

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE  
Université MOULOU MAMMERI de Tizi-Ouzou

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES

COMMERCIALES ET SCIENCES ET DES SCIENCES DE GESTION

Département des sciences financières et comptabilité



## *Mémoire de fin d'études*

*En vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences financières et  
comptabilité*

*Option : Finance d'entreprise*

*Thème*

*Evaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en  
Bourse CAS : DE NCA-ROUIBA*

Réalisé par :

*FERHI Lydia*

*HAMADACHE Ouerdia*

Encadré par :

**Mme. MOUSSI Nassima**

**MEMBRES DU JURY :**

**PRESIDENTE DU JURY :** *Mme MOUMOU Ouerdia*

**EXAMINATEUR :** *Mme FELLAG Dalila*

**RAPPORTEUR :** *Mme MOUSSI Nassima*

**PROMOTION : 2017 / 2018.**

# Remerciement

*«Tout d'abord on remercie le Bon Dieu pour sa Bienveillance»*

Nous remercions notre encadreur Mme MOUSSI Nassima pour ses efforts fournis afin de nous aider, nous orienter et nous conseiller et aussi pour son entière disponibilité. Ses qualités personnelles et professionnelles resteront pour nous une immense source d'enrichissement. Qu'elle puisse trouver ici le témoignage de notre reconnaissance.

Nous tenons à remercier Mr DJEBBI, le Directeur financier de l'entreprise NCA-Rouïba, qui n'a pas économisé temps, conseils et orientations ainsi que pour son chaleureux accueil. Nous tenons aussi à exprimer notre reconnaissance envers tout le personnel de l'entreprise NCA-Rouïba.

Nous tenons aussi à remercier les membres du jury pour avoir accepté d'examiner ce travail.

# Dédicaces

## *A mes parents*

### *A ma chère mère :*

*Tu es pour moi la meilleure des mamans. Une mère en or dont le cœur est fait de lumière inondée d'une tendresse infinie.*

*Tu as toujours sue me guider, me conseiller, m'encourager et m'écouter. Tu t'es sans relâche sacrifié pour nos études, ton bonheur a toujours été dans le nôtre, tu as sans cesse fait passer nos désirs avant tes besoins, tu as veillé chaque jours à nous offrir le meilleur et tu le fais encore j'espère que nous saurons te faire honneur, que nous pourrons te rendre fière. Comment ne pas t'aimer toi qui m'a tout donné. Maman, je t'aime tellement.*

### *A mon cher père :*

*Je n'ai jamais pu te dire à quel point je t'admire, tu es un papa extraordinaire. Tu m'a tant donné et tant appris, tu n'as jamais refusé un sacrifice pour assouvir tous mes caprices. Ton affection a rendu mon enfance plus douce que la soie.*

*Tu t'es sans cesse sacrifié pour nous offrir une vie meilleure, à tes yeux nous représentant le monde, notre réussite et la permanence de notre sourire sont tes projets au quotidien. J'espère que nous te décevrons jamais et qu'au contraire nous saurons toujours te rendre fier. Je t'aime papa.*

*Veillez trouver, dans ce modeste travail, le fruit de vos sacrifices ainsi que l'expression de ma vive reconnaissance. Que dieux vous protège et vous garde.*

## *A mes frères*

**AMARA :** *L'ainé, t'as été le meilleurs d'entre nous, le plus fort, le plus intelligent, notre ange gardien, et là ou tu es, a la capitale du monde, aux états unis, tu continues à veiller sur notre petite famille, tu es l'exemple à suivre. Je tiens à te remercier pour ton grand soutien et ta présence. Je te souhaite un succès sans fin.*

**BRAHIM :** *Un exemple de persévérance et de courage, mon soutien moral. Tu m'as toujours soutenu dans les moments difficiles, tu as toujours été si gentil et si marrant et tu l'as encore. Je te souhaite un avenir plein de joie, de bonheur et de réussite.*

*Je dédie ce travail à ce qui nous unis, ce qui nous réunit et ce qui j'espère ne va jamais nous séparer. Je vous aime très fort.*

*A toutes mes tantes (Samia, Nadia) et leurs familles, à ma cousine Saliha et sa famille, à mon oncle Samir et sa femme. , à ma tante Saliha, a setti GHnima et Nna Ouerdia.*

*A tous mes ami(e)s ; à ma binôme Lydia et à toutes mes connaissances de près ou de loin.*

**Ouerdia**



# Dédicace

*Je dédie ce mémoire :*

*A mes chers parents, pour leurs sacrifices, leurs amour, leur conseils et leurs soutiens tout au long de ce travail, puisse Dieu faire en sorte que ce travail porte leur fruit ;*

*A mes chères sœurs, zahia, Karima, Zazi et Nassima ;*

*A mes mes chères frères, Samir et Mohammed Amokrane ;*

*A ma nièce adorable Nélia, mes neveux Eliane et Akşel ;*

*A ma binôme Ouerdia*

*A toutes mes amies en particulier Fahima , Dihia et Lisa et tous ce qui m'ont soutenu pour accomplir ce modeste travail.*

**LYDIA**

## Sommaire

|  |            |
|--|------------|
| <b>Liste des abréviations.....</b>   | <b>6</b>   |
| <b>Introduction générale .....</b>   | <b>9</b>   |
| <b>Chapitre 1 : Les fondements théoriques de l`introduction en bourse .....</b>                  | <b>12</b>  |
| <b>Introduction au chapitre 1 .....</b>  | <b>13</b>  |
| <b>Section1 : L`apport de la théorie de la firme au recours à la bourse.....</b>                 | <b>13</b>  |
| <b>Section 2 : Le rôle et le fonctionnement du marché financier .....</b>                        | <b>18</b>  |
| <b>Section3 : L`importance du recours à la bourse.....</b>                                       | <b>25</b>  |
| <b>Conclusion au chapitre 2.....</b>   | <b>31</b>  |
| <br>   |            |
| <b>Chapitre 2 : Processus de l`évaluation d`une entreprise pour s`introduire en bourse .....</b> | <b>32</b>  |
| <b>Introduction au chapitre 2 .....</b>  | <b>33</b>  |
| <b>Section1 : Préparation de l`évaluation d`une entreprise.....</b>                              | <b>34</b>  |
| <b>Section 2 : L`évaluation par l`approche patrimoniale .....</b>                                | <b>39</b>  |
| <b>Section 3 : L`évaluation par les méthodes prospectives .....</b>                              | <b>46</b>  |
| <b>Conclusion au chapitre 2 .....</b>  | <b>55</b>  |
| <br>   |            |
| <b>Chapitre 3 : Evaluation de la société « NCA-Rouïba » .....</b>                                | <b>56</b>  |
| <b>Introduction.....</b>   | <b>57</b>  |
| <b>Section 1 : Présentation de l`entreprise « NCA-Rouïba ».....</b>                              | <b>57</b>  |
| <b>Section 2 : Le diagnostic financier de l`entreprise «NCA-Rouïba».....</b>                     | <b>63</b>  |
| <b>Section 3 : Valorisation de l`entreprise« NCA-Rouïba».....</b>                                | <b>71</b>  |
| <b>Conclusion .....</b>  | <b>85</b>  |
| <br>   |            |
| <b>Conclusion générale .....</b>   | <b>87</b>  |
| <br>   |            |
| <b>Bibliographie .....</b>   | <b>89</b>  |
| <b>Liste des tableaux.....</b>   | <b>91</b>  |
| <b>Liste des schémas .....</b>   | <b>92</b>  |
| <b>Liste des graphes .....</b>   | <b>93</b>  |
| <b>Liste des annexes .....</b>   | <b>95</b>  |
| <b>Table des matières.....</b>   | <b>113</b> |

## *Liste des abréviations*

| Abréviaton | Désignation  |
|------------|--|
| ANC        | Actif Net Comptable  |
| ANCC       | Actif Net Comptable Corrigé  |
| ANR        | Actif Net Réévalué   |
| BFR        | Besoin en Fond de Roulement  |
| CA         | Chiffres d` Affaires   |
| CAF        | Capacité d` Autofinancement  |
| CE         | Capitaux Engagés   |
| CF         | Cash-Flow  |
| CI         | Capitaux Investis  |
| CMPC       | Coût Moyen Pondéré du Capital  |
| EBIT       | Earnings Before Interest and Taxes                                     |
| COSOB      | Commission d` Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse |
| CP         | Capitaux Propres   |
| DA         | Dinars Algérien  |
| DAA        | Dotation Aux Amortissements  |
| DCF        | Discounted Cash Flow   |
| DCT        | Dettes à Court Terme   |
| DLMT       | Dettes à Long et Moyen Terme   |
| DIV        | Dividendes   |
| EBE        | Excédent Brut d`Exploitation   |
| EVA        | Economic Value Added   |
| FCF        | Free Cash Flux   |
| FP         | Fonds Propres  |
| FRN        | Fonds de Roulement Net   |
| GW         | Good Will  |
| IBS        | Impôt sur le Bénéfice des Sociétés                                     |
| JNSD       | Juice, Nectars, Still Drinks   |
| KCP        | Coût des Capitaux Propres  |
| MDA        | Milliers de Dinars Algériens   |
| MEDAF      | Model d`Evaluation Des Actifs Financiers                               |
| MVA        | Market Value Added   |
| NCA        | Nouvelle Conserverie Algérienne  |
| NOPAT      | Net Operating Profit After Tax   |
| OAT        | Obligations Assimilables de Trésor                                     |
| OC         | Obligations Convertibles   |
| OEA        | Obligations Echangeables en Actions                                    |
| OPV        | Offre Publique de Vente  |
| OPCVM      | Organisme de Placement Collectif en Valeur Mobilière                   |
| ORA        | Obligations Remboursables en Actions                                   |
| PER        | Price Earnings Ratio   |

|             |  |
|-------------|--|
| <b>RCAI</b> | <b>R</b> ésultat <b>C</b> ourant <b>A</b> vant <b>I</b> mpôt           |
| <b>ROCE</b> | <b>R</b> eturn <b>O</b> n <b>C</b> apital <b>E</b> mloyed              |
| <b>SARL</b> | <b>S</b> ociété à <b>R</b> esponsabilité <b>L</b> imitée.              |
| <b>SIG</b>  | <b>S</b> olde <b>I</b> ntermédiaire de <b>G</b> estion                 |
| <b>SP</b>   | <b>S</b> uperprofit  |
| <b>SPA</b>  | <b>S</b> ociété <b>P</b> ar <b>A</b> ction                             |
| <b>TCR</b>  | <b>T</b> ableau des <b>C</b> omptes de <b>R</b> ésultat                |
| <b>VA</b>   | <b>V</b> aleur <b>A</b> jsoutée  |
| <b>VD</b>   | <b>V</b> aleur <b>D</b> isponible                                      |
| <b>VE</b>   | <b>V</b> aleur d' <b>E</b> xploitation                                 |
| <b>VI</b>   | <b>V</b> aleur <b>I</b> mmobilisées                                    |
| <b>VMC</b>  | <b>V</b> aleur <b>M</b> athématique <b>C</b> omptable                  |
| <b>VMCC</b> | <b>V</b> aleur <b>M</b> athématique <b>C</b> omptable <b>C</b> orrigée |
| <b>VR</b>   | <b>V</b> aleur <b>R</b> éalisables                                     |

Le financement de la croissance de l'entreprise peut se faire de différentes manières à l'égard des moyens utilisés : par leur origine, par leur durée ou par leur type de rémunération. S'il est abordé du point de vue de l'origine des fonds, nous parlerons des capitaux d'origine interne (*autofinancement*) et des capitaux d'origine externe (*ressource externe*).

Face aux besoins de financement sans cesse croissants de l'entreprise. Cette dernière ne peut répondre à ses besoins par ses ressources internes. A ce titre, le recours au financement externe devient une solution qui peut offrir une gamme étendue de possibilités de financement.

Concernant les ressources externes, les entreprises algériennes ont tendance à recourir au crédit bancaire qui apparaît souvent comme un moyen évident. Cependant, il faut reconnaître que ce mode de financement présente des contraintes pour l'entreprise, qu'elle rend tributaire des aléas de la distribution du crédit (*montant, coût, délais, ...etc.*) et de la politique arrêtée par son banquier (choix des risques, garanties, ... etc.), Sans oublier le plafonnement des endettements.

C'est pourquoi, face aux difficultés rencontrées par l'entreprise, il apparaît nécessaire d'observer les autres alternatives pouvant être offertes aux dirigeants d'entreprise comme le financement de marché.

L'introduction d'une entreprise en bourse est un mécanisme qui contribue significativement à la croissance du marché financier. Malgré un faible 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. L'introduction en bourse d'une entreprise telle qu'elle soit nécessite une évaluation par plusieurs méthodes.

### ▪ **Problématique de recherche**

L'évaluation de l'entreprise en vue de son introduction en bourse est un métier qui prend aujourd'hui une place préoccupante aux yeux des investisseurs et des décideurs. Le présent mémoire traite en effet de ce métier et essaye d'expliquer les méthodes d'évaluation qui existent en théorie et de les appliquer dans le cas d'une entreprise industrielle. Il s'agit d'un cas réel susceptible de répondre à la question principale que l'on se pose tout au long de ce mémoire :

- **Les méthodes d'évaluations convergent-elles vers le même prix ? Ou bien faut-il déterminer une fourchette qui soit commune à toutes les méthodes ?**

En effet, nous allons être amenés à se poser plusieurs autres questions relatives aux aspects techniques des méthodes d'évaluation de l'entreprise, entre autre :

▪

- Quelles sont les différentes méthodes d'évaluation ?
- Faut-il appliquer toutes les méthodes d'évaluation ou bien choisir celles qui répondent aux spécificités de l'entreprise ?

De ces questions, nous pouvons formuler les hypothèses suivantes :

- **Hypothèse 1 :** Toutes les méthodes d'évaluation de l'action convergent vers le même prix ;
  - **Hypothèse 2 :** Même si l'entreprise recourt à plusieurs méthodes d'évaluation, elle ne tient pas compte de toutes les méthodes.
- **Objectif du travail**

L'objectif de ce présent mémoire est de présenter l'ensemble des techniques et de méthodes d'évaluation et de les appliquer à l'une des plus grandes entreprises privées algériennes « *NCA-Rouïba* ». Etant déjà introduite en bourse, NCA-Rouïba fera l'objet d'une évaluation en essayant de procéder à la valorisation de cette société afin de proposer le meilleur prix par action à ses futurs actionnaires.

▪ **Choix et intérêt du sujet**

Nous avons choisis ce thème de l'évaluation d'entreprise car cette dernière est une opération d'une grande sensibilité, elle mobilise diverses compétences (comptables, financières, managériales, économiques et techniques). Au fil des années, ces méthodes se sont développées en intégrant des techniques comptables et outils mathématiques. Ceci a motivé notre intérêt envers ce thème ainsi que son caractère pluridisciplinaire qui a attiré toute notre attention.

▪ **Méthodologie du travail**

Pour la réalisation de notre travail, il est nécessaire de procéder à la consultation de la revue de littérature et de réunir tous les éléments qui permettent une bonne compréhension du sujet de recherche. Nous allons également effectuer une enquête sur le terrain afin de collecter les informations nécessaires à l'élaboration du travail d'évaluation, puis les analyser et interpréter les résultats obtenus, qui constituent la dernière étape de notre travail.

▪ **Structuration du travail**

Notre travail s'articule autour de trois chapitres :

Dans le premier chapitre intitulé, les fondements théoriques de l'introduction en bourse, nous allons présenter les théories modernes de la firme pour pouvoir ensuite présenter d'une façon générale le marché financier et la bourse. Dans le deuxième chapitre, nous allons tenter de présenter les différentes méthodes d'évaluation d'entreprise. Enfin, nous allons illustrer dans le troisième chapitre chaque méthode d'évaluation, à travers le cas d'une

introduction en bourse d'entreprise privée NCA-Rouïba, ayant lieu ces six dernières années. Mais avant de commencer l'évaluation par les différentes méthodes, la réalisation du diagnostic de l'entreprise s'avère comme une étape indispensable dans l'évaluation de l'entreprise.

### **Introduction**

Dans ce présent chapitre, avant d'entamer l'étude de fonctionnement du marché et l'importance du recours à la bourse il y a lieu de présenter certains fondements théoriques de la gouvernance de l'entreprise, selon lesquels le recours à la bourse constitue un des mécanismes de contrôle par le marché. Ainsi, le chapitre est scindé en trois sections.

### **Section 1 : L'apport de la théorie de la firme au recours à la bourse**

Plusieurs théories ont expliqué l'importance du recours à la bourse. Le point de départ de ces théories est la refonte de la conception de la firme qui n'est plus conçue comme une unité homogène mais comme une entité regroupant plusieurs membres (*agents*) ayant des objectifs divergents, voir conflictuels. Ainsi, est née la notion de la bonne « *gouvernance* » selon laquelle, il existe des mécanismes internes et externes pouvant réduire tout conflit entre les agents.

L'objectif de la présente section est d'expliquer l'apport des théories de la firme au financement par voie boursière. Autrement dit, à travers cette section il y a lieu de comprendre la nécessité du recours au financement boursier selon chaque théorie.

#### **1-La gouvernance de l'entreprise et le contrôle par le marché financier**

Depuis quelques années, la notion de gouvernance d'entreprise d'origine anglo-saxonne « *corporate governance* », s'inscrit comme une nouvelle pratique de la gestion d'entreprise.

Ce thème est apparu dans l'analyse de Berl et Means (1932) sur les conséquences de la séparation des fonctions de propriétés et de décisions qui caractérisent les grandes sociétés par actions. Dans une firme conçue comme une unité homogène, l'entrepreneur est à la fois actionnaire et dirigeant, mais après la séparation des fonctions de gestion et de contrôle au sein de l'entreprise, la nouvelle conception de la firme explique que cette dernière est considérée comme une unité regroupant plusieurs agents ayant des objectifs divergents voir conflictuels.

L'intérêt de la gouvernance est de trouver un terrain d'entente pour faire converger les intérêts des parties prenantes de l'entreprise, à travers ses mécanismes qui constituent un moyen de protéger les intérêts de toutes les parties prenantes de l'entreprise.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> BELADEL A, « *Stratégie financière et création de la valeur au sein d'une entreprise algérienne cotée en bourse cas de NCA-Rouïba* », Mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016, p15-16.

### 1.1-L'apport de la théorie de l'agence

Jensen et Meckling fondent leur approche de la finance sur une vision originale de la firme, où cette dernière est considérée comme un ensemble de contrats établis entre les individus aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère (*asymétrie informationnelle*). Ainsi, les dirigeants, tout en étant les agents des actionnaires ont des objectifs divergents de ceux de ces derniers.

Dans ce cadre, d'une part, la politique d'endettement et de dividendes deviennent des moyens de résoudre les conflits qui existent entre dirigeants, actionnaires et créanciers ; et d'autre part, le recours au marché financier constitue un moyen de réduire ces conflits.

En cas d'introduction en bourse, les investisseurs, contrairement aux dirigeants, ne connaissent pas précisément les caractéristiques de l'entreprise. Différents coûts, dénommés coûts d'agence, sont associés aux conflits qui naissent des relations entre actionnaires, dirigeants et créanciers.<sup>1</sup>

Selon Jensen et Meckling(1976) et Jensen(1986), les coûts d'agence se composent en deux :<sup>2</sup>

- Les coûts d'agence des fonds propres entre dirigeants et actionnaires, sont engendrés par le contrôle qui doit être effectué par les actionnaires sur les dirigeants afin que ces derniers diminuent leurs comportement opportuniste ;
- Les coûts d'agence liés aux dettes financières entre actionnaires et créanciers, ces coûts sont générés par le contrôle que les créanciers doivent exercer pour discipliner les actionnaires et les dirigeants.

Cependant, la politique d'endettement et des dividendes, les prises de contrôle et les financements hybrides apparaissent comme outils permettant de discipliner les dirigeants ou de résoudre les problèmes posés par l'asymétrie informationnelle.

### 1.2-Les mécanismes de bonne gouvernance

Il convient de distinguer les mécanismes internes des mécanismes externes du gouvernement de l'entreprise :

#### 1.2.1-Les mécanismes internes

Ces mécanismes sont des moyens internes à l'entreprise dont disposent les actionnaires pour inciter les dirigeants à maximiser la richesse de l'entreprise. Ces différents moyens comprennent : le conseil d'administration et la rémunération des dirigeants.

---

<sup>1</sup> ALBOUY M, «*Théorie, application et limites de la mesure de la création de valeur*», revue française de gestion 160/2006, p120.

<sup>2</sup> ABDELLI Z, AHMIA F, «*L'impact de la structure financière sur la rentabilité de l'entreprise cas de CCLS de TO* », mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016, p10.

### **1.2.1.1-Conseil d'administration**

Le conseil d'administration contribue efficacement à la création de valeur en assurant trois principales fonctions portant sur<sup>1</sup> :

- Une fonction chargée de choisir un bon dirigeant pour l'entreprise ;
- Une fonction chargée de fixer la rémunération ;
- Une fonction chargée de définir les choix stratégiques et la surveillance des opportunités et des risques.

Le pouvoir de révocation des dirigeants constitue une méthode disciplinaire utilisée par le conseil d'administration.

Le conseil d'administration apparaît plus efficace lorsqu'il est dominé par des administrateurs externes qualifiés et indépendants. La majorité des études empiriques concluent que la performance permet de prédire les changements des dirigeants, c'est-à-dire que la probabilité d'un changement de dirigeant apparaît plus élevé lorsque l'entreprise s'avère moins performante.

### **1.2.1.2-La rémunération des dirigeants**

On distingue trois types de rémunérations des dirigeants : la rémunération fixe, la rémunération en fonction de mesures comptables de la performance et la rémunération liées à la valeur du marché des titres :<sup>2</sup>

#### **A-Rémunération fixe**

Le salaire reçu par les dirigeants est fixé à l'avance, dont le montant ne dépend pas des performances de l'entreprise. Il semble que ce modèle de rémunération ne permet pas de réduire les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants.

#### **B-Rémunération en fonction des mesures comptables de la performance**

Une partie de la rémunération du dirigeant est fixée selon un pourcentage d'un résultat comptable. Ce type de rémunération permet de mieux aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

#### **C-Rémunération liée à la valeur de marché des titres**

L'apparition de ce type de rémunération est la conséquence des insuffisances liées à deux types de rémunérations citées précédemment, il s'agit d'une rémunération par distribution d'actions ou d'options afin d'accueillir des actions dans le futur.

---

<sup>1</sup> ABAOUB A, ELLOUZE D, «Gouvernance des entreprises: Les moyens de contrôle et de discipline des dirigeants», p215 et216.

<sup>2</sup> Idem. p217.

### **1.2.2-Les mécanismes externes**

Ces mécanismes externes comprennent essentiellement l'environnement légal et réglementaire, le marché des biens et services, le marché des dirigeants et le marché financier.

#### **1.2.2.1-L' environnement légal et réglementaire**

Le cadre légal peut constituer un moyen de contrôle au niveau des entreprises, en imposant aux managers des contraintes les obligeants à gérer conformément aux attentes des actionnaires et à diminuer leur consommation liée aux avantages en nature. En effet, les dirigeants trouvent souvent un moyen de contourner certaines réglementations.<sup>1</sup>

#### **1.2.2.2 -Le marché des biens et services**

La présence de la forte concurrence sur les marchés des produits joue un rôle important dans la discipline des dirigeants et elle incite ces derniers à prendre des décisions optimales afin d'assurer la continuité de l'activité de l'entreprise.

#### **1.2.2.3-Le marché des dirigeants**

Le marché des dirigeants est chargé d'évaluer en performance la valeur des managers. Ces derniers peuvent être révoqués à tous moments par leurs conseil d'administration et se trouvaient dès lors en position d'offreur sur le marché du travail, les dirigeants peuvent être tentés de veiller à ce que leurs opportunistes ne soit pas perçu par le marché pour ne pas remettre en cause leur réputation.

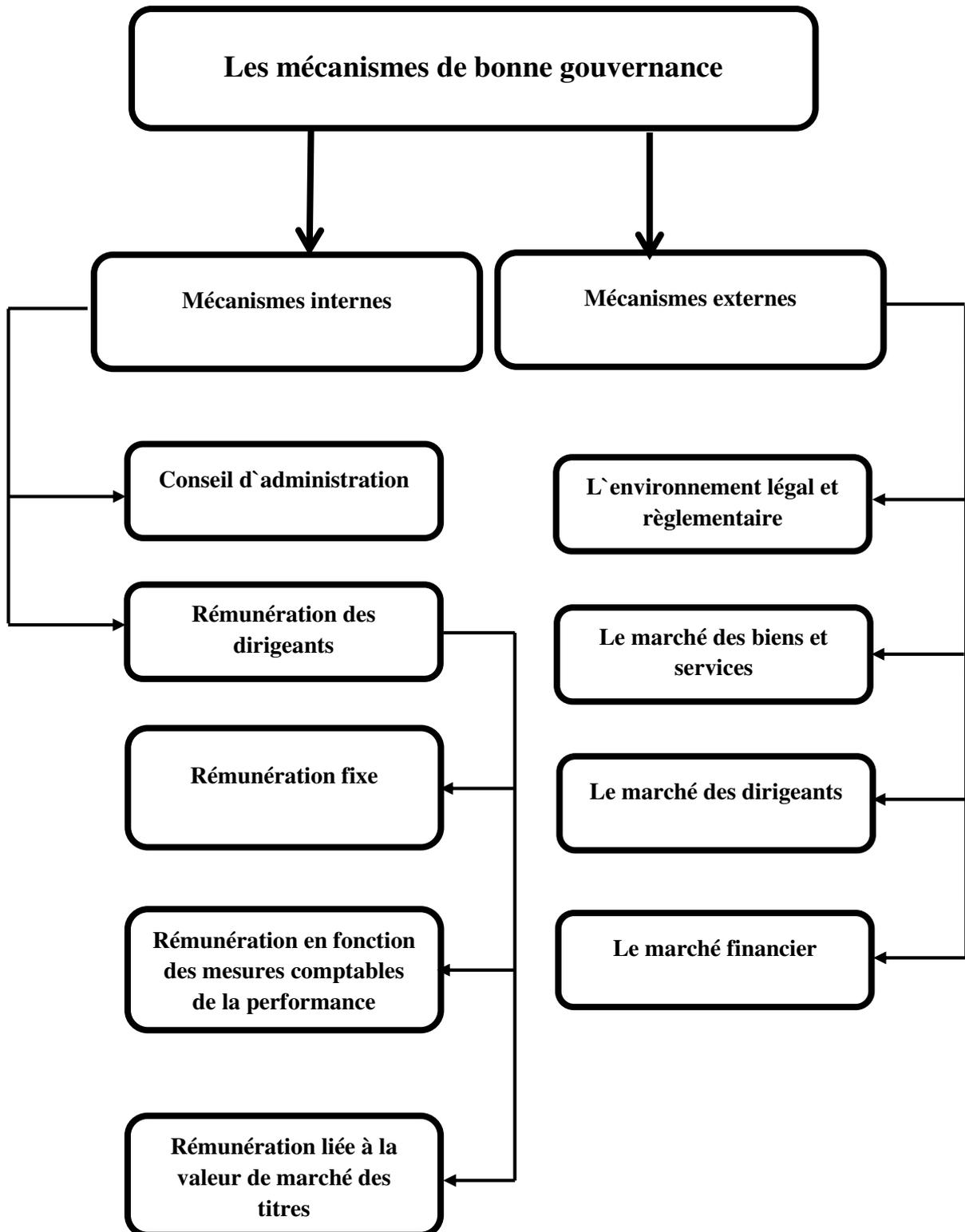
#### **1.2.2.4- Le marché financier**

Le libre fonctionnement des marchés financiers constituait le contrôle le plus démocratique et le plus efficace des grandes entreprises. En effet, les actionnaires peuvent sanctionner les dirigeants opportunistes ou à qui on impute une mauvaise gestion de la firme, en vendant leurs titres de propriété pour exprimer leur mécontentement.

---

<sup>1</sup> ABAOUB E, ELLOUZE D, *Op.cit.* p.219.

**Schéma N°1 : Les mécanismes de bonne gouvernance**



Source : Etabli par nous-même.

### **Section 2 : Le rôle et le fonctionnement du marché financier**

Le marché financier comme mode de financement direct, est le lieu de rencontre entre les demandeurs et les offreurs de capitaux à long terme, il a pris une place sans précédent dans l'économie mondiale et dans le marché des économies développées jusqu'à devenir un système généralisé qui a permis le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché, que tous les pays cherchent à développer.

#### **1-Présentation du marché financier**

Le marché financier est un lieu où s'opèrent des transactions entre les acheteurs et les vendeurs, c'est le lieu sur lequel se négocient des instruments financiers.

##### **1.1-Définition**

D'après A.CHOINEL, « *Le marché financier est à l'origine un marché des valeurs mobilières qui constituent une forme de richesse dont l'importance est allée en grandissant. Celles-ci sont des titres négociables qui représentent soit des droits d'associé, soit de créancier, qui sont susceptibles de procurer des revenus à leurs détenteurs.* ».<sup>1</sup>

D'après NEUVILLE Sébastien, « *Le marché financier est habituellement défini comme le marché des capitaux disponibles, c'est-à-dire des capitaux offerts par des investisseurs pour répondre à un besoin de financement, un tel besoin de financement peut provenir d'entreprises ou même d'organismes publics* ». <sup>2</sup>

Donc le marché financier est un segment du marché des capitaux qui organise la rencontre directe entre les agents économiques ayant des excédents de capitaux avec ceux ayant des besoins de capitaux afin de financer leur investissement, l'expansion de leur activité ou leur déficit.

Les agents à besoins de financement sont généralement des entreprises ou l'Etat à la recherche de liquidité pour financer leurs projets de développement. Quant aux agents à capacité de financement, se sont généralement des épargnants ou des investisseurs qui souhaitent investir dans les projets des entreprises ou de l'Etat en prêtant de l'argent ou en devenant associé.

#### **2-Les acteurs du marché financier**

Plusieurs intervenants agissent chaque jour sur les marchés financiers afin d'assurer le fonctionnement, l'efficacité, la sécurité et la transparence dans le cadre réglementé et contrôlé par les autorités de marché.

---

<sup>1</sup> CHOINEL.A, ROUYER. G, « *Le marché financier : Structure et acteurs* », revue banque éd, Paris, 2002, p37.

<sup>2</sup> NEUVILLE. S, « *Droit de la banque et des marchés financiers* », éd PUF, Paris, 2005, p12.

### 2.1-Les investisseurs

Les investisseurs représentent toutes personnes physiques ou morales qui souhaitent acheter ou vendre des instruments financiers. On trouve les trois catégories suivantes<sup>1</sup> : les particuliers, les entreprises et les investisseurs institutionnels.

Les particuliers sont des personnes physiques, qui peuvent agir seul ou par les intermédiaires des clubs d'investissement.

Les entreprises concernent les sociétés qui désirent prendre tout ou une partie du contrôle d'une autre entreprise ou tout simplement les sociétés en quête de placement.

Les investisseurs institutionnels regroupent les banques, les compagnies d'assurances, les caisses de retraite qui placent une partie de leurs ressources en valeurs mobilières, afin de faire face à leurs engagements vis-à-vis de leurs clients, les fonds de pension ou les organismes de placement collectif en valeurs mobilières(OPCVM).

### 2.2-Les émetteurs de titres

Sur le marché financier, les émetteurs diffèrent selon les titres qu'ils émettent ; sur le marché des actions, les principaux émetteurs sont les entreprises privées du secteur industriel et commercial et les sociétés financières cotées. Et sur le marché obligataire, nous retrouvons principalement l'Etat et le secteur public, des institutions financières et des sociétés anonymes.<sup>2</sup>Les émetteurs sont soumis à des règles strictes en matière d'information des investisseurs, d'animation de leurs titres ou de leurs procédures.<sup>3</sup>

### 2.3-Les intermédiaires

Les investisseurs et les émetteurs s'adressent aux services de professionnels afin d'intervenir en bourse pour vendre ou acheter des titres. Différentes entités jouent le rôle d'intermédiaires prestataire de services d'investissement. C'est le cas des établissements de crédits et des entreprises d'investissement (*société de bourse, société de gestion de portefeuille*).ceux-ci peuvent exercer les activités suivantes :<sup>4</sup>

- La collecte et la transmission d'ordre : les intermédiaires centralisent les ordres des intervenants sur le marché et les transmettent aux passeurs d'ordres ;
- L'exécution des ordres : les intermédiaires ont un accès au système informatique du marché et transmettent à ce système les ordres des investisseurs ;

---

<sup>1</sup> LESAOUT. E, « Introduction aux marchés financiers », éd economica, Paris, 2006, p127-128.

<sup>2</sup> BESSADI. T, LAIB. T, « Le rôle du marché financier dans le financement des PME : Etude comparative : Algérie, Maroc et Tunisie » mémoire de master en science économique, UMMTO, 2015.p49-50.

<sup>3</sup> LESAOUT.E, Op.cit., p128.

<sup>4</sup> Idem , p129.

- La compensation : les établissements sont chargés de règlement-livraison afin que les différentes contreparties soient livrées et payées dans les délais imposés par la réglementation une fois les ordres exécutés ;
- La gestion de portefeuille qui consiste à collecter les fonds des investisseurs. Les sociétés de gestion de portefeuilles investissent pour le compte de clients dans des titres en fonction de règles prédéterminées répondant au profit du client.

### 2.4-Les analystes financiers

Au service des banques, des investisseurs professionnels, des sociétés de bourse, ces analystes financiers sont chargés d'apprécier la valeur des sociétés et de juger si les cours de leurs actions sont soit bon marché et donc attractif, soit à leur prix, soit encore surévalués. Ils fondent leur jugement sur une analyse, et souvent un retraitement des comptes et sur un diagnostic industriel et économique qui prend en compte la stratégie des entreprises. Ce travail aboutit à établir des prévisions d'activité et de bénéfice.<sup>1</sup>

### 2.5-Les instances de régulation et d'organisation

La bourse est un marché réglementé, organisé et contrôlé par des autorités de tutelle. Il existe plusieurs instances propres à chaque marché qui ont pour objet de veiller au bon déroulement des échanges comme la gestion des systèmes informatiques ou l'admission des valeurs sans oublier la protection des investisseurs.<sup>2</sup>

## 3-Typologie des marchés financiers

Lorsqu'une entreprise désire être introduite en bourse, elle doit se poser la question pour savoir quel marché va-elle choisir, car chaque marché présente des caractéristiques propres à lui et les conditions d'introduction sont de plus ou moins contraignantes selon le marché choisi.

### 3.1-Le marché primaire et marché secondaire

Deux notions distinctes mais complémentaires qui sont désignées par le marché financier :

- La première est le système de diffusion de nouvelles émissions (*marché primaire*),
- La deuxième est l'institution qui est apte à assurer l'échange des titres déjà émis (*marché secondaire*).

#### 3.1.1-Le marché primaire

Le marché primaire est celui des émissions de titres.

---

<sup>1</sup> BESSADI T, LAIB T, *Op.cit.*, p51

<sup>2</sup> LESAOUT. E, *Op.cit.*, p129.

## Chapitre 1: Les fondements théoriques de l'introduction en bourse

Ce marché n'est pas assuré par la bourse ; il est directement mis en œuvre par les intermédiaires financiers entre les émetteurs et les investisseurs.<sup>1</sup>

Le marché primaire est capable de procurer des fonds aux entités émettrices, il n'y a pas ici de problème de cotation puisque il n'y a pas de possibilités de négociation : le titre est vendu à son prix de souscription. Afin de mettre en vente ses titres sur le marché primaire, l'émetteur dispose de trois possibilités :<sup>2</sup>

- Le placement peut être réalisé sous forme d'introduction en bourse ;
- L'émetteur peut souhaiter augmenter son capital en attribuant ou non des droits aux anciens actionnaires qui peuvent souscrire à de nouvelles actions ;
- L'émetteur peut s'orienter vers un placement privé ; dans ce cas-là, il choisit ses actionnaires.

### 3.1.2-Le marché secondaire

Le marché secondaire est celui de l'achat et de vente d'actifs financiers déjà existants, Il est parfois appelé « *marché de l'occasion* ». Ce dernier n'apporte pas de ressources aux entreprises mais permet de rendre liquides les titres émis sur le marché primaire et permet ainsi aux actionnaires de céder leurs titres quand ils le souhaitent, les transactions n'engagent pas l'émetteur. Le règlement des opérations peut se faire soit au comptant, c'est-à-dire avec livraison et règlement simultanés immédiat, soit à terme.

Dans ce dernier cas, il existe deux possibilités : le terme ferme avec exécution impérative ou le terme conditionnel. Sur les marchés à terme ferme, le paiement et la livraison sont repoussés à une échéance fixée par les parties prenantes. Sur les marchés conditionnels se négocient des options : le règlement et la livraison sont conditionnels à l'exercice des droits d'achat et de vente.<sup>3</sup>

**Tableau N°1 : La différence entre le marché primaire et le marché secondaire**

| Désignation         | Marché primaire                              | Marché secondaire                              |
|---------------------|--|--|
| Création de titres  | Oui  | Non  |
| Vendeurs de titres  | Entreprises, Etat, collectivités locales.... | Investisseurs                                  |
| Acheteurs de titres | Investisseurs                                | Investisseurs                                  |
| Intérêt du marché   | Placement de l'épargne en bourse             | Placement de l'épargne<br>Liquidité des titres |

Source : PEYRARD. J, « *la bourse* », 3<sup>eme</sup>, éd, édition Vuibert, Paris, 1995, p56.

<sup>1</sup> DESCHANEL.JP, « *La bourse en clair* », 3<sup>eme</sup>, éd, éd ELLIPSES, 2005, p20.

<sup>2</sup> LESAOUT.E, *Op.cit.* p 119.

<sup>3</sup> *Idem*

### 3.2-Les marchés règlementés et de gré à gré

Un intervenant est libre de choisir le marché qu'il souhaite utiliser pour réaliser sa transaction. Cette dernière peut se faire soit sur les marchés règlementés ou de gré à gré.

#### 3.2.1-Les marchés règlementés

Selon les règles fixées par une autorité et agréées par les régulateurs, les marchés règlementés sont des marchés sur lesquels se négocient des instruments financiers standardisés. En effet il n'y a pas réellement de négociation entre les investisseurs puisque ceux-ci ne sont pas directement en contact les uns avec les autres en raison de la présence d'une chambre de compensation. Les marchés règlementés bénéficient d'une reconnaissance officielle et sont encadrés juridiquement.<sup>1</sup>

#### 3.2.2- Les marchés de gré à gré

Les marchés de gré à gré n'ont ni réglementation, ni autorité chargée d'en surveiller l'application, puisque l'acheteur et le vendeur sont directement en face à face.<sup>2</sup>

Les négociateurs sont responsables de leurs échanges et négocient à leurs risques des produits non standardisés. Les marchés de gré à gré sont d'une grande souplesse, fonctionnent sans contraintes et offrent des produits sur mesure aux négociateurs.

## 4- Les instruments financiers

Un instrument financier est un titre émis par un agent économique qui confère à son détenteur des droits particuliers, un droit monétaire auquel s'ajoute, dans le cas des actions, un droit de regard sur la gestion. Ces droits se différencient généralement selon l'émetteur public ou privé ; ils diffèrent également en fonction de la nature des instruments financiers. Le trait commun des instruments financiers est leur négociabilité (*à l'exception notable des parts de sociétés civiles de placement immobilières*). Les instruments financiers sont susceptibles d'être cotés ; l'épargnant se transforme en investisseur lorsqu'il place son épargne en instrument financier.<sup>3</sup> On trouve :

### 4-1- Les actions

Les actions composent le capital social des sociétés. Leur valeur est directement liée aux résultats de l'entreprise et à l'évolution des actifs de la société.

#### 4.1.1-Définition

L'action est un instrument financier à durée de vie infinie dont les flux de revenus sont incertains.

---

<sup>1</sup> BESSADI.T, LAIB.T, *Op. cit*, p48-49.

<sup>2</sup> Fleriet.M, Simon.y, « *Bourse et marché financier* », 2<sup>ème</sup> éd, éd economica, Paris, 2003, p25.

<sup>3</sup> Idem, p30.

L'action représente une fraction du capital d'une entreprise. « *L'action est un titre financier représentatif d'une part de propriété d'une société. Elle est attribuée en rémunération d'un rapport fait à la société soit lors de la création, soit à l'occasion d'une augmentation de capital. L'action représente ainsi une fraction du capital social et confère à son détenteur un droit d'associé* ». <sup>1</sup>

### 4.1.2-Categorie d`actions

Plusieurs types d`actions existent, ces actions se distinguent par les divers droits qui y associes, (voir le tableau ci-après).

**Tableau N°2 : Typologies d`actions**

| Principales typologies d`actions          |   |
|---|---|
| <b>Actions ordinaires.</b>                | Actions représentant une part de propriété dans une entreprise et donnant droit de vote.  |
| <b>Actions à dividendes prioritaires.</b> | Actions donnant droit à une distribution prioritaire des profits ainsi qu`à un dividende plus élevé mais n`ayant en revanche pas de droit de vote correspondant. Elles sont donc moins intéressantes lors d`opération sur titres. |
| <b>Actions privilégiées.</b>              | Actions représentant une part du capital d`une société, elles garantissent un dividende annuel fixe et un droit privilégié sur l`actif en cas de liquidation.   |

Source : BESSADIT, LAIB.T, Op.cit., p55.

## 4-2- Les obligations

### 4.2.1-Definition

Selon J. Peyrard, « *une obligation est un titre de créance qu`une société ou une institution s`engage à rembourser à une échéance déterminée et rémunérée par un intérêt annuel* ». <sup>2</sup>

Une obligation est un titre représentatif d`une créance à long terme (plus de 5 ans), contracté par un émetteur auprès d`un ensemble de prêteurs. Les émetteurs d`obligations sont multiples : l`Etat, les entreprises publiques ou privées ou les collectivités locales peuvent émettre des obligations pour se financer.

### 4.2.2-Les différentes catégories d`obligations

Il existe une grande diversité d`obligations. Elles diffèrent notamment par leurs échéances, leurs modes de remboursement et la nature de leur taux d`intérêt (*taux fixe ou variable*).

<sup>1</sup> LESAOUT. E, *Op.cit.*, p49.

<sup>2</sup> PEYRARD. J, « *la bourse* », 3<sup>ème</sup> éd, éd : Vuibert, Paris, 1995, p28.

### 4.2.2.1-Les obligations à taux fixe

Ce sont des obligations classiques. Le taux d'intérêt déterminé au moment de l'émission appelé aussi taux nominal ou taux facial, restera inchangée pendant toute la durée de vie de l'emprunt obligataire.<sup>1</sup>

### 4.2.2.2-Les obligations à taux variable.

Les obligations à taux variables émises à un taux qui varie en fonction d'indice de référence et qui n'est connu que peu de temps avant le détachement du coupon. Ceci permet d'éviter les fluctuations de cours dues aux évolutions de taux<sup>2</sup>.

### 4.2.2.3-Les obligations à coupon zéro

L'obligation zéro-coupon ou à coupon zéro est une obligation qui ne verse qu'un seul flux à maturité. Ce flux est composé des intérêts et du remboursement du capital ; le prix d'émission de ce type d'obligation est inférieur à la valeur nominale.

### 4.2.2.4-Les obligations indexées

Les obligations indexées sont des obligations dont le montant des coupons et la valeur de remboursement sont indexées à l'évolution d'un indice de prix.

### 4.2.2.5-Les obligations assimilables du trésor(OAT)

Sont des emprunts à long terme émis par l'Etat ; ces emprunts sont remboursables in fine et leurs maturité varient de 5 à 50 ans.

### 4.2.2.6-Les obligations hybrides

Ce sont des titres qui possèdent des caractéristiques appartenant à l'obligation mais également à d'autres actifs financiers.

- **Les obligations convertibles en actions :** Comme son nom l'indique, l'obligation convertible(OC) en action tient à la fois de l'obligation et de l'action ; il est prévu dans le contrat de l'émission que l'obligation peut être convertie en actions de la société émettrice selon une parité et des délais fixés dans le contrat.
- **Les obligations remboursées en actions(ORA) :** Le remboursement de l'obligation ne peut se faire qu'en actions. C'est un moyen de transformer sa dette en capitaux propres, contrairement à une obligation convertible, l'ORA est obligatoirement convertie en action.
- **Les obligations échangeables en actions(OEA) :** Une obligation échangeable en action est une obligation émise par une société et remboursable en actions d'une autre société dans laquelle l'émetteur détient une participation.

---

<sup>1</sup> PILVERDIER J, «Le marché boursier», édition economica, France, 2002, p43.

<sup>2</sup> PEYRARD. J. *Op.cit.*, p31.

## **Section 03 : L'importance du recours à la bourse**

La bourse joue un rôle important dans toutes les économies des pays industrialisés en permettant aux entreprises privées et publiques, aux collectivités publiques et à l'Etat de se procurer des capitaux pour leur investissement. Elle a été, l'objet de réforme d'organisation et de fonctionnement.

### **1-Notion d'introduction en bourse**

L'introduction en bourse consiste à accéder pour la première fois à un marché de capitaux et à obtenir une cotation publique, elle constitue une étape majeure dans la vie d'une entreprise. Elle représente une réelle opportunité et offre de multiples avantages. L'introduction en bourse se fait par le biais de :

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

### **2-Avantages et inconvénients d'une introduction en bourse**

L'introduction en bourse d'une entreprise est toujours un bon moyen pour remobiliser le personnel autour d'un objectif commun qui est la réussite de l'introduction puis l'évolution constante du cours de l'action. Ainsi le désir de notoriété figure au premier rang des motivations affichées par les entreprises en s'introduisant en bourse. La publicité faite autour d'une opération d'introduction est importante et la présence d'une entreprise à la cote lui assure une visibilité permanente.

L'introduction en bourse est donc une première cotation des actions d'une société sur un marché. L'opération permet aux entreprises ou leurs actionnaires de se procurer des capitaux, elle permet donc aux entreprises de se financer en collectant des capitaux auprès des épargnants. Dans la plupart des cas, les sociétés qui s'introduisent en bourse procèdent à une augmentation de capital, c'est à dire qu'elles vendent des actions nouvellement créées, et qu'elles gardent l'argent collecté pour financer leur croissance.

Pour les investisseurs qui suivent de près les introductions, ils doivent certainement remarquer que les raisons de l'introduction diffèrent selon les sociétés. L'introduction en bourse n'est effectivement pas un but en soi et ne s'improvise pas. Elle a une raison plus au moins objective et claire c'est à dire qu'elle nécessite une certaine restructuration du groupe, une réorganisation interne et une politique de communication externe. Ce qui nous conduits à présenter les avantages et les inconvénients d'une introduction en bourse.

### **2.1-Avantages**

Les avantages peuvent être définies comme étant l'ensemble des atouts, de privilèges, et profits que peuvent avoir les entreprises qui intègrent la bourse ainsi qu'à tous ses acteurs. L'introduction en bourse présente plusieurs avantages pour l'entreprise émettrice :

- Diversification des possibilités de financement ;
- Assurer la mobilité du capital ;
- Garantir la pérennité de l'entreprise ;
- Constitue un facteur de mobilisation interne ;
- Accroître la notoriété.

#### **2.1.1-Diversification et multiplicités des sources de financement**

L'introduction permet l'accès à de nouvelles sources de financement plus importantes que l'emprunt bancaire, l'introduction à la cote permet à la société de disposer aisément de capitaux frais afin de financer des projets d'envergure qui dépassent la capacité d'autofinancement des bailleurs de fonds via l'appel public à l'épargne, et de renforcer ainsi ses fonds propres. Elle lui permet également d'acquérir des participations dans d'autres sociétés, en les réglant au moyen des titres cotés, ce qui favorise la croissance externe.

De plus en diversifiant ses sources de financement, l'entreprise accroît son pouvoir de négociation avec les banques et les organismes de crédits, ce qui en retour peut lui assurer une levée de fonds à moindre coûts.

#### **2.1.2-Assurer la mobilité du capital**

L'introduction en bourse assure la mobilité du capital pour les actionnaires. Ces derniers peuvent à tout moment, vendre tout ou partie de leurs participations et trouver acquéreur à un prix de marché non contestable fixé en fonction de l'offre et de la demande.

Une telle souplesse est offerte que sur le marché boursier : il est, en effet, souvent difficile de trouver ailleurs des acquéreurs et, de plus, de négocier le prix d'une action non cotée. Cette grande mobilité du capital permet aux actionnaires minoritaires de se désengager rapidement sans compromettre la pérennité de l'entreprise. <sup>1</sup>

#### **2.1.3-Garantir la pérennité de l'entreprise**

Ce problème se pose, en particulier, dans les entreprises familiales. En effet les actionnaires de la seconde génération se trouvent confrontés au dilemme suivant : soit ils veulent garder le contrôle de l'entreprise, auquel cas ils doivent payer des droits de succession importants, dans ce cas, la cotation en bourse permet de faciliter le règlement des droits de

---

<sup>1</sup> BERTRAND. J, « L'introduction en bourse », édition presses universitaires de France, France, 1996, p06.

succession dans la mesure où l'actionnaire familial peut vendre jusqu'à 49% de ces actions pour régler ces frais, tout en gardant le contrôle de l'entreprise. Ou bien, ils veulent se désengager de la société. Dans ce second cas, il peut se désengager facilement, car la partie du capital qu'il possède devient totalement liquide et le prix des actions est fixé par le marché en fonction de plusieurs facteurs.

Donc la cotation en bourse résout les problèmes de succession en permettant à la nouvelle génération ou à des actionnaires extérieurs d'assurer la poursuite de l'activité de la société, lorsque les anciens dirigeants doivent céder leur place.<sup>1</sup>

### **2.1.4-Facteur de mobilisation interne**

L'introduction à la cote implique un minimum de fiabilité, et de transparence et un effort de communication envers ses potentiels et actuels investisseurs. Ce qui conduit l'entreprise à se doter d'un système de contrôle efficace et d'un organe de gestion performant, autant de mutations vertueuses qui ne pourront que renforcer la solidité de l'entreprise.

L'introduction en bourse suscite également la cohésion et la mobilisation du personnel, et des cadres de l'entreprise. Cette mobilisation interne constitue un moteur d'une nouvelle performance et d'une croissance accrue.

### **2.1.5-Accroître la notoriété**

L'introduction en bourse contribue à renforcer la notoriété d'une société dans la mesure où elle fait mieux la connaître au grand public, et accroît sa réputation ainsi que celle de ses produits. L'entrée en bourse modifie en partie les relations d'une société, que ce soit avec sa clientèle, ses fournisseurs, ses partenaires financiers mais aussi avec ses salariés dans la mesure où elle confère à celle-ci un prestige et un caractère de sérieux important.

Les médias, la presse financière parlent de la société. Les milieux industriels et le grand public commencent à la connaître. Sa crédibilité financière s'en trouve augmentée, ce qui facilite l'accès à de nouveaux capitaux et la publicité dégagée renforce l'activité commerciale.<sup>2</sup>

Au même titre que les motivations, l'introduction en bourse présente également certains inconvénients. Aller en bourse ne présente pas que des avantages car c'est une procédure lourde, complexe et onéreuse, c'est pourquoi il est nécessaire d'apporter un véritable projet de développement qui prouve de réelles perspectives de progression en terme de prise de part de marché, de chiffre d'affaires et de résultats.

---

<sup>1</sup> BERTRAND. J, *Op.cit.*, P.p.07-08.

<sup>2</sup> *Idem.* p14.

### 2.2-Inconvénients

L'introduction en bourse engendre pour les dirigeants d'une société un certain nombre de contraintes dont l'importance ne doit pas être sous-estimée, ces contraintes peuvent même être considérées comme des obstacles. La principale source de réticences est celle de l'importance liée à l'ouverture de capital. Ses coûts peuvent être préalables à l'introduction (*coûts de restructuration engagés pour préparer l'introduction en bourse*), liés à l'introduction (*coûts de communications internes et coûts de rémunération des intermédiaires financiers*) ou encore postérieurs à l'introduction) coûts de sous-évaluation.

#### 2.2.1-Les frais préalables à l'introduction

« Ils sont liés à diverses opérations préalables de nature très variée telles que des études ou des coûts de restructuration (augmentation du capital, apports, aménagement juridique...etc.) »<sup>1</sup>.

Ils sont très variables d'une société à l'autre car ils sont afférents à toutes les modifications jugées nécessaires par la société ou par les introducteurs, dans les domaines : juridiques, économiques, comptables et organisationnels. Il en est ainsi de la modification éventuelle de la forme sociale, de la création de la filiale de verrouillage du capital pour éviter les opérations hostiles (*création d'un holding non coté qui contrôlera une société cotée*), de division des titres, du perfectionnement de la procédure de contrôle des comptes, de la mise en place d'un service de communication financière.

#### 2.2.2-Les frais liés à l'introduction

Les frais liés à l'introduction peuvent être décomposés en :

- La rémunération des intermédiaires que ce soit celle des banques ou celle des sociétés de bourse ;
- Les frais engendrés par l'utilisation des moyens d'information ;
- La société doit supporter les autres frais comme les frais de publicité légale.

#### 2.2.3-Les frais postérieurs à l'introduction

Une fois que la société est introduite en bourse, elle aura des obligations d'information et de contrôle des comptes qu'elle n'a pas auparavant. Cela lui engendre des frais supplémentaires qu'elle ne doit pas négliger et il ne faut pas oublier de les tenir en compte dans l'évaluation des frais d'introduction en bourse.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> BERTRAND. J, *Op.cit.*, p53

<sup>2</sup> *Idem*, P.p54-55.

### 3-Procédures d'introduction en bourse

L'introduction en bourse est une étape décisive dans la vie d'une société, c'est pour cela qu'elle nécessite une longue préparation et la prise préalable d'un certain nombre de mesures.

Le choix d'une procédure est également déterminant et dépend des conditions du marché, de l'ampleur de l'opération et des caractéristiques de la société émettrice. L'introduction en bourse passe par la mise sur le marché d'un certain nombre d'actions existantes, cédées par les partenaires de la société qui sortent du capital à l'occasion d'une introduction, ou des actions nouvelles à l'occasion d'une augmentation du capital. Deux types de procédures d'introduction sont utilisées de façon concomitante.

Il existe trois voies d'introduction à la cote :

- L'offre publique de vente (*OPV*) ;
- La procédure ordinaire (*cotation directe*) ;
- Augmentation du capital (*offre publique de souscription*).

#### 3.1-Offre publique de vente

C'est une procédure permettant de placer une certaine quantité de titres dans le public à un prix déterminé à l'avance.<sup>1</sup>

Donc le public connaît le prix de l'action cela évite ainsi des prix trop élevés lors de l'introduction.

#### 3.2-La procédure ordinaire

Cette procédure consiste à publier au bulletin de la cote quelques jours avant la date prévue pour l'introduction, un prix de cession ainsi que la quantité des titres qui sera mise sur le marché.

La procédure ordinaire est parfois appelée, « *La mise à disposition* » puisque les actionnaires vendeurs mettent à la disposition des intermédiaires une quantité de titres pour cession sur le marché.<sup>2</sup>

#### 3.3-L'augmentation du capital

Ce mode de transfert consiste de la part d'une entreprise à augmenter son capital social par l'émission de nouvelles actions, via le marché primaire par appel public à l'épargne. La première cotation de ses actions s'effectue sur ce marché, le reste des opérations se déroule en bourse. Cette formule représente la source principale des fonds propres d'origine externe qui permettent de renforcer la situation financière de l'entreprise.

---

<sup>1</sup> BERTRAND. J, *Op.cit.*, p67.

<sup>2</sup> PILVERDIER.J,*Op cit*, p80.

### **4-Les conditions d'introduction au marché algérien**

Les conditions d'admission à la cote du marché financier algérien sont définies par les règlements N°97 03 du 18/11/1997 et N°96-202 du 22/06/1996 de la COSOB comme suit :

- La société doit être organisée sous forme de société par actions (*SPA*) ;
- Avoir un capital minimum libéré d'une valeur de cinq cent millions de dinars(500.000.000) ;
- Publier des états financiers certifiés des trois exercices précédents celui au cours duquel la demande d'admission est présentée ;
- Présenter un rapport d'évaluation de ses actifs effectuée par un membre de l'ordre des experts comptables autre que le commissaire aux comptes de la société, ou par tout autre expert dont l'évaluation est reconnue par la commission, sauf membre de cette dernière ;
- Avoir réalisé des bénéfices durant l'exercice précédant sa demande d'admission, sauf dérogation de la commission ;
- La société doit tenir la commission informée des cessions ou abandons d'éléments d'actifs intervenus avant son introduction ;
- Justifier l'existence d'une structure d'audit interne devant faire l'objet d'une appréciation du commissaire aux comptes dans son rapport sur le contrôle interne de la société ;
- Dans le cas contraire, la société s'engage à mettre en place cette structure au cours de l'exercice qui suit l'admission de ces titres en bourse ;
- Assurer la prise en charge des opérations de transfert de titres ;
- Régler les conflits majeurs entre actionnaires et entreprises ;
- S'engager à respecter les conditions de divulgation d'informations ;
- Diffuser dans le public des titres de capital représentant au moins 20% du capital social de la société. Au plus tard le jour de l'introduction ;
- Les titres de capital diffusés dans le public doivent être repartis auprès d'un nombre minimal de cent cinquante(150) actionnaires, au plus tard le jour de l'introduction.

### **Conclusion**

Le financement de l'activité économique se fait en partie par le marché financier, ce dernier répond aux besoins des entreprises en matière d'investissement, il leur apporte les capitaux nécessaires à leur développement et à leur croissance économique sans surcoûts financiers.

L'ultime objectif de toute entreprise, quel que soit son secteur d'activité est la croissance de ses richesses. L'introduction en bourse est une opportunité pour l'entreprise, elle représente une étape majeure de sa vie dans différents aspects. Parmi ces aspects nous trouverons le concept d'évaluation qui est préalable à toute introduction, dont l'objectif est de déterminer le prix auquel l'entreprise va s'introduire en bourse. Cela fera l'objet du prochain chapitre.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

### Introduction

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

L'objet de ce chapitre est de présenter les méthodes d'évaluation d'entreprise les plus répondues et les plus utilisées, afin de mieux appréhender par la suite leurs utilisation dans la phase d'évaluation. Le présent chapitre est structuré comme suit :

- La première section est consacrée à la préparation de l'évaluation ;
- La deuxième section traitera des méthodes patrimoniales ;
- Enfin la troisième section traitera des méthodes prospectives.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

### 1. Section 01 : Préparation de l'évaluation d'une entreprise.

Avant d'entamer une opération d'évaluation, il faut au préalable de passer par la préparation des documents financiers vers l'évaluation, il s'agit des retraitements comptables. Une bonne préparation va permettre le déroulement de l'opération selon une démarche cohérente qui débouchera sur un résultat plus fiable.

Cette étude préliminaire comprend essentiellement deux étapes :

- Analyse et retraitement des informations et des documents relatifs à l'entreprise ;
- La réalisation d'un diagnostic général et complet de la société, permettant à l'évaluateur de faire ressortir les points forts et les points faibles de l'entreprise.

#### 1-Les retraitements

Le principe de l'évaluation d'une entreprise consiste à lui attribuer une valeur qui soit proche de la réalité. L'application des méthodes d'évaluation nécessite dans ce cas l'utilisation de données reflétant des valeurs économiques réelles. Alors que souvent ces données extraites de la comptabilité ne soient pas en conformité avec la réalité et subissent des déformations par certaines modes de comptabilisation, d'amortissement et quelques techniques comptables.

##### 1.1-Retraitements du bilan

Le retraitement du bilan comptable requiert une identification aussi précise que possible des emplois et des ressources significatifs mis en œuvre par l'entreprise à la date d'arrêté du bilan. On cherche ainsi à obtenir une meilleure évaluation des emplois de fonds, soit dans une perspective de liquidation des actifs, soit dans une optique de valorisation de l'outil de production effectivement mis en œuvre par l'entreprise. En outre l'évaluation de certains éléments effectués en considération des règles comptables et notamment du principe d'enregistrement au coût historique conduit parfois à d'importantes distorsions par rapport à une évaluation économique plus significative.<sup>1</sup>

##### 1.1.1-Retraitements de l'actif<sup>2</sup>

Le retraitement des comptes de l'actif consiste à corriger les écarts existants entre la valeur économique et la valeur comptable d'une rubrique de l'actif.

##### 1.1.1.1-Les actifs immobilisés

Les immobilisations sont des biens acquis par l'entreprise et destinées à rester dans la société plusieurs années.

---

<sup>1</sup> COHEN. E, «Analyse financière», 6<sup>ème</sup>éd, édition Economica, paris, 2006, P.p227-228.

<sup>2</sup> DE LA BRUSELERIE. H, « *Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic* », édition Dunod, Paris, 2014, p49-55-61-65-68-73.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

On peut distinguer trois types d'immobilisations : les immobilisations corporelles, les immobilisations incorporelles et les immobilisations financières.

### **a- Les immobilisations corporelles**

Les immobilisations corporelles se composent des actifs physiques durables (*terrains, matériels de production d'installation technique...etc.*) dont l'entreprise est propriétaire.

Les caractéristiques communes des immobilisations corporelles sont :

- D'ignorer les outils de production physique qui n'appartiennent pas à l'entreprise, mais qu'elle utilise : biens mis à disposition, location a longue durée...etc. ;
- Existence d'un décalage possible entre la valeur comptable et la valeur économique.

La valeur économique de ces biens est supérieure à leur valeur comptable lorsqu'on assiste à une dépréciation monétaire ou à une évolution des prix qui touche souvent les terrains et les bâtiments, ou bien lorsque la durée de vie économique est supérieure à la durée de vie des amortissements pour les biens amortissables. La valeur économique peut aussi être inférieure à la valeur comptable lorsqu'il s'agit de biens soumis à l'obsolescence du fait du progrès technologique comme par exemple le matériel informatique.

### **b- Les immobilisations incorporelles**

Elles correspondent à des actifs non monétaires identifiables et d'utilisation durables sans substance physique, qui permettent à l'entreprise d'avoir une certaine pérennité.

Les immobilisations incorporelles comprennent :

- Les frais d'établissement ;
- Les frais de recherche et de développement ;
- Les concessions, brevets, licences, marques et autres droits ;
- Les avances et acomptes qui correspondent à des opérations en cours sur les postes précédents.

Ces immobilisations incorporelles ne correspondent ni à des actifs physiques, ni à des actifs financiers. Certains éléments d'actifs incorporels sont considérés automatiquement comme des non valeurs qu'il y a lieu de retrancher du bilan tels que les frais préliminaires, les frais de recherche et développement, les charges à répartir sur plusieurs années ou encore le capital souscrit non appelé.

### **c- Les immobilisations financières**

Les immobilisations financières sont considérées comme des actifs financiers durables, on distingue :

- Les participations ;

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

- Les titres immobilisés de l'activité de portefeuille ;
- Les autres titres immobilisés ;
- Les prêts et les autres immobilisations financières.

### 1.1.1.2-Les stocks

Les stocks représentent l'ensemble des biens qui interviennent dans le cycle d'exploitation de l'entreprise. Ils forment la première rubrique de l'actif circulant et comprennent : les matières premières et les approvisionnements, les encours de production, les produits intermédiaires ou finis et les marchandises.

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

### 1.1.1.3-Les comptes clients

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

### 1.1.1.4-Les disponibilités

Il s'agit d'une part des valeurs mobilières de placement à court terme qu'il convient de réévaluer en fonction du cours de bourse et d'autre part des liquidités en banque et en caisse pour lesquelles, il est recommandé de vérifier la concordance des écritures avec les encaisses réelles disponibles et les relevés bancaires.

## 1.1.2-Retraitements du passif

Le retraitement des comptes du passif consiste à corriger les écarts existant entre la valeur économique et la valeur comptable d'une rubrique du passif.

### 1.1.2.1-Les fonds propres

Les capitaux propres représentent la différence entre les avoirs de l'entreprise et ses dettes. Ils ne sont pas concernés par les retraitements puisque leur valeur économique sera établie une fois que tous les éléments de l'actif et des dettes seront retraités et la différence appliquée.

### 1.1.2.2-Les dettes

Selon le principe d'exigibilité, les dettes se répartissent en deux catégories :

#### a- Les dettes d'exploitation

Qui sont généralement estimées à leur juste valeur.

#### b- Les dettes financières

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

Dont le taux d'intérêt est sensiblement déconnecté des taux de marché en vigueur seront retraités.

Leur valeur réelle est en principe estimée par la valeur actuelle au taux du marché des flux futurs auxquels l'entreprise devra faire face.

### c- Provisions pour risques et charges

Ces provisions sont constituées par application du principe de prudence, ce sont des montants mis en provision pour faire face à des charges prévisibles. Elles sont donc considérées comme des dettes futures.

## 2 -Diagnostic de l'entreprise

Le diagnostic est un jugement porté sur une entreprise après avoir étudié ses principales caractéristiques, il peut aussi bien déboucher sur des conclusions favorables que sur des constats de carence.

Le diagnostic est considéré dès lors comme étant une étape cruciale dans l'évaluation de l'entreprise. Il permet d'apprécier sa situation en faisant apparaître ses points forts et ses points faibles.

Ce diagnostic se base sur des informations collectées, permettant ainsi d'apporter des clarifications sur la position de l'entreprise sur le marché, les capacités et l'état de son outil de production, ses ressources telles que les matières et les finances, et les ressources humaines.

Le diagnostic cherche à cerner les principaux aspects suivants :

### 2.1-Le diagnostic fonctionnel

Le diagnostic fonctionnel a pour mission d'examiner les différentes fonctions qu'on retrouve dans une entreprise :

- **La fonction technique** : Le diagnostic de la fonction technique a pour objectif d'évaluer le système de la production et sa performance en s'attachant à examiner les quantités produites, la qualité du produit, le coût de production et les délais de production.
- **La fonction d'approvisionnement** : L'étude de la politique d'approvisionnement est réalisée en examinant la conduite de la politique d'achat et de la politique d'approvisionnement. Le diagnostic a pour objectif d'assurer le bon déroulement de ces politiques.
- **La fonction commerciale** : Le diagnostic commercial permet de mesurer les performances de cette fonction et d'apprécier son contenu dans le plan marketing en s'assurant de leur bonne utilisation et leur efficacité.

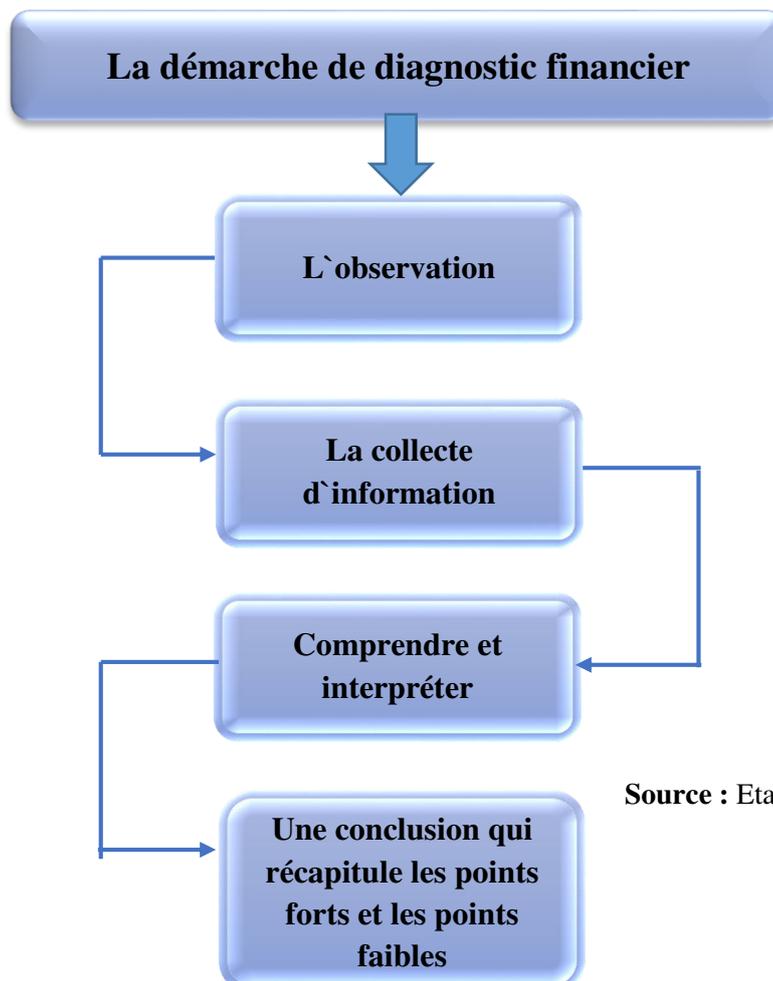
## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

- **La fonction ressources humaines et organisation :** Dans ce diagnostic l'évaluateur cherchera à connaître le fonctionnement de la société à travers l'organisation de sa structure humaines, le rôle et le pouvoir de ses dirigeants, le profil de son personnel ainsi que le climat du travail.
- **La fonction gestion et finance :** Cette fonction occupe une place prédominante dans l'entreprise, trois missions lui sont assignées : Gérer la politique financière de l'entreprise, gérer la trésorerie, et communiquer les résultats financiers. L'évaluateur devra s'assurer que ces missions sont bien remplies, que les décisions financières sont efficaces et qu'elles contribuent au développement de l'entreprise.

### 2.2-Le diagnostic financier

Disposant d'états comptables et financiers retraités, il s'agit désormais de procéder à leur étude afin de connaître la situation financière de l'entreprise, en ayant une double dimension de l'analyse. Pour ce faire, l'évaluateur devra faire une analyse du bilan pour déterminer les indicateurs de l'équilibre financier, expliquer le TCR pour connaître le niveau de rentabilité et enfin approfondir l'analyse et compléter l'appréciation par l'étude de quelques ratios.

#### Schéma N° 2 : La démarche du diagnostic financier



Source : Etablis par nous-même.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

### Section 02 : L'évaluation par l'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes ayant un caractère historique, elle a pendant longtemps été la plus utilisée pour la valorisation des entreprises.

Le fondement essentiel des approches patrimoniales est, comme leur nom l'indique, une approche en terme de valorisation des différents éléments patrimoniaux qui composent la firme, il s'agit donc d'évaluer ce qui appartient à l'entreprise.

C'est une approche qui part du bilan et compare ce que l'entreprise possède (*actif*) à ce qu'elle doit (*passif*).

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

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

#### 1-La méthode de l'ANC et l'ANCC

##### 1.1-L'actif net comptable (ANC)

###### 1.1.1-Définition

*«L'ANC représente l'excédent des biens et des créances détenues par l'entreprise, qui forment l'actif du bilan, sur les dettes du passif exigible, qu'elle a envers les tiers».<sup>1</sup>*

La valeur d'actif net comptable appelée aussi «*Valeur mathématique comptable*» est calculée sur la base du dernier bilan disponible, dans ce calcul les actifs et les dettes sont retenus pour leurs valeurs comptables.<sup>2</sup>

Il correspond à la différence entre l'ensemble des actifs réels en valeurs comptable et l'ensemble des dettes réelles.

Le schéma ci-dessous résume la notion de l'ANC :

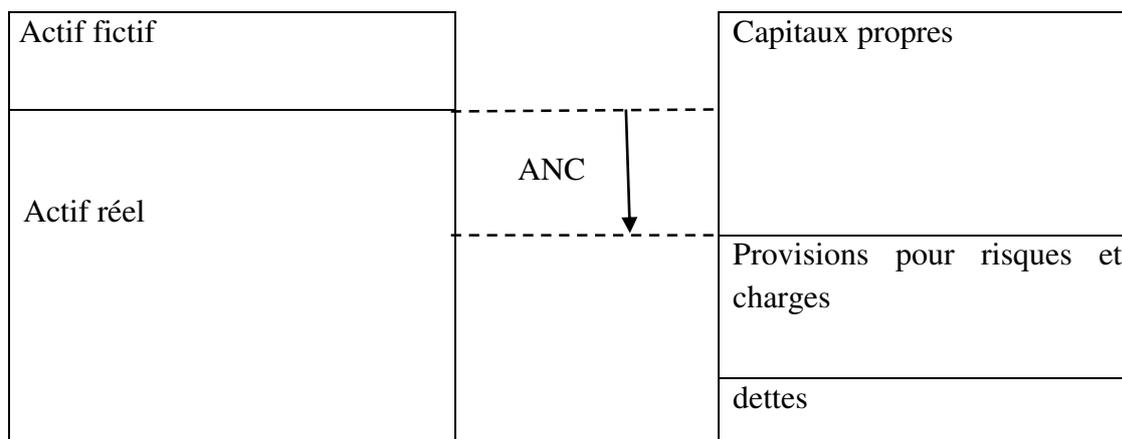
---

<sup>1</sup>REFAIT. M, « *L'évaluation de l'entreprise* », presse universitaire de France, 1994, p70

<sup>2</sup>DE LA CHAPELLE. PH, « *L'évaluation des entreprises* », 2<sup>ème</sup> éd, édition economica, Paris, 2004, p57.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

### Schéma N°3 : La notion de l'ANC



Source : PALOU. J-M, « Les méthodes d'évaluation d'entreprise », groupe revue fiduciaire, Paris, 2003, p 34.

#### 1.1.2-Calcul de l'ANC

L'Actif Net comptable de l'entreprise peut être calculé de deux façons différentes :

$$\begin{aligned} \text{Actif Net Comptable} &= \\ \text{Actif réel} - \text{Dettes et provision pour risques et charges.} \\ \text{Actif Net Comptable} &= \\ \text{Capitaux propres} - \text{Actifs fictifs.} \end{aligned}$$

Sources : PALOU. J-M, « Les méthodes d'évaluation d'entreprise », groupe revue fiduciaire, 2003, paris, p34.

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

$$\text{ANC} = \sum \text{actifs} - \sum \text{dettes}$$

#### 1-2-L'actif net comptable corrigé

##### 1-2.1-Définition

Selon Philippe De Da Chapelle« il s'agit, sur la base du dernier bilan disponible, de corriger une à une les valeurs comptables (valeur historique à l'origine) des actifs et, le cas échéant, du passif envers les tiers, pour les porter à leurs valeurs de marché, faisant ainsi apparaître les plus ou moins-values potentielles qui viendront alors modifier à due concurrence la valeur des fonds propres ».<sup>1</sup>

<sup>1</sup>DE LA CHAPELLE. PH, *Op.cit.*, p58.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

Selon Emmanuel Tchameni « L'ANCC correspond à un actif net comptable, mais corrigé des données économiques et financières venant modifier les valeurs de certains postes du bilan : les éventuelles conséquences fiscales, une sous-évaluation d'actifs immobilisés ou des impôts latents ».<sup>1</sup>

Donc on parle d'actif net comptable corrigé lorsque le bilan de l'entreprise est retraité.

### 1-2-2-Le calcul de l'ANCC

L'ANCC est obtenu à partir de l'actif net comptable, corrigé des données économiques et financières venant modifier la valeur de certains postes du bilan (*plus ou moins-values*). Ainsi selon cette méthode :

$$\text{ANCC} = \text{Actif Net Comptable} \pm \text{Retraitements} \pm \text{Incidences fiscales des retraitements.}$$

### Intérêt et limite de cette méthode

Les méthodes patrimoniales sont des méthodes privilégiées par de nombreux évaluateurs, elles sont faciles et simples à appliquer car l'information est disponible et accessible<sup>2</sup>. Il suffit d'un bilan pour calculer l'ANC et pour les corrections de l'ANCC, l'évaluateur dispose de plusieurs indicateurs : prix des matières premières, loyer et prix de ventes moyens, etc...qui lui permettent d'ajuster les mesures.

Cependant, malgré leurs atouts de simplicité, elles présentent certaines limites :

- Du fait des principes des coûts historiques et de prudence, l'ANC ne constitue qu'une approche imparfaite de la valeur d'une entreprise. En effet, les valeurs du bilan sont souvent sous évaluées car les éléments incorporels développés et créés par l'entreprise n'apparaissent pas dans le bilan.<sup>3</sup>
- La méthode de l'ANCC est très lourde à mettre en œuvre et nécessite bien souvent le recours à plusieurs catégories d'experts, notamment pour l'immobilier, pour procéder à des investigations approfondies et coûteuses.<sup>4</sup> Ces méthodes présentent toutes les faiblesses inhérentes aux évaluations faites à partir du bilan, elles donnent une vision essentiellement statique de l'entreprise et ne tiennent pas compte de la rentabilité future.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> TCHEMENI. E, « *Evaluation des entreprises* », édition economica, Paris, 1993, p10.

<sup>2</sup> GENSSE.P « *Ingénierie financière* », 3<sup>ème</sup> ed., édition economica, Paris, 2004, p57.

<sup>3</sup> PALOU. J-M, « *Les méthodes d'évaluation* », groupe revue fiduciaire, Paris, 2003, p40.

<sup>4</sup> GENSSE.P, *Op. cit* p75.

<sup>5</sup> *Idem.*, p57.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

### 2-La méthode du Good Will

C'est une méthode qui établit un pont entre les méthodes statiques et les méthodes dynamiques (*fondée sur le rendement*), c'est une notion très utilisée chaque fois qu'une évaluation est faite. Il est nécessaire dans un premier temps, de définir la notion du good Will, puis présenter son mode de calcul.

#### 2-1-La notion du good Will

*« En référence aux méthodes modernes d'évaluation et notamment boursières, le GW est l'aptitude que possède une entreprise à générer plus ou moins de bénéfices dans un cadre d'exploitation donné (homme, produits, équipement, marché, clientèle). Cette aptitude est d'autant meilleure que le climat social y bon, que les produits sont bien positionnés sur leur marché, que la gestion financière est satisfaisante et que la clientèle est solide et valable ».*<sup>1</sup>

Selon philippe de la chapelle : *« En matière d'évaluation, le goodwill sera appréhendé selon la problématique suivante : au-delà des valeurs de marché des actifs et passifs tangibles du bilan, il peut exister une valeur supplémentaire, par nature incorporelle, appelé goodwill. Son existence sera liée à l'usage plus au moins efficace que l'entreprise fait de ses actifs ».*<sup>2</sup>

Le good Will est une mesure de la valeur des actifs immatériels non évalués directement par l'ANCC. Il représente un potentiel de profit qui vient majorer la valeur patrimoniale de l'entreprise. Si les actifs sont inappropriés ou mal gérés, le GW peut avoir une valeur négative qui va diminuer la valeur patrimoniale, dans ce cas il est désigné par le terme Bad Will.

De manière générale, le Good Will peut être défini comme le supplément, lié à la rentabilité, de la valeur globale de l'entreprise sur sa valeur patrimoniale.

#### 2.2- Evaluation par le Good Will et méthodes de son calcul

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

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

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

$$V_e = ANCC + GW$$

<sup>1</sup> TCHEMENI. *Op.cit.*, p20.

<sup>2</sup>DE LA CHAPELLE. PH, *Op.cit.*, p70.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

D'où :  $GW = Ve - ANCC$

Avec :

**Ve** : valeur de l'entreprise

**ANCC** : Actif Net Comptable Corrigé

**GW** : Good Will

### 2.2.1-La méthode de calcul du Good Will

#### 2.2.1.1-La méthode directe

Le good Will correspond à la somme actualisée des superprofits (*superbénéfices ou rente de Good Will*) dégagés par l'entreprise.

La formule générale qui permet de calculer le good Will est la suivante :<sup>1</sup>

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

Avec :

**K<sub>cp</sub>**: Taux d'actualisation du GW (*coût des capitaux propres*) ;

**i**: Années.

Le superprofit(SP) est définie comme étant la différence entre la rentabilité dégagée par l'entreprise et celle exigée par les investisseurs qui devrait tirer des capitaux dont elle dispose pour fonctionner.<sup>2</sup>

Pour calculer le superprofit annuel dégagé par l'entreprise, il convient d'abord de calculer le résultat normatif (bénéfice net prévisionnel) qui est le produit de l'actif investi et le rendement des capitaux investis, puis faire ressortir la différence entre ce résultat et le résultat anticipé dans le plan d'affaire. On aura donc la formule suivante :

$$SP = \text{Bénéfice net prévisionnel} - K_{cp} \times ANCC$$

Avec :

**K<sub>cp</sub>**: Coût des fonds propres ;

<sup>1</sup> SAIDI. A, « Méthodes d'évaluation d'entreprise : Le cas des entreprises algériennes cotées en bourse »[en ligne], mémoire de master en mathématiques financières, université de Boumerdes, 2017, p29format.PDF.disponible,sur :file:///C:/Users/User/Desktop/methodes%20d%60evaluation/Met hodes\_d\_evaluation\_d\_entreprise.pdf (consulté le 18/4/2018 a 10 :21pm).

<sup>2</sup> DE LA CHAPELLE. PH, *Op.cit.*, p70.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

ANCC : Actif net comptable corrigé.

Le taux d'actualisation de la rente du good Will est le taux de rendement exigé par l'investisseur (*coût des fonds propres*), qui est égal aux taux sans risque majoré d'une prime de risque, cette dernière est égale à la différence entre le taux espéré du marché et le taux sans risque.<sup>1</sup>

Selon la relation fondamentale du MEDAF, le taux d'actualisation se calcul comme suit :

$$K_{cp} = R_f + [ E(R_m) - R_f ] \times \beta_i$$

Avec :

**R<sub>f</sub>** : Taux sans risque.

**R<sub>m</sub>** : Risque de marche.

**β<sub>i</sub>** : Coefficient de sensibilité au risque.

### 2.2.1.2-La méthode indirecte

#### • La méthode des praticiens

Appelée aussi « *méthode allemande* » est une méthode qui consiste à pondérer, d'une façon arithmétique, la valeur de l'ANCC et la valeur de rendement.<sup>2</sup>

$$\text{La valeur de l'entreprise} = \frac{\text{ANCC} + \text{valeur de rendement}}{2}$$

La valeur de rendement est égale au dernier résultat courant avant impôt divisé par le coût du capital.<sup>3</sup>

$$\text{Valeur de rendement} = \frac{\text{RCAI}}{\text{K}_{cp}}$$

D'après la formule de valorisation de l'entreprise par la méthode du good Will on a :

$$\text{GW} = \text{la valeur de l'entreprise} - \text{ANCC}$$

On obtient alors la formule de calcul suivante :

<sup>1</sup>PALOU. J-M, *Op.cit.*, p89.

<sup>2</sup>REFAIT. M, *Op.cit.*, p77.

<sup>3</sup> SAIDI. A, *Op.cit.*, p31.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

$$GW = \frac{\text{valeur de l'entreprise} - ANCC}{2}$$

### ▪ Intérêt et limite

La méthode du Good Will a fortement contribué à la réflexion et à l'amélioration des méthodes d'évaluation présentant ainsi de nombreux avantages :

- Elle permet d'apprécier l'entreprise dans toute ses dimensions. Notamment, elle intègre à l'entreprise systématiquement tous les éléments immatériels qui procurent à l'entreprise un avantage concurrentiel ;
- Elle reflète la santé passé et futur de la firme, ainsi l'entreprise ne sera plus considérée uniquement pour la valeur de ses actifs, mais aussi pour sa capacité à produire des bénéfices.<sup>1</sup>

Toutefois, cette méthode présente certains inconvénients, notamment :

- Elle ne prend pas en compte les perspectives que de façons limitées.<sup>2</sup> Elle reste tout de même tournée vers le passé (*l'accumulation des richesses*) car la valeur de l'ANCC reste dominante dans la valeur obtenue ;
- Il s'agit d'une méthode approximative qui fait appel à des paramètres difficiles à déterminer objectivement (*taux d'actualisation, durée, résultat récurrent prévisionnel....etc.*).

---

<sup>1</sup>Refait. M, *Op.cit.*, p75.

<sup>2</sup>TCHEMENI. E, *Op.cit.*, p29.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

### Section 3 :L'évaluation par les méthodes prospectives

Comme nous l'avons expliqué dans la section précédente, les méthodes patrimoniales s'appuient sur une approche statique de la valeur. Certes, la méthode du good Will propose des soutiens aux problèmes d'estimation des actifs incorporels, et introduit la dimension de rentabilité dans la valorisation de l'entreprise, mais cette notion de capacité bénéficiaire n'est qu'imparfaitement explorée.

C'est ainsi qu'en réponse aux insuffisances de l'approche patrimoniale ont été développées des approches prospectives et dynamiques fondées sur l'actualisation des flux de rentabilité. Ces méthodes partent du principe que la valeur de l'entreprise réside dans sa capacité à générer des flux de rentabilité.

Selon la nature des flux à considérer, on se place dans deux sous-catégories de méthodes :

- La méthode des flux financiers ;
- La méthode des flux économiques.

#### 1-La méthode des flux financiers

La méthode des flux financiers se place dans l'optique des investisseurs dont le souci est de réaliser le meilleur profit de leurs capitaux investis dans l'entreprise. De cette logique, découlent plusieurs méthodes, qui sont les suivantes :

##### 1.1-La méthode d'Irving Fisher

Selon Irving Fisher, la valeur qu'accorde l'investisseur à une action est la somme actualisée des dividendes qu'il espère recevoir, plus le profit de revente actualisé.

L'actualisation se fait au coût des fonds propres de la société. Il a également supposé que les dividendes à recevoir sont constants.<sup>1</sup>

La formule d'évaluation s'établit comme suit :

$$\text{Valeur de l'action} = \sum_{t=1}^n \frac{Div}{(1+i)^t} + \frac{Vn}{(1+i)^n}$$

Avec :

**Div** : Dividende globale (*avoir fiscale compris*) ;

**i** : Taux d'actualisation correspond aux coûts des fonds propres ;

**n** : Nombre de période ;

<sup>1</sup> BOUGUELLID. F, « *Evaluation des entreprises cas de COGB La Belle* », [en ligne] mémoire de master en science de gestion, université ABDARRAHMANE MIRA Bejaia, 2017, p41 Format PDF. Disponible, sur file:///C:/Users/User/Downloads/Evaluation%20des%20%20entreprises%20%20cas%20de%20COGB%20la%20Belle.pdf

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

**V<sub>n</sub>** : La valeur résiduelle.

Or, le prix de l'action est lui-même en fonction des dividendes qui seront versés, ainsi, la valeur de l'action est égale à la valeur actualisée des dividendes à l'infini. Mais l'application de ce modèle est impossible.<sup>1</sup>

Donc la valeur de l'entreprise devient :

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

### 1.2-Méthode de Gordon et Shapiro

L'hypothèse de constance des dividendes est trop simplificatrice pour bien décrire le futur, donc il a été vite dépassé pour aboutir au modèle de Gordon et Shapiro à partir de la formule d'Irving Fisher. Gordon et Shapiro ont ajouté une hypothèse qui suppose que le dividende à recevoir suit une tendance croissante suivant un taux de croissance (*g*) constant jusqu'à l'infini.<sup>2</sup>

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

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

Avec :

**Div** : premier dividende à recevoir.

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

$$V = \frac{\text{Div}}{(i-g)}$$

#### ▪ Intérêt et limites de ces deux méthodes

Comme toutes méthodes d'évaluation, la méthode d'Irving Fisher et celle de Gordon Shapiro présentent des avantages mais aussi des inconvénients :

#### ▪ Avantages

La méthode d'Irving Fisher permet de valoriser les actions de l'entreprise aux lieux des actifs qu'elle détient comme le font les méthodes patrimoniales.

La méthode de Gordon et Shapiro est très simple et ne nécessite pas de nombreux calculs.

<sup>1</sup>DE LA CHAPELLE. PH, *Op.cit.* p78.

<sup>2</sup> *Idem*, p79.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

### Inconvénients

- Difficulté d'estimation de la valeur résiduelle ;
- Le taux de distribution dépend de la stratégie de croissance, de la politique de financement et, notamment, de la politique de distribution<sup>1</sup>. Donc ces méthodes sont inadaptées pour les entreprises en plein croissance, qui ont des besoins importants en ressources et une politique des dividendes assez faibles ;
- Le model de Gorden Shapiro suppose que le taux de rentabilité exigé par les actionnaires soit supérieur aux taux de croissance des dividendes ( $i > g$ ), ce qui n'est pas forcément réel.<sup>2</sup>

### 1.3- Le model de Bates

#### 1.3.1-Définition

«Fondé sur l'actualisation des encaissements reçus par l'investisseur, le modèle de Bates, relativement simple et concret, Constitue une tentative intéressante pour appréhender les divers aspects de la rentabilité d'un investissement en actions».<sup>3</sup>

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

L'équation de départ du modèle est la suivante :

$$V = \sum_1^n \frac{Div}{(1+i)^n} + \frac{Vn}{(1+i)^n}$$

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

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

$$\text{PER (n)} = \text{PER (0)} \times A - d / 10\% \times B$$

<sup>1</sup> PALOU. J-M, *Op.cit.*, p133

<sup>2</sup> GRIB. C, « *Quelles méthodes d'évaluation de l'entreprise publique Algérienne. Cas de l'ENIEM ?* », mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016, p37.

<sup>3</sup> CHOINEL. A, « *Introduction à l'ingénierie financière* », la revue banque, 1991, Paris, p140.

<sup>4</sup> PALOU. J-M, *Op.cit.*, p135.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

Avec

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

$$B = 10\% \times [(1+g) / (g-r)] \times (1-A)$$

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

Le model de Bates établit une relation entre :<sup>1</sup>

- Le PER d'entrée (*valeur actuelle de l'entreprise*) et le PER de sortie (*valeur de fin de période*) ;
- Le taux de croissance de dividendes ;
- Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires ;
- Le taux de distribution.

### ▪ Intérêt et limite

Ce modèle est considéré comme une méthode de valorisation couramment utilisée par les professionnels grâce à sa facilité d'utilisation et ses hypothèses sont proches de la réalité.

Cependant, ce modèle d'évaluation comporte certaines inconvénients tels que :

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

## 2- La méthode des flux économiques

La méthode des flux économiques reste toujours dans l'optique de l'évaluation à partir de l'actualisation des flux (*méthode dynamique*), mais contrairement à la méthode des flux financiers qui assimile l'investissement en entreprise à un placement financier, cette méthode a un caractère économique car elle s'intéresse à l'activité propre de l'entreprise, et surtout à la valeur industrielle et commerciale de cette activité en ignorant ses conditions de financement et leurs conséquences.

Nous allons développer les principales méthodes des flux économiques utilisées :

- La méthode des cash-flows actualisés ;
- La méthode de valeur ajoutée économique (*EVA*) et la valeur économique de marché (*MVA*).

### 2.1-La méthode des cash-flows actualisés

La méthode des cash-flows actualisés est une méthode d'évaluation d'entreprise très utilisée par les analystes financiers.

---

<sup>1</sup>SAIDI. A, *Op.cit.*, p51-52.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

La valeur d'entreprise selon cette méthode correspond à la somme des valeurs actuelles des flux futurs actualisés générés par son exploitation<sup>1</sup>. Elle consiste à calculer la valeur actuelle des flux de trésorerie nets générés par les investisseurs de l'entreprise, ainsi, la valeur globale de l'entreprise se trouve constituer de la somme des cash-flows prévisionnels actualisés.

D'où la formule suivante :

$$V_e = \sum_i^{\infty} \frac{CF}{(1+i)^n}$$

Avec :

**CF** : Cash- flow ;

**i**: Taux d'actualisation (*coût moyen pondéré du capital CMPC*) ;

Les flux de trésorerie peuvent être appréhendés :

- En montant net (*après incidence du mode de financement et donc des frais financiers, méthode dite des cash-flows libres*) ;
- Au niveau du résultat d'exploitation (*avant incidence du mode de financement de l'entreprise et donc ses frais financiers, méthode des cash-flows disponible*).<sup>2</sup>

Cette méthode nécessite la détermination :

- **Des flux de trésorerie(DCF)**

Pour calculer les cash-flows, nous allons présenter deux méthodes dans le tableau suivant :

**Tableau N°3** : Méthodes de calculs des cash-flows.

| EBE   | Résultat Net                   |
|---|--------------------------------|
| - Dotations à la participation des salariés | + Amortissements et provisions |
| - Variation du BFR                          | +/- Eléments exceptionnels     |
| - Investissements                           | - Variation du BFR             |
| + Cession d'actifs                          | - Investissement               |
| + Résultat financier                        | + Cessions d'actifs            |
| - Impôt                                     |                                |
| <b>= FCF</b>                                | <b>= FCF</b>                   |

Source : DE LA CHAPELLE. PH, Op.cit., p85.

<sup>1</sup>TCHEMINI. E, Op.cit., p47.

<sup>2</sup>DF LA CHAPELLE. PH, Op.cit., p85.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

### ▪ Taux d'actualisation

Pour actualiser les cash-flows, le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital qui représente le coût d'opportunité qui évalue les investisseurs qui font le choix d'investir leur capitaux dans l'entreprise plutôt que de les placer ailleurs.<sup>1</sup>

Le CMPC est donc le coût global supporté par l'entreprise pour avoir accès aux ressources financières, nécessaires à financer son activité, sous forme de capitaux propres ou de dettes.

$$\text{CMPC} = K_{cp} \times \frac{CP}{CP+D} + (1-IBS) \times K_d \times \frac{D}{CP+D}$$

Avec :

**CMPC** : Coût Moyen Pondéré du Capital ;

**CP** : Valeur des Capitaux Propres ;

**D** : Valeur de la Dette ;

**K<sub>d</sub>** : Coût de la Dette ;

**K<sub>cp</sub>** : Coût des Capitaux Propres.

### ▪ Intérêt et limites

La méthode des cash-flows actualisés constitue la méthode moderne la plus employée pour la détermination de la valeur de l'entreprise<sup>2</sup>. Car elle donne une estimation à l'activité de l'exploitation, elle intègre dans son application le processus économique propre à l'entreprise, sa viabilité, le risque lié à son activité ainsi que ses perspectives de croissance et de besoin.

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

---

<sup>1</sup> TCHEMENI. E, *Op.cit.*, p48.

<sup>2</sup> PALOU. J-M, *Op.cit.*, p150.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

### 2-2-La méthode de la valeur ajoutée économique(EVA) et de la valeur économique de marché(MVA)

#### 2-2-1-Concept de la valeur économique ajoutée(EVA)

«Economic Value Added (EVA) ou valeur ajoutée économique est une méthode de calcul permettant de mesurer la performance économique de l'entreprise après rémunération de tous les capitaux utilisés». <sup>1</sup>

La valeur économique ajoutée est un indicateur interne de mesure de la création de valeur par une société pour ses actionnaires, elle s'appuie sur la notion du profit économique et du résultat résiduel.

Elle se calcule à partir de : la différence entre le revenu net d'impôt(IRS), tiré de l'exploitation et la rémunération des capitaux engagés(CE) au coût moyen pondéré du capital(CMPC).La formule de l'EVA est donc la suivante :

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{CMPC} \times \text{CI})$$

Avec :

**NOPAT** : Résultat net d'Exploitation Après Impôt ;

**CMPC** : Coût Moyen Pondéré du Capital ;

**CI** : Capital investi.

Trois cas de calcul de l'EVA peuvent se révéler :<sup>2</sup>

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

<sup>1</sup>TICHEMENI. E, op.cit., p53.

<sup>2</sup>DE LA CHAPELLE. PH, Op.cit., 96.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

### 2-2-2-Concept de la valeur économique de marché(MVA)

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

La valeur économique de marché ou market value added (MVA) désigne la perception qu'a le marché financier sur la performance cumulée passée d'une société et de la probabilité que celle-ci à d'investir son capital d'une manière optimale. Toute en prenant compte des performances passées de la société, ses opportunités d'investissement courantes et ses perspectives de croissance.<sup>1</sup>

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

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

Pour une société cotée la MVA se calcule comme suit :

$$MVA = \text{Capitalisation boursière} - \text{Valeur comptables des fonds propres}$$

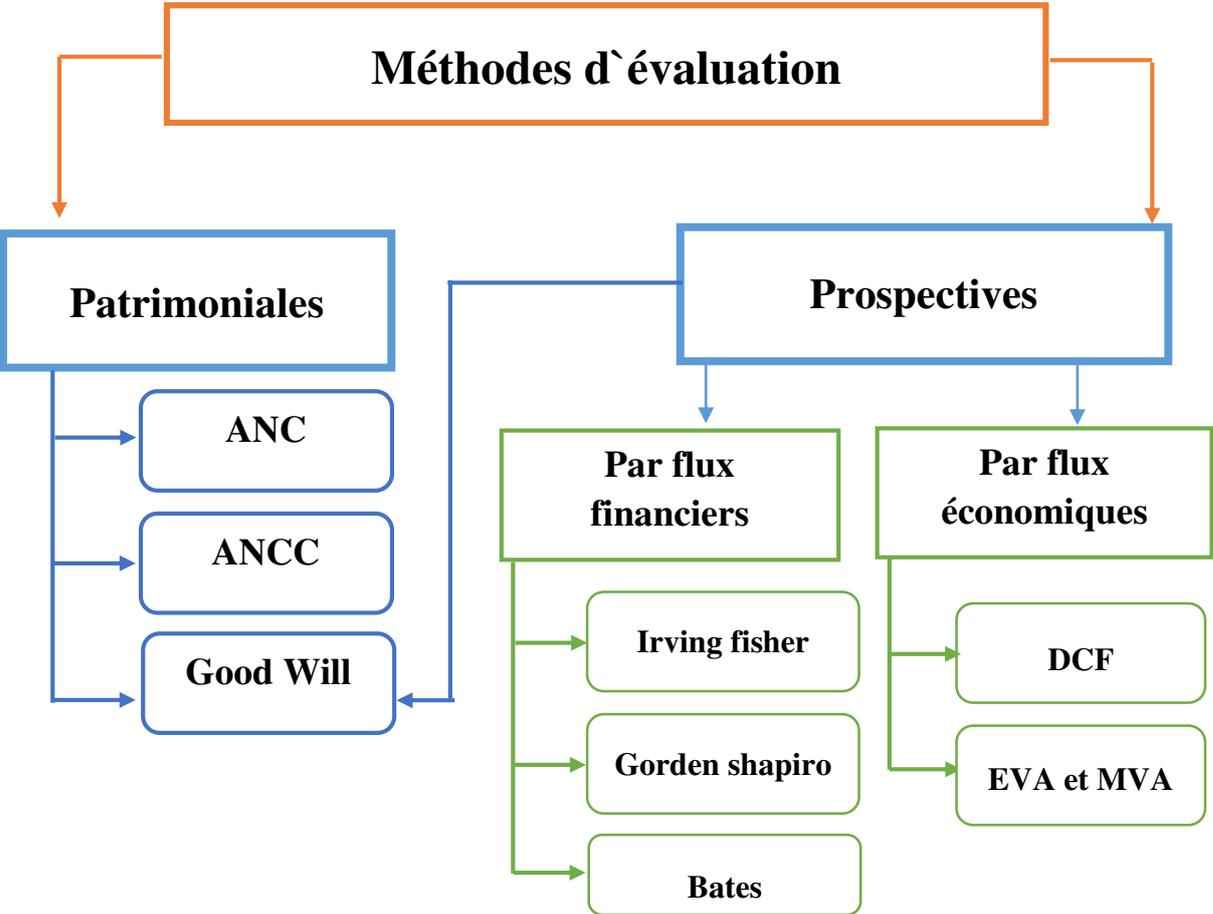
#### ▪ Intérêt et limite

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

<sup>1</sup>TCHEMENI. E, Op.cit., p56.

# Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

Schéma N° 4 : Les méthodes d'évaluation



Source : Etabli par nous-mêmes.

## Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse

---

### Conclusion

La démarche prospective se caractérise par son réalisme car ses méthodes sont cohérentes et concordantes avec l'activité de l'entreprise. Malheureusement, cette approche reste longue et complexe, limitant la qualité des valorisations, car l'information nécessaire sur certains paramètres, à l'instar des flux prévisionnels et du taux d'actualisation n'est pas toujours disponible.

Bien qu'il existe plusieurs méthodes d'évaluation dans la littérature. Nous avons essayé dans ce chapitre, de présenter les méthodes les plus répandues et les plus utilisées.

Toutes ces méthodes se fondent sur des supports qui ne sont pas sans faille et qui ne peuvent prétendre à la vérité absolue, et aucune méthode n'est meilleure que l'autre, elles ont toutes des avantages et des limites. Toutefois, les techniques d'évaluation ont considérablement progressé ces dernières années ce qui permet de réduire et non d'éliminer la marge d'erreur dans la détermination du prix.

Dans ce qui suit, nous allons essayer d'utiliser toutes les connaissances nécessaires déjà suscitées dans un cas pratique. A travers ce cas, nous allons essayer de déterminer la fourchette de valeur la plus étroite qui nous permettra de trouver la valeur qui sera la plus proche possible de la valeur réelle. La partie pratique se fera dans la plus grande entreprise algérienne de l'industrie agroalimentaire «*NCA-ROUIBA*».

**Introduction**

Après avoir présenté les différents aspects théoriques liés à l'introduction en bourse et l'évaluation des entreprises, dans les deux chapitres précédents, nous passons à présent à l'utilisation de ces notions dans un cas pratique portant sur l'évaluation d'une entreprise dans un contexte particulier d'introduction en bourse.

Dans notre cas, La société à évaluer opère dans le secteur de l'agroalimentaire sous la nomination de « *NCA-Rouïba* », elle a fait l'objet d'une introduction en bourse. Mais avant, nous souhaitons l'évaluer afin de faire ressortir une fourchette de valeur et une estimation du prix de son action. Et cela par l'application des différentes méthodes d'évaluation, après avoir présenté d'une manière générale l'entreprise NCA-Rouïba.

**Section 01 : Présentation de l'entreprise « *NCA-Rouïba* »**

La première section de la partie empirique du présent mémoire est consacrée à la préparation du terrain à l'évaluation de l'entreprise. En effet, l'entreprise qui fait l'objet d'évaluation se nomme NCA-Rouïba et nous allons la présenter en détail dans les pages qui suivent.

Puis, on pratiquera la première étape dans le processus d'évaluation : le diagnostic. On réunira les informations nécessaires à un diagnostic interne et externe, on utilisera les méthodes d'analyse financière et on finira par présenter les points forts et points faibles de l'entreprise.

**1-Présentation de l'entreprise**

NCA-Rouïba (*Nouvelle Conserverie Algérienne*), est une entreprise algérienne spécialisée dans la production et la distribution de boissons, nectars et jus de fruits.

Le siège social de la société NCA-Rouïba est établi à la zone industrielle de Rouïba, RN N°5, Alger – Algérie.

**1.1-Historique de la société NCA-Rouïba**

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

A partir de 1990 la société a décidé de renforcer l'activité boisson par rapport à l'activité des conserves alimentaires et s'est rapidement érigée en leader incontesté des marchés des boissons à base de fruits et de la conserve alimentaire.

La société a été transformé en société par actions (SPA) au mois de mars 2003, la durée de vie de la société initialement limitée à 50 ans, a été entendue à 99 ans par l'assemblée générale extraordinaire qui s'est réuni le 5 février 2006.

A sa création, le capital de la société s'élèverait à trois cent mille dinars (300 000 DA) divisé en 300 parts sociales d'une valeur nominale de 1000 DA chacune. Ces parts sociales ont été souscrites en espèce et intégralement libérées par les deux fondateurs selon la répartition ci-dessous :

**Tableau N°4 : Répartition du capital initial à la constitution**

| <b>Nom et prénom</b>   | <b>Nombre de part sociale</b> | <b>%</b> |
|------------------------|-------------------------------|----------|
| <b>Salah OTHMANI</b>   | 250                           | 83%      |
| <b>Mohamed OTHMANI</b> | 50                            | 17%      |
| <b>Total</b>           | 300                           | 100%     |

Source : Document interne à l'entreprise NCA-Rouïba.

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

### **1.2- Fiche signalétique de l'entreprise NCA-ROUIBA**

- Raison sociale : NCA-ROUIBA ;
- Date de création : mai 1966 ;
- Registre de commerce : 16/00 0008627 ;
- Président du conseil d'administration : slim OTHMANI ;
- Statut juridique : société par action(SPA), depuis mars 2003 ;
- Adresse : Route National n°5, zone industrielle de ROUIBA, Alger ;
- Capital social : 849 195 000 DA ;
- Nombre d'effectif : 523 salariés ;
- Site internet : [www.rouiba.com.dz](http://www.rouiba.com.dz) ;
- Email : [nca@rouiba.com.dz](mailto:nca@rouiba.com.dz) ;
- Tel/Fax : 021 50 70 88/ 021 50 70 95.

### **1.3- Objet social**

Conformément aux statuts de l'entreprise, l'objet social couvre les activités suivantes :

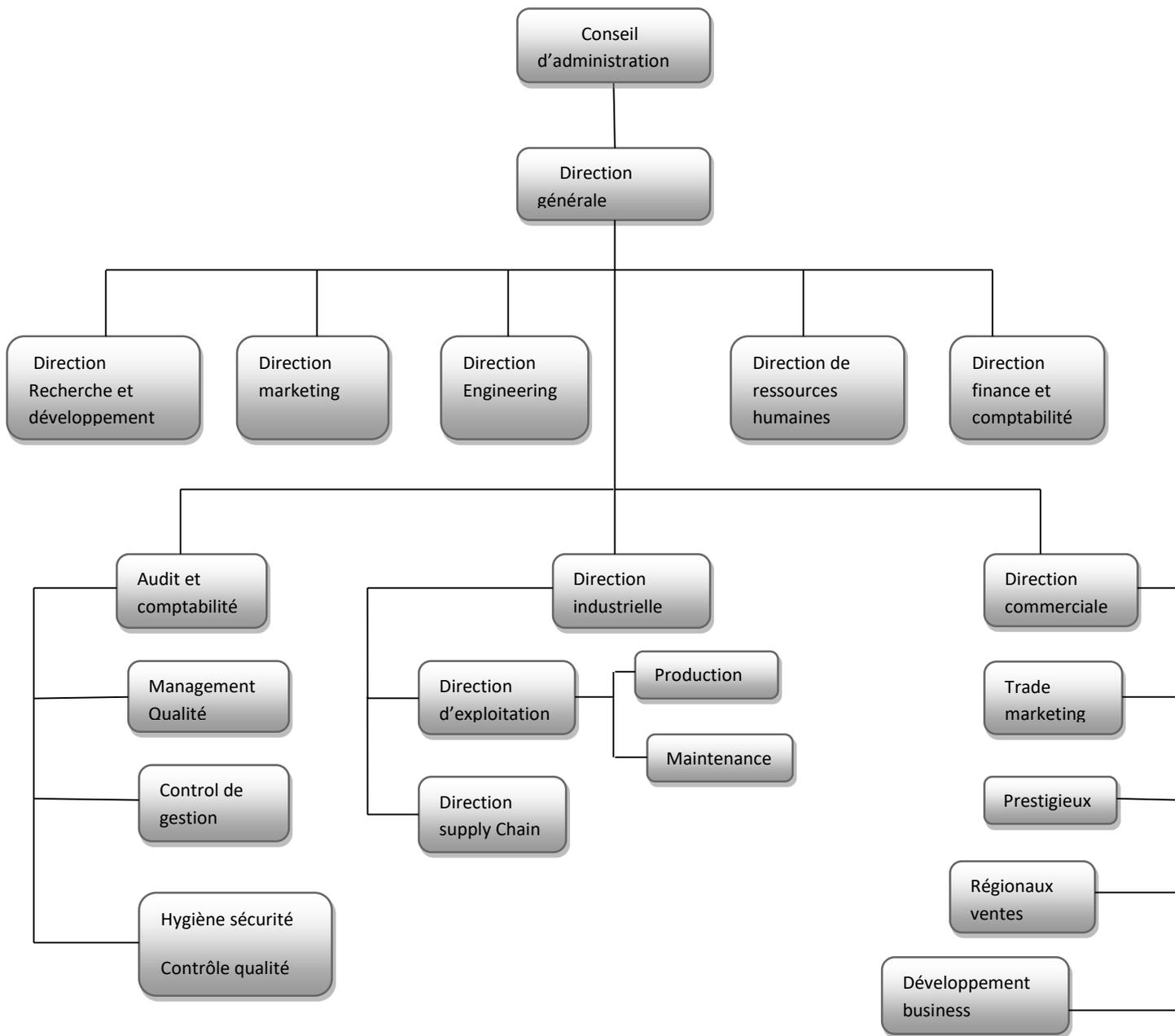
- Fabrication de conserves ;
- Production des eaux gazeuses et boissons diverses non alcoolisées ;
- Fabrication de conserves de viande, volatile, foie gras ;

- Préparation des plats cuisinés ;
- Fabrication de bouillons, potages et arômes ;
- Fabrication de produits pour alimentation des animaux à l'exception de la farine destinée à l'alimentation des poissons ;
- Production du lait et produits laitiers (*laiterie*), biscuiterie, confiserie et produits destinés au régime alimentaire ;
- Transformation de produits alimentaires ;
- Commerce en gros de boissons non alcoolisées ;
- Distribution de l'eau minérale et diverses boissons non alcoolisées.

Par ailleurs, la société peut aussi en vertu de ses statuts, entreprendre tout acte, lié directement ou indirectement, à son objet social, en mesure de faciliter et développer ses activités. Il convient