de *pay-out* de la société ne puissent se distinguer de celle du secteur. Ainsi, les prévisions du secteur et ceux de la société se confondent. Cette affirmation permet de considérer que le PER du secteur est égale au PER de la société à l'année « n ».

La valeur des fonds propres de l'entreprise s'obtient en multipliant la valeur du PER d'entrée par le résultat de l'année en cours.

Contrairement aux modèles précédents le modèle de Bates ne donne pas une valeur absolue, mais des valeurs liées à des hypothèses.

Cette méthode est couramment utilisée par les professionnels particulièrement lors de l'introduction en Bourse des sociétés.

3.4. La méthode d'actualisation des flux de trésorerie :

3.4.1. Présentation et principe :

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible également désignée sous le terme *discounted cash flows* (DCF)⁵⁰ 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.

La méthode DCF s'appuie sur le principe selon lequel la valeur d'une entreprise est égale à la somme de ses flux de trésoreries disponibles (FTD) « *Free cash flows* » futurs, actualisés à un taux reflétant l'exigence de rémunération des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise.

⁵⁰ Nous utiliserons cette abréviation dans ce qui suit.

Ce taux correspond au cout moyen pondéré du capital (CMPC).

$$V = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{FTD}{(1 + CMPC)^i}$$

Cette formule suppose de calculer les flux de trésoreries disponibles futurs pour chaque année jusqu'à l'infinie ce qui est inapplicable en pratique. Pour appliquer cette méthode on décompose l'horizon temporel en deux parties d'abord on procède à la prévision des flux de trésorerie que l'on actualise pendant un certain nombre d'années. Cette période est appelé horizon explicite et correspond à la durée du Business plan. Elle dépend de la visibilité de l'entreprise et varie selon le secteur. En pratique elle est le plus souvent comprise entre 5 et 7 ans (C-A.Duplat, 2007.). Au delà de cette période on estime une valeur terminale qui vient borner l'horizon.

3.4.2. Notion de flux de trésorerie :

La comptabilité de l'entreprise a pour objet d'enregistrer les flux économiques entre l'entreprise et son environnement. Ces flux portent sur l'échange de biens et de services d'une part, et sur des flux financiers (dettes, créances et mouvements monétaires) d'autre part. Ces derniers correspondent à des sommes qui entrent dans la trésorerie de l'entreprise (en caisse ou en banque). Ils sont constitués des liquidités générées par l'activité d'exploitation de l'entreprise, après financement des investissements et des besoins en fonds de roulement nécessaires pour poursuivre la croissance de l'activité.

Le flux de trésorerie disponible correspond à un résultat (positif ou négatif) de l'entreprise. La méthode des flux de trésorerie enregistre ce résultat année par année (C.A.Duplat, 2007, p. 143).

3.4.3. Le calcul des flux de trésorerie :

Les flux de trésorerie disponibles (*Free cash flows*) se calcule de la façon suivante⁵¹ :

Résultat d'exploitation

- impôt sur les sociétés

- Variation du besoin en fond de roulement

+ Dotation aux amortissements et provisions

- Investissements

= Flux de trésorerie disponible

Ce qui intéresse l'évaluateur, c'est la trésorerie engrangée par l'activité de l'entreprise, et non celle qui résulterait d'opérations financières (emprunt, crédit) ou d'opérations exceptionnelles

⁵¹ QUIRY, P., LE FUR, Y. *Op.cit.* , p 703.

(cession d'un matériel, etc.). C'est pourquoi le résultat financier et le résultat exceptionnel sont écartés de l'analyse.

Par ailleurs, il est déduit des résultats d'exploitation un impôt théorique que la société paierait sans tenir compte de ces deux autres types de résultats.

Certaines charges qui ne font pas l'objet d'un décaissement (amortissements, provisions) sont ajoutées afin d'annuler leur impact.

Les investissements à réaliser se traduisent par des décaissements, c'est pour cela qu'ils sont déduits du résultat.

Enfin, il convient de tenir compte de l'évolution du besoin en fonds de roulement. Il est ajouté au montant une baisse du besoin en fonds de roulement (qui se traduit par une augmentation des liquidités) ou retranché une hausse du besoin de fonds de roulement (diminution des liquidités).

3.4.4. La valeur de l'entreprise par la méthode DCF:

La valorisation d'une entreprise par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie s'effectue à travers les étapes suivantes :

- Disposer des prévisions contenues dans le business plan sur une période déterminée (durée du business plan).
- Calculer les flux de trésorerie disponibles pour chaque année de la période des prévisions.
- Calculer le taux d'actualisation.
- Actualiser les flux de trésorerie sur la période pour laquelle on dispose de prévisions.
- Estimer la valeur terminale ou résiduelle de l'entreprise.
- Valoriser l'entreprise : La valeur de l'entreprise est la somme de la valeur actuelle des flux de trésorerie disponible sur l'horizon explicite et de la valeur terminale (finale) retenue à la fin de cette période.

Formule d'évaluation d'une entreprise par la méthode DCF :

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

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

F_n : Flux de trésorerie prévu de l'année n .

t : taux d'actualisation

V_r : valeur calculée sur la période dépassant la période des prévisions (valeur terminale).

Pour obtenir la valeur des capitaux propres de l'entreprise, on déduit de la valeur des flux de trésorerie actualisés l'endettement financier net de l'entreprise, tels qu'il apparait dans le dernier bilan connu.

Valeurs des capitaux propres = Valeur de l'entreprise – Dettes financières nettes

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

Tableau 10 : Valorisation de l'entreprise par les DCF.

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

Source : Adapté de DUPLAT, C-A.Op.cit., p.141.

- Faire des tests de sensibilité.

a. Le calcul de la 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.

- **La méthode explicite :**

Cette méthode consiste à choisir un multiple de solde de gestion et l'appliquer au solde de l'entreprise pour l'année n.

$$\text{Valeur terminale} = \text{Solde} \times \text{multiple}$$

Généralement, il s'agit d'un multiple d'EBIT, EBITDA, ou de chiffre d'affaires.

Le calcul de ce multiple se fait à partir d'un échantillon de société comparable tel qu'expliquer dans la méthode analogique (Chapitre 3, Section1).

- **La formule de Gordon-Shapiro :**

Cette méthode est la plus couramment utilisée pour l'estimation de la valeur terminale puisque les tests de sensibilité sont plus simples à mettre en œuvre. Elle est basée sur l'approche qui consiste à actualiser au coût moyen pondéré du capital le flux de trésorerie

disponible de la dernière année de prévision en tenant compte d'un taux de croissance (g) à l'infini.

$$V_r = \frac{FCF_n(1 + g)}{(t - g)}$$

V_r : Valeur résiduelle

FCF_n : Flux de trésorerie disponible pour l'année n

t : CMPC

g : taux de croissance à l'infini

Le taux de croissance perpétuel (g) doit refléter la capacité moyenne de l'entreprise à dégager de la trésorerie tout en maintenant un certain niveau d'investissement. Généralement, on prend le taux de croissance de l'économie nationale dans laquelle se trouve l'entreprise, car il est estimé qu'à l'issue de la durée de son business plans – éventuellement prolongé de quelques années – l'entreprise sera arrivée à maturité et croîtra donc comme le reste de l'économie⁵².

▪ La méthode de McKinsey :

Dans le modèle développé par McKinsey pour l'évaluation des entreprises par la méthode DCF, il est préconisé de calculer la valeur terminale (aussi appelée valeur continue) par la formule suivante :

$$valeur\ continue^{53} = \frac{NOPLAT_{T+1} (1 - g/ROIC_I)}{WACC - g}$$

$NOPLAT_{T+1}$ ⁵⁴ : le niveau normalisé du résultat d'exploitation moins les impôts corrigés de la première année suivant la période de prévision explicite.

g : le taux de croissance perpétuel attendu pour le NOPLAT

$ROIC_I$ ⁵⁵ : le taux de rentabilité attendue sur tout nouvel investissement net.

$WACC$: le coût moyen pondéré du capital.

Cette formule est appelée formule des facteurs de création de valeur, car les éléments qu'elle intègre (croissance, rendement des capitaux investis et WACC) sont les facteurs principaux générant la valeur.

⁵² Les éléments cités ont été appuyés par un entretien semi-directif avec le professeur Pascal Quiry, réalisé en ligne le 27 février 2017.

⁵³ COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *La stratégie de la valeur L'évaluation d'entreprise en pratique*. Paris : Edition d'organisation, 2002.p.313.

⁵⁴ NOPLAT: Net Operating Profit less Adjusted Taxes.

⁵⁵ Return On Invested Capital.

b. Les tests de sensibilité :

La méthode DCF utilise de nombreux paramètres, chacun d'entre eux peut avoir un impact significatif sur la valorisation totale de l'entreprise. En effet, cette valeur est sensible au taux d'actualisation et à la valeur terminale. Le poids de cette dernière est d'autant plus important que l'horizon prévisionnel est court.

La valeur de l'entreprise est donc sensible, non seulement au taux d'actualisation, mais également, au taux de croissance à l'infinie g . Elle devra donc être analysée au regard de la sensibilité de ces paramètres.

Pour étudier l'impact d'une faible variation de ces paramètres il convient généralement de faire une matrice (ou tableau) de sensibilité qui se présente comme suit :

Tableau11: test de sensibilité

t \ g	t-1,5	t-1	t-0,5	T	t+0,5	t+1	t+1,5
g							
g-1,5							
g-1							
g-0,5							
G				V			
g+0,5							
g+1							
g+1,5							

Source : Document de travail Africinvest p. 56.

La possibilité de procéder à une analyse de sensibilité constitue l'un des atouts de cette méthode.

Exemple⁵⁶ : Valorisation d'une entreprise selon la méthode DCF.

Pour mieux adapter l'exemple à notre contexte, nous avons converti l'unité en dinar et multipliés les montants par 100.

L'entreprise G a élaboré son plan d'affaires de la manière suivante:

- La durée du business plan est de cinq années.
- Le chiffre d'affaires, qui est de 200.000.000 DA en 2007, et devrait progresser de 8 % par an.
- Le résultat d'exploitation correspond à 6 % du chiffre d'affaires.
- Le besoin en fonds de roulement correspond à 20 % du chiffre d'affaires.
- Pour l'année 2007, le besoin en fonds de roulement a atteint: 40.000.000 DA (soit $200.000.000 \times 20\%$).
- Les investissements devraient atteindre 7.000.000 DA chaque année.

⁵⁶ Adapter de : DUPLAT, C.A. Op-cit., p. 144 – 145.

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

- Les dotations aux amortissements s'élèveront à 3.500.000 DA chaque année.
- Les dotations aux provisions devraient être de 2.000.000 DA par an.
- Le taux d'actualisation retenu est de 10 %.
- Les dettes à la fin de l'exercice 2007 s'élèvent à 20.000.000 DA.

L'évaluation de l'entreprise G selon la méthode des flux de trésorerie DCF se présente comme suit:

1. Présentation de quelques éléments financiers du plan d'affaires de la société G.

Tableau 12 : Eléments financiers de la société G en dinars.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	200000000	216000000	233280000	251940000	272090000	293870000
Résultat d'exploitation	12000000	12960000	13990000	15110000	16320000	17630000
Besoin en fonds de roulement	40000000	43200000	46660000	50390000	54420000	58770000
Variation du besoin en fonds de roulement		3200000	3460000	3730000	4030000	4350000
Investissements		7000000	7000000	7000000	7000000	7000000
Dotation aux amortissements		3500000	3500000	3500000	3500000	3500000
Dettes	20000000					

Source : DUPLAT, C.A.Op.cit., p.144.

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

2. Présentation du tableau de flux de trésorerie

Tableau 13 : Tableau des flux de trésorerie prévisionnelle disponible actualisés de la société G en dinars.

	2008	2009	2010	2011	2012
Résultat d'exploitation	13000000	14000000	15100000	16300000	17600000
- impôt sur les sociétés	4500000	4900000	5300000	5700000	6200000
+ Dotation aux amortissements	3500000	3500000	3500000	3500000	3500000
+ Dotation aux provisions	2000000	2000000	2000000	2000000	2000000
- Investissements	7000000	7000000	7000000	7000000	7000000
- Augmentation du besoin en fonds de roulement	3200000	3500000	3700000	4000000	4400000
= Flux de trésorerie disponible	3800000	4100000	4600000	5100000	5500000
Coefficient d'actualisation	0,909090909	0,82644628	0,7513148	0,683013454	0,620921321
Flux de trésorerie actualisé	3500000	3400000	3500000	3500000	3400000
Total flux de trésorerie actualisé (A)	3500000+3400000+3500000+3500000+3400000 = 17300000				
Valeur résiduelle (B)	70125000				
Valeur économique de l'entreprise (A)+(B)	17300000+70125000 = 87425000				

Source : DUPLAT, C.A.Op.cit., p.144.

3. Calcul de la valeur résiduelle :

Pour calculer la valeur résiduelle on utilise la formule de Godron-Shapiro.

Le flux de trésorerie disponible de la dernière année de prévision est égale a 5.500.000 DA.

Le taux de croissance à l'infini est de 2%. Le taux choisi reflète les taux de croissance économiques enregistrés pendant la période d'évaluation dans plusieurs pays développés.

Le taux d'actualisation est de 10%.

Valeur résiduelle (B) = $5500000 \times (1+0.02) / (0.1-0.02) = 70125000$ DA

3.4.5. Intérêt et limites de la méthode DCF

La méthode d'évaluation d'entreprise par les *discounted cash flows* est probablement la plus universellement connues et la plus utilisée par les spécialistes de l'évaluation. Cette méthode est tournée vers l'avenir de l'entreprise et repose sur les prévisions disponibles dans le business plan.

Elle est notamment bien adaptée aux entreprises d'une certaine importance qui élaborent conformément à leurs objectifs stratégiques des prévisions financières. Elle est utilisée pour l'évaluation d'entreprises souvent déficitaires les premières années d'existence et peu utilisée pour l'évaluation des TPE et PME. Toutefois, cette méthode présente l'inconvénient de souvent dépendre de la valeur terminale.

3.4.6. La méthode DCF pour les fonds propres :

Dans cette approche les flux de liquidités considérés sont ceux revenant en totalité à l'actionnaire. Il s'agit des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire ou *free cash flows to equity*.

Ces flux sont calculés après financement des investissements et des besoins en fonds de roulement et également après paiement des frais financiers et variations de l'endettement net. Autrement dit, ils correspondent au *free cash flows* (tel que calculé dans la méthode DCF pour l'entreprise) majorés de la variation de l'endettement bancaire et financiers net, et majorés de la différence entre les produits et les frais financiers. A la différence de la méthode DCF précédemment citée, cette dernière, permet d'obtenir directement la valeur des capitaux propres de l'entreprise par l'actualisation des flux de trésoreries disponibles prévisionnelles pour l'actionnaire au coût des fonds propres.

$$V_{cp} = \sum_{i=1}^n \frac{FTDA}{(1+t)^i} + \frac{VT}{(1+t)^n}$$

Avec :

V_{cp} : valeur des capitaux propres.

t : coût des fonds propres.

$FTDA$: flux de trésoreries disponibles pour l'actionnaire.

VT : valeur terminale.

Les flux de trésoreries disponibles pour l'actionnaire se calculent de la manière suivante :

EBIT

- impôt normatif sur l'EBIT

= NOPLAT

+ Dotation aux amortissements et provisions

-frais financiers nets des produits financiers

+Emission de nouvelles dettes financières

-remboursement de dettes financières

-variation du BFR

-investissements nets des cessions d'immobilisation

=FCFE

Le FCFE est surtout utilisé dans le cadre d'opérations de LBO⁵⁷ où le recours à un fort endettement justifie l'analyse de ce qui reste pour l'actionnaire une fois les frais financiers payés et l'annuité de remboursement de la dette honorée, (guide pratique).

Cette méthode est difficile à mettre en œuvre si la structure financière (donc le coût des capitaux propres) varie au cours du temps, ce qui peut souvent avoir lieu. En revanche, elle est utilisée pour évaluer les banques dont la structure financière varie peu.

3.5. L'évaluation par l'EVA (*Economic Value Added*):

3.5.1. Présentation:

La méthode EVA ou méthode du profit économique, tel que développé par le cabinet McKinsey est une méthode de valorisation qui vise à évaluer une entreprise à partir de ses flux futurs d'EVA.

Elle s'appuie sur le principe selon lequel la valeur d'une entreprise est égale à la somme actualisée des flux futurs qu'elle génère, et cherche à lier la pensée stratégique et les décisions opérationnelles de l'entreprise.

3.5.2. Le profit économique (*The Economic Value Added*) :

Popularisé au milieu des années 1990 par le cabinet de conseil Stern et Stewart, l'Economic Value Added (EVA) ou valeur économique ajoutée est une mesure annuelle de la création de valeur de l'entreprise établie par comparaison du coût du capital investi à sa rentabilité soit :

$$\text{EVA} = \text{CI} \times (\text{ROCE} - \text{WACC})$$

⁵⁷ Le LBO ou Leveraged Buy-Out est une opération de rachat d'entreprise en finançant une part importante du prix d'acquisition par endettement .www .vernimmen.net ; consulté le 06 05 2017.

CI : Capitaux investi ou actif économique.

ROCE : Return on capital employed ou rentabilité des capitaux employés.

WACC : Cout du capital.

Les capitaux engagés se définissent comme la somme des actifs immobilisés et du besoin en fond de roulement, on parle aussi de capitaux engagés ou d'actif économique.

La rentabilité des capitaux engagés(CE) est égale au résultat d'exploitation divisé par les capitaux mis en œuvre pour dégager ce résultat.

$$\text{ROCE} = \text{RE} / \text{CE}$$

L'EVA correspond également au résultat d'exploitation après impôt diminué de la rémunération des capitaux investis.

$$\text{EVA}^{58} = \text{RE} \times (1 - t) - \text{CMPC} \times \text{CI}$$

Lorsque L'EVA est positive, l'entreprise dégage une rentabilité en excès par rapport au cout des fonds mis à sa disposition. Elle est créatrice de richesse pour les actionnaires. Par ailleurs, lorsque l'EVA est négative la performance de l'entreprise est insuffisante pour couvrir le cout de financement, elle est donc destructrice de valeur (M. CHERIF., S.DUBREUILLE 2005, p.78).

3.5.3. La valeur de l'entreprise :

La valeur de l'entreprise correspond à la somme des flux futurs d'EVA actualisé au cout moyen pondérée du capital et majoré du montant de l'actif économique initial.

Valeur de l'entreprise = capitaux investis + valeur actuelle des profits économiques futurs

Au-delà de l'horizon explicite une valeur terminale est calculée à partir d'hypothèse, Simplificatrice, Les EVA sont supposés constantes à l'infini.

$$\text{VR} = \frac{\text{EVA}_n}{\text{CMPC}}$$

VR : valeur résiduelle.

EVA_n : L'EVA de la dernière année de prévision.

Ou croissante à un taux(g) constant à l'infini.

$$\text{VR} = \frac{\text{EVA}_n(1 + g)}{\text{CMPC} - g}$$

⁵⁸ LAYANI, S. *L'essentiel des méthodes d'évaluation des sociétés et de leurs titres*. Paris : Lextenso éditions, 2015, p.58.

Ainsi la formule de valorisation d'une entreprise selon cette méthode est donnée comme suit :

$$V^{59} = CI_0 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VR}{(1 + CMPC)^n}$$

V = valeur de l'entreprise.

CI₀ = capitaux investi initial.

VR = valeur terminale.

La valeur de l'entreprise peut aussi être calculée comme suit :

$$V = \text{Actif économique} + MVA$$

La MVA (*Market Value Added*) mesure la création de valeur boursière, elle est égale à la somme des EVA attendu pour les années avenir actualisée au ^{cout} du capital.

$$MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1 + CMPC)^i}$$

Pour une société cotée la MVA peut se calculer comme suit :

$$MVA = \text{capitalisation boursière} + \text{valeur de la dette} - \text{actif économique}$$

La valeur des fonds propres est obtenue en déduisant de la valeur de l'entreprise l'endettement net.

$$V_{cp} = \text{Valeur de l'entreprise} - \text{Endettement net}$$

V_{cp} : Valeur des capitaux propres.

IL convient de préciser que l'utilisation de l'EVA dans la valorisation d'entreprise ne bénéficie pas de développement profond au niveau de la documentation lié à notre thème. La documentation consultée se contente de présenter l'EVA comme une mesure de la

⁵⁹ CHERIF, M., DUBREUILLE, S. *Création de valeur et capital-investissement*. Paris : Pearson Education, 2005, p. 73.

performance d'entreprises et évoque la possibilité de son utilisation dans l'évaluation d'entreprise.

Chapitre4

Etude de l'évaluation d'entreprises cotées à la Bourse d'Alger

Dans le présent chapitre nous tenterons de présenter la mise en application des méthodes d'évaluation lors de l'introduction à la Bourse des valeurs mobilières d'Alger de certaines entreprises nationales, à savoir, NCA-Rouiba (Jus et Boissons fruités), Alliances Assurances (Assurances), et BIOPHARM (médicament et santé).

La collecte des informations s'est effectuée à travers la consultation des Notices des entreprises citées, ainsi qu'auprès du fonds d'investissement AfricInvest.

4.1. L'application de l'approche patrimoniale :

Afin d'illustrer l'application de l'approche patrimoniale nous nous sommes basés sur le cas de l'entreprise NCA-Rouiba, car cette méthode ne figure pas dans certains travaux d'évaluation à l'instar de BIOPHARM. Par ailleurs, son application dans d'autres cas à l'instar d'Alliances Assurances ne donne pas suffisamment d'éléments à son illustration (non-utilisation du Goodwill).

Les informations présentées dans ce qui suit sont tirées de la Notice d'information présentée lors de l'introduction en Bourse de l'entreprise en 2013.

Compte tenu de la nature capitalistique du secteur d'activité de NCA-Rouiba (jus et boissons fruités), les experts ont jugés utile de faire une évaluation de l'entreprise sur une base patrimoniale. La méthode retenue est celle d'une valorisation patrimoniale avec Goodwill.

La valorisation des actifs s'est basée sur un rapport d'expertise indépendant établi en octobre 2009 complété par les investissements réalisés durant les années 2010-2011-2012.

La société a procédé à la réévaluation de ses actifs immobilisés tel que prévue par la loi de finance pour l'année 2007. Seuls les actifs fonciers ont été réévalués. Par prudence, le Conseil d'Administration de NCA-Rouiba a choisi d'appliquer une décote de 30% sur l'évaluation des experts, lors de la réévaluation des actifs.

Les immobilisations incorporelles ainsi que l'actif circulant n'ont pas fait l'objet de réévaluation.

Le tableau suivant résume le calcul de l'actif net réévalué :

Tableau 14: L'actif net réévalué (en milliers de dinars)

	VCN 12	Réévaluation	Plus /Moins value
Immobilisations incorporelles	21 615	21 615	
Immobilisations corporelles	2 348 246	2 741 154	
Terrains	398 571	580 750	182 179
Bâtiments	314 076	524 806	210 730
Autres immobilisations corporelles	1 550 378	1 550 378	-
Immobilisations en cours	85 220	85 220	-
Autres actifs non courants	22 591	22 591	-
Actifs circulant	1 523 370	1 523 370	-
TOTAL	3 915 822	4 308 730	392 908
Actif net corrigé2012			
Total actif	3 915 822		
Dettes	2 305 004		
Actif net comptable	1 610 818		
Réévaluations	392 908		
Actif net réévalue (DZD)	2 003 726		

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.15.

Deux méthodes ont été utilisées pour calculer le Goodwill et déterminer la valeur de l'entreprise, il s'agit de la méthode de la rente abrégée et la méthode des praticiens.

- Le calcul par la méthode de la rente abrégée :

Dans cette méthode le Goodwill est obtenu par actualisation au cout des fonds propres du superprofit sur une durée correspondant à la période de prévision.

Le superprofit se calcule comme la différence entre le résultat net récurant et la rémunération du capital correspondant au produit de l'ANR et du cout des fonds propres. La valeur de l'entreprise est calculée en additionnant le Goodwill (somme des superprofits actualisés sur la période de prévision) et l'actif net corrigé.

La valorisation par cette méthode est résumée dans le tableau suivant :

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

Tableau 15 : Le calcul par la méthode de la rente abrégée (en milliers de dinars)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat net récurrent	188 042	193 948	271 208	337 691	456 531	543 164	583 729
ANR	-	2 003 726					
Coût des fonds propres		18,1%					
Rémunération du capital		363 213	363 213	363 213	363 213	363 213	363 213
Superprofit	188 042	-169 265	-92 005	-25 522	93 318	179 951	220 516
Superprofit actualisé		-169 265	-77 886	-18 290	56 614	92 419	95 873

Goodwill (DZD)	148 729
Valeur Globale de l'entreprise	2 152 455

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.16.

Pour déterminer la variation de la valeur de l'entreprise en fonction de la variation du taux d'actualisation, un test de sensibilité a été effectué, il fait ressortir que la valeur de l'entreprise varie entre 2018260 milliers de DA et 2299266 milliers de DA pour un taux d'actualisation variant entre 17,1% et 20,1%.

Tableau 16 : Test de sensibilité pour l'approche patrimoniale (en milliers de dinars)

Taux d'actualisation	20,1%	19,1%	18,1%	17,1%	16,1%
Rente de goodwill	14 534	80 078	148 729	220 402	295 540
ANR au 31/12/2012	2 003 726	2 003 726	2 003 726	2 003 726	2 003 726
Valeur globale de l'entreprise	2 018 260	2 083 804	2 152 455	2 224 129	2 299 266

Source : Notice d'information NCA- Rouiba 2013. p.16.

- Le calcul par la méthode des praticiens :

Dans cette méthode la valeur de l'entreprise a été calculée par la moyenne entre la valeur de rendement et l'actif net corrigé. La valeur de rendement a été obtenue par l'actualisation au cout des fonds propres, du résultat net récurrent sur la période de prévisions.

L'application de cette méthode a conclue à une valeur de NCA-Rouiba égale à 5 521 997 milliers de dinars. La moyenne arithmétique des deux méthodes aboutit à une valeur des actions de NCA-Rouiba de 3,8 milliards de dinars.

Cette valeur peut varier entre 3,8 et 3,9 milliards de dinars selon le taux d'actualisation choisie pour le calcul du Goodwill.

A travers les informations présentées, nous remarquons que le calcul de la valeur de rendement a été effectué en actualisant le résultat net récurrent sur la période de prévision, alors que la méthode exposée au chapitre 2 et reprise de l'ouvrage « Guide pratique d'évaluation d'entreprise⁶⁰ »procède en divisant le dernier résultat courant avant impôt par le cout des fonds propres.

4.2. L'application de la méthode des multiples:

Pour illustrer l'évaluation par la méthode des multiples nous avons opté pour les cas BIOPHARM et Alliances Assurances, lors de leurs introductions respectives en bourse.

L'évaluation de l'entreprise BIOPHARM par la méthode des multiples s'est effectuée en procédant à une régression linéaire pour déterminer le multiple de valorisation appliqué. D'un autre coté, l'utilisation de cette méthode dans le cas d'Alliances Assurances ne montre pas d'utilisation de la régression linéaire dans la détermination du multiple de valorisation et utilise le multiple médian.

- Le cas de BIOPHARM :

La société a été évaluée sur la base de multiples de valorisation de sociétés du secteur pharmaceutique « comparable » cotées en bourse. Pour cela il a été tenu compte du multiple de la seule entreprise pharmaceutique cotée sur le marché à la Bourse d'Alger à savoir SAIDAL SPA, ainsi que des multiples des principales entreprises pharmaceutiques au niveau du marché mondial.

Pour déterminer le multiple à appliquer à BIOPHARM une régression linéaire a été opérée à partir des données obtenues de l'échantillon de comparaison et ce, en tenant compte des deux variables, chiffre d'affaire et EBITDA.

Nous remarquons que les critères de choix des sociétés constituant l'échantillon de comparaison ainsi que la mise en œuvre de la régression linéaire n'ont pas été expliqués dans la Notice d'information.

Les résultats de la valorisation par la méthode des multiples sont résumés dans le tableau suivant :

⁶⁰ Chapitre 3. p, 182.

Tableau 17: Evaluation par la méthode des multiples (en millions de dinars)

EBITDA	4 957
Valeur de l'entreprise	49 227
Dettes nettes	1 552
Valeur des fonds propres	47 675
Valeur de l'action	1 868

Source : Notice d'information BIOPHARM 2015. p.12.

Les données du tableau ci-dessus permettent de calculer le multiple de l'EBITDA comme suit : $\text{Multiple} = 49227 / 4957 = 9,93$.

Ce multiple devrait être obtenu par la régression linéaire réalisée sur l'échantillon de comparaison ce qui ne figure pas sur la Notice d'information de BIOPHARM.

Selon cette méthode la valeur des fonds propres de BIOPHARM SPA est de 47,7 milliards de dinars ce qui donne une valeur de l'action égale à 1868 dinars.

- Le cas d'Alliances Assurances:

Dans ce cas, la valeur de l'entreprise est déterminée par référence à des transactions ayant lieu dans le même secteur d'activité qu'Alliance Assurance.

Comme il n'existe pas de référentiel de transaction similaire sur le marché algérien, l'évaluation d'Alliance Assurance s'est référée à des transactions ayant lieu dans des pays de la région maghrébine et certains pays du bassin méditerranéen tel que la Turquie.

Le choix de cet échantillon s'est basé sur le niveau du chiffre d'affaire.

L'information obtenue par l'application de cette méthode conclue que des transactions similaires se négocient à 1,5 le montant de la prime nette, soit un multiple de la prime nette égale à 1,5.

En 2009 Alliance Assurance a réalisé une prime nette de 2790308 KDA, en appliquant le multiple obtenu à ce chiffre, on obtient une valeur de la société égale à 4185462 KDA.

Selon l'évaluation réalisée Le potentiel de pénétration de marché sur les cinq prochaines années – à partir de 2009 - peut justifier un multiple de 2 et donc une valeur de la société égale à 5924270 KDA, induisant à une valeur de l'action de 1481 DA.

Nous constatons que le montant de 5924270 KDA ne correspond pas à (2×2790308) et que le multiple utilisé est de 2.12 au lieu de 2 tel que mentionné sur la Notice.

Par ailleurs, les hypothèses ayant conduit à retenir un multiple de 2 au lieu de 1,5 tel que calculé au début ne sont pas clairement explicitées. Même si le marché national de l'assurance était en pleine croissance, particulièrement le segment automobile, la méthode des multiples tel que présentée au chapitre 3 n'établit pas de liens entre le potentiel de pénétration du marché et le calcul du multiple de valorisation.

D'autre comparaison sur la région MENA (Moyen Orient et Afrique du nord) donne un confort sur un multiple médian documenté de 1,7.

La valeur d'Alliance Assurance sur la base de ce multiple est de 5087178 KDA, pour une valeur de l'action de 1271 (après déduction de la dette nette).

4.3. L'application de la méthode d'actualisation des dividendes:

Afin d'illustrer l'application des méthodes d'actualisation des dividendes, nous avons opté pour le cas de NCA-Rouiba qui a procédé à une évaluation selon la méthode de Bates. L'utilisation de ces méthodes ne figure dans aucun des autres cas d'évaluation étudiés.

Cette méthode permet de valoriser une société en tenant compte de la croissance des bénéfices futures et de la part des bénéfices distribués.

Pour valoriser la société les paramètres suivants ont été utilisés :

- Un taux de distribution estimé à 33%.
- Une période de prévisions de 5 ans.
- Un taux de croissance des bénéfices correspondant à 24,7%.
- Un PER de sortie de 13, considéré comme adéquat compte tenu de l'horizon envisagé et de la nature de l'entreprise.

Le tableau suivant résume la valorisation de la société par la méthode de Bates :

Tableau 18: La valorisation par la méthode de Bates(en milliers de dinars)

PER de sortie	13,0
Cout des fonds propres	18,1%
Croissance des bénéfices (2012-2017)	24,7%
A	0,8
B	4,5
Taux de distribution des dividendes	33,0%
PER 2012	19,0
Valeur des fonds propres	3 564 396

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.17.

Les coefficients A et B sont fonction du taux de croissance choisie et du taux de rentabilité exigé (cout des fonds propres), ils sont calculés comme suit :

$$A = \left(\frac{1+0,181}{1+0,247} \right)^5 = 0,76 = 0,8$$

$$B = \left(\frac{1 + 0,247}{0,247 - 0,181} \right) \times (1 - 0,8) = 4,5$$

La valeur des fonds propres est obtenue en multipliant le PER 2012 par le résultat de cette année (193948 milliers de dinars).

Nous constatons que le montant de 3564396 milliers de dinars ne correspond pas à (19×193948) et qu'il correspond à la valeur obtenue pour un PER 2012 égale à 18.37. Par ailleurs, les valeurs des coefficients A et B telles que données au tableau ci-dessus (A= 0,8 et B= 4,5) donne un PER 2012 de 18,1 et non un PER 2012 = 19, ce dernier étant obtenue pour des coefficients A=0,76 et B=4,5.

La valeur des actions de NCA-Rouiba selon la méthode de Bates est estimée à 3,6 milliards de dinars.

Un test de sensibilité à été réalisé afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur des actions de la société. Ce test est basé sur la variation du PER de sortie et du cout des fonds propres tel qu'il est montré dans le tableau ci-dessous :

Tableau 19 : Test de sensibilité de la valorisation par la méthode de Bates (en milliers de dinars).

Test de sensibilité		Cout des fonds propres				
		17,1%	17,6%	18,1%	18,6%	19,1%
PE de sortie	11	3 199629	3 135 156	3 072281	3 010 958	2 951 141
	12	3 456372	3 386 488	3 318339	3 251 873	3 187 043
	13	3 713114	3 637 820	3 564396	3 492 789	3 422 945
	14	3 969856	3 889 152	3 810454	3 733 704	3 658 847
	15	4 226599	4 140 484	4 056511	3 974 620	3 894 749

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.17.

Ce test montre que la valeur des actions de NCA-Rouiba peut varier entre 3,0 milliards de dinars et 4,2 milliards de dinars.

Nous constatons que le choix du PER de sortie n'est pas explicité sur la Notice d'information.

4.4. L'application de la méthode Discounted Cash Flows (DCF):

Pour illustrer la mise en application de la méthode DCF nous avons opté pour le cas de NCA-Rouiba, l'utilisation de cette méthode dans d'autres cas d'évaluation se heurte à une insuffisance d'information pour son application (la méthode de calcul de la valeur terminale dans le cas de BIOPHARM et l'absence de tests de sensibilité pour Alliance Assurance).

La méthode consiste à actualiser au cout moyen pondéré du capital, les flux futurs de trésorerie. Pour déterminer le cout moyen pondéré du capital, les paramètres présentés dans le tableau suivant ont été utilisés.

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

Tableau 20 : Calcul du cout moyen pondéré du capital.

	2012	2013
Rf (taux sans risque)	3,0%	3,0%
Rm (risque du marché)	13,0%	13,0%
Prime de risque (Rm-Rf)	10,0%	10,0%
Beta	0,9	0,9
Leveraged Beta	1,41	1,61
Cout des capitaux propres (Ke)	17,1%	19,1%
Moyenne Ke	18,1%	
Cout de la dette	8,7%	5,7%
Cout de la dette net d'impôt	4,5%	4,5%
WACC	11,8%	11,7%
Moyenne WACC	11,8%	

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.12.

- Le taux sans risque a été calculé sur la base du taux estimé des bons de Trésor public sur cinq ans.

- La prime de risque est estimée à 10 points.

- Le coefficient Beta a été estimé à partir de la base de données spécialisé.

Pour la période 2011-2017, la valeur de l'entreprise selon cette méthode est estimée à partir des flux des exercices à venir, calculés sur la base de prévisions établies dans le business plan.

Le calcul de ces flux est résumé dans le tableau suivant :

Tableau 21: Calcul des flux de trésorerie (en milliers de dinars).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Résultat d'exploitation	367 859	361 211	454 218	565 256	705 995	800 416	837 336
Impôt théorique sur EBIT	80 929	79 466	99 928	124 356	155 319	176 091	184 214
Dotations aux amortissements et provisions	268 631	364 975	446 575	463 338	477 945	494 800	507 777
Variation du BFR	284 308	589 153	72 018	72 525	69 343	69 841	50 871
Cash flows d'exploitation	271 253	57 567	728 848	831 713	959 278	1 049 283	1 110 028
Investissements	618 381	585 144	1 105 531	400 000	225 000	85 000	60 000
Cash flows net	- 347 128	- 527 577	- 376 683	431 713	734 278	964 283	1 050 028

Source : Adapté de Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.13

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

Au-delà de la période de projection une valeur terminale a été calculée dans une perspective de continuité d'exploitation et sous l'hypothèse d'un taux de croissance à l'infini du flux de la dernière année de prévision égale à 2%.

Le tableau ci-dessous résume la valorisation selon la méthode DCF :

Tableau 22: Valorisation par la méthode DCF (en milliers de dinars).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Valeur résiduelle							6 829 291
Somme descash flow	-347 128	-527 577	-376 683	431 713	734 278	964 283	7 879 319
Taux d'actualisation	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Cash flows nets actualisés	- 347 128	- 527 577	- 337 062	345 670	526 092	618 215	4 520 198
Valeur Globale de l'entreprise	5 673 113						
Dette financière initiale	1 180 693						
Actif immobilisé	22 591						
Valeur des fonds propres (DZD)	4 515 011						

Source : Adapté de Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.13.

Pour obtenir la valeur des fonds propres, il a été déduit de la valeur globale de l'entreprise le montant de la dette financière initiale et rajouté l'actif immobilisé. Ce dernier représente des actifs financiers quasi liquides qui peuvent être assimilés à de la quasi trésorerie, ce qui justifie qu'il soit rajouté à la valeur globale.

La valeur des actions de NCA-Rouiba selon la méthode DCF est égale à 4,5 milliards de dinars. Un test de sensibilité a été effectué afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur de l'entreprise. Ce test est basé d'une part sur la variation du CMPC et de la variation du taux de croissance d'autre part.

Le tableau suivant présente les résultats du test de sensibilité.

Tableau 23: test de sensibilité de la valorisation par la méthode DCF (en milliers de dinars).

	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
1,0%	4 722 855	4 404 694	4 115 888	3 852 542	3 611 426
1,5%	4 963 251	4 617 774	4 305 719	4 022 446	3 764 137
2,0%	5 231 106	4 853 877	4 515 011	4 208 918	3 931 047
2,5%	5 531 409	5 116 949	4 746 918	4 414 506	4 114 233
3,0%	5 870 436	5 411 890	5 005 313	4 642 308	4 316 199

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.13.

Le test de sensibilité réalisé montre que la valeur des actions de NCA-Rouiba varie entre 3,6 milliards de dinars et 5,9 milliards de dinars.

L'examen de la Notice ne fournit pas le détail du calcul du cout du capital.

4.5 L'application de la méthode EVA :

Afin d'illustrer l'application de la méthode EVA nous avons opté pour le cas NCA- Rouiba car cette méthode ne figure dans aucun des autres cas d'évaluation étudié.

Les informations présentées sont tirés de la Notice d'information de NCA-Rouiba dans laquelle cette méthode est présentée sous le nom de méthode MVA (*Market Value Added*).

Dans cette méthode la valeur de l'entreprise correspond à l'actualisation au cout moyen pondéré du capital des flux d'EVA (*Economic Value Added*) auxquelles est ajouté la valeur de l'actif économique en début de période.

L'EVA a été calculée comme l'écart de rentabilité dégagé par l'actif économique (ROCE) par rapport au cout de financement de cet actif (WACC).

Le tableau ci-après montre le calcul de l'EVA :

Tableau 24: Economic Value Added (en milliersde dinars)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Actif économique	2440869	2952404	3752282	3838192	3738624	3490064	3189921
ROCE	10,65%	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%	11,8%
EVA	-26856	-81633	-86784	-10273	111208	214074	278153
EVA actualisé		-81633	-77655	-8225	79677	137245	159570

Source: Notice d'information NCA-Rouiba 2013.p.14.

Au-delà de l'horizon explicite une valeur résiduelle(terminale) a été calculée sur la base de l'EVA de la dernière année de prévision (EVA 2017) sous l'hypothèse d'un taux de croissance à l'infini (g) égale à 2% tel qu' il est résumé dans le tableau suivant :

Tableau 25 : Calcul de la valeur résiduelle (en milliers de dinars).

Taux de croissance à l'infini (g)	2%
EVA 2017 (1+g)/(WACC -g)	2908470,61
Valeur terminale actualisée	1668527,80

Source: Adapté de Notice d'information NCA-Rouiba, 2013.p.14.

La valeur des fonds propres est obtenue en déduisant de la valeur de l'entreprise l'endettement net.

La valeur de l'entreprise a été calculée comme la somme de l'actif économique pour l'année 2012 et de la MVA (*Market Value Added*), cette dernière correspond à la somme actualisée des flux futurs d'EVA.

La valorisation des fonds propres (capitalisation théorique) de NCA-Rouiba selon cette méthode est résumée dans le tableau suivant :

Tableau 26 : Valorisation par la MVA (en milliers de dinars).

Détermination du MVA:	
somme des EVA actualisés	290612,93
+ valeur terminale actualisée	1668527,80
= MVA	1959140,53
Détermination de la capitalisation théorique:	
= Actif économique 2012	2952403,94
+ MVA	1959140,53
- Dettes financières nettes 2012	1180693,15
+ Actif immobilisé hors exploitation	22591,12
Capitalisation théorique	3753442,45

Source: Adapté de Notice d'information NCA-Rouiba 2013.p.14.

L'actif immobilisé hors exploitation correspond à des actifs financiers qui sont assimilés à de la quasi-liquidité, ce qui justifie qu'il soit rajouté au montant de la dette financière.

La valorisation des actions de NCA-Rouiba par la méthode MVA est de 3,7 milliards de dinars.

Méthodes d'évaluation d'entreprises :
Le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse

Les tests de sensibilités réalisés portant sur la variation du taux de croissance à l'infini et du CMPC montre que cette valeur peut varier entre 3,6 et 4 milliards de dinars selon le CMPC et le taux de croissance à l'infini choisi.

Le résultat de ces tests est résumé dans le tableau ci-après :

Tableau 27 : Tests de sensibilité de la valorisation par la MVA (en milliers de dinars)

Test De Sensibilité		Cout Moyen Pondéré Du Capital				
	10,8%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	3614603	3598893	3583463	3568307	3553419
	1,5%	3695449	3679739	3664309	3649152	3634265
	2,0%	3784583	3768873	3753442	3738286	3723398
	2,5%	3883348	3867638	3852207	3837051	3822163
	3,0%	3993394	39776383	3962253	3947097	3932209

Source: Notice d'information NCA-Rouiba 2013.p.15.

La Notice d'information de NCA-Rouiba ne donne pas le détail du calcul de l'actif économique et de sa rentabilité.

Conclusion

L'ouverture économique initiée par l'Etat algérien depuis le début des années 1990 a introduit des pratiques et des institutions nouvelles adaptées à une dynamique économique visant à favoriser la création et la croissance des entreprises. Un processus d'adaptation de l'économie nationale aux exigences de la mondialisation a conduit à la mise en œuvre de plusieurs réformes dont il convient de citer la création d'un marché financier, l'établissement du nouveau Système comptable financier (SCF) en remplacement du Plan comptable national (PCN). De telles réformes ont ouvert la voie aux transactions sur les entreprises en permettant notamment la prise en considération de différents types d'information (quantitatives et d'autres plus qualitatives telles que la position sur le marché ou la qualité du management) et en créant les institutions favorisant ce type de transaction en permettant la transparence et la circulation appropriées de l'information.

Ainsi, l'évaluation des entreprises est devenue un domaine important et nécessaire à maîtriser. Dans notre mémoire, nous nous sommes penchés sur l'étude des méthodes de valorisation d'entreprises à travers le cas des entreprises algérienne cotées au niveau de la Bourse d'Alger. L'étude des informations présentées à l'occasion d'opérations d'introduction en Bourse nous permet d'exprimer un certains nombre de constats.

Tout d'abord, le travail d'évaluation requiert de la part de l'évaluateur, une démarche précise et une information exhaustive sur le contexte dans lequel il doit opérer.

D'autre part, il n'existe pas de méthode d'évaluation d'entreprise « optimale », il convient de choisir selon le cas posé celles qui correspondent le mieux aux caractéristiques de l'entreprise à évaluer, aux informations disponibles ainsi qu'aux objectifs de l'évaluation (transmission, partenariat, prise de participation, etc.).

Aussi, faut-il citer que le recours aux approches prospectives nécessite l'existence d'une vision permettant la projection dans le futur. Ainsi, la contribution offerte par le business plan constitue un apport indéniable à l'appréciation de la valeur de l'entreprise dans le cadre de telles approches. Par ailleurs, l'utilisation des approches patrimoniales (actifs net, Goodwill, etc.) requiert la disponibilité d'une information comptable fiable, pertinente et précise (des comptes certifiés), afin de protéger les intérêts des parties concernées en approchant la juste valeur de l'entité.

Le faible développement du marché financier au sein de notre économie limite l'utilisation de certaines méthodes d'évaluation. A ce titre, il convient de relever que le nombre extrêmement réduit de sociétés cotées à la Bourse d'Alger et de transaction d'entreprise réalisées ne permet pas de construire le référentiel de comparaison nécessaire à l'application de la méthode analogique et de la méthode de Bates. De plus, le recours aux comparaisons avec les sociétés cotées sur les marchés internationaux, ou aux transactions ayant eu lieu au niveau international voire régional, ne permettent pas l'appréciation de la juste valeur de l'entreprise.

Il en ressort que la méthode des Discounted Cash Flows (DCF) ainsi que les approches patrimoniales sont, à notre sens, les plus appropriées à l'évaluation des entreprises en Algérie.

En effet, l'étude des cas d'introduction en Bourse d'entreprises nationales nous a permis de constater que la méthode (DCF) présentait les informations les plus objectives en se basant sur des hypothèses concernant la continuité de l'activité de l'entité et la croissance des flux à l'infini, qui ne comprennent pas d'ambiguïtés liées aux choix d'un échantillon de comparaison. La perspective de l'étude du rôle de l'utilisation de cette méthode de valorisation dans des cas de marchés financiers – ou de transactions – naissant, nous paraît utile à envisager.

Par ailleurs, l'importance accordée aux actifs corporels (terrains, bâtiments, etc.) ainsi que l'influence du caractère rentier dans la culture des affaires en Algérie met en avant le rôle des approches patrimoniales.

D'un autre côté, nous constatons que les notices d'information ne tendent pas vers l'exhaustivité. Elles se contentent de présenter les informations requises par les institutions de gouvernance de la Bourse d'Alger. La crédibilité du travail d'évaluation semble reposer sur celle des parties ayant participé à son élaboration, ainsi que sur « l'image de marque », voir la notoriété de l'entreprise et de ses dirigeants (Alliances Assurances, Saidal, NCA Rouiba, etc.). Le manque de certaines précisions pourrait être l'une des causes du manque d'intérêt, voir de la frilosité des investisseurs envers les opérations d'introduction en Bourse, ainsi que de leur manque d'envergure. En effet, plusieurs investisseurs institutionnels (banques, sociétés d'assurances, etc.) devraient avoir la capacité d'apprécier la qualité du travail d'évaluation lors d'opération d'introduction en Bourse, et ainsi tirer profit des opportunités offertes. La barrière culturelle ne suffit pas à expliquer le manque d'engouement dont pâtie le marché financier en Algérie. Cette barrière est sensée être moins présente chez les investisseurs institutionnels et d'autres professionnels (expert comptables, consultants, etc.). Ainsi, en dépit des handicaps de l'économie nationale et des barrières culturelles, le manque de « professionnalisation » apparaît comme une autre cause du manque de dynamisme du marché financier algérien. Un tel constat sur l'impact de l'utilisation des méthodes d'évaluation d'entreprises devrait faire l'objet d'analyses plus approfondies.

Bibliographie

Ouvrages :

- CHAPALAIN, G. *Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise*. Paris : EMS édition, 2004.
- CHERIF, M., DUBREUILLE, S. *Création de valeur et capital-investissement*. Paris : Pearson Education, 2005.
- COILLE, J.C. *Applications et cas de gestion financière*. Paris : MAXIMA, 1999.
- COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *La stratégie de la valeur L'évaluation d'entreprise en pratique*. Paris : Edition d'organisation, 2002.
- DEGOS, J.G. *Evaluation des entreprises méthodes classiques*. (lieu inconnu), « éditeur inconnu », 2010.
- DUPLAT, C.A. *Evaluer votre entreprise*. Paris : Vuibert, 2007.
- DUPLAT, C.A. *reprendre ou céder une entreprise*. 2^{ème} édition. Paris : Vuibert, 2007.
- LA BRUSLERIE, H. *Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic*. 5^{ème} édition. Paris : DUNORD, 2014.
- LANTZ, J.S. *Valorisation stratégique et financières*. Paris : MAXIMA, 2004.
- LAYANI, S. *L'essentiel des méthodes d'évaluation des sociétés et de leurs titres*. Paris : Lextenso éditions, 2015.
- LE GROS, G. *L'évaluation des entreprises*. 2^{ème} édition. Paris : Dunod, 2011.
- PALARD, J.E., IMBERT, F. *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*. Paris : Eyrolles, 2013.
- PIERRE, F. *Valorisation d'entreprise et théorie financière*. Paris : Editions d'organisation, 2003.
- QUIRY, P., Le FUR, Y. *Pierre Vernimmen finance d'entreprise*. 14^{ème} édition. Paris: Dalloz, 2016.
- TOURNIER, J.C., TOURNIER, J.B. *Evaluation d'entreprise que vaut une entreprise ?* 4^{em} édition. Paris : Eyrolles, 2007.
- WALTER, C., BRIAN, E. *Critique de la valeur fondamentale*. Paris : Springer Edition, 2007.

Articles :

- Bancel, Franck et al. « De la difficulté de mesurer le cout du capital », *Revue française de gestion*, 2014/5N 242, p.103-118.
- Meunier, F. « DCF, EVA, opportunités d'investissement : une clarification », www.vernimmen.net 19 juin 2015. téléchargé le 16/06/2017.

Autres :

- Document de travail Africinvest.
- Ministère des finances, Algérie. *Arrêté du 26 juillet 2008 fixant les règles d'évaluation et de comptabilisation, le contenu et la présentation des états financé ainsi que la nomenclature et les règles de fonctionnement des comptes.* Journal officiel, n 19, 25/03/2009.
- Notice d'informations Alliance Assurance, 2010.
- Notice d'information BIOPHARM, 2015.
- Notice d'information NCA-Rouiba, 2013.

Webographie :

- www.analyse-sectorielle.fr
- www.businessmodelfab.com
- www.cosob.org
- www.droit-finances.com
- www.edubourse.com
- www.insee.fr
- www.mazars.fr
- www.sgbv.dz
- www.valorisation-entreprise.com
- www.vernimmen.net
- www.lesechos.fr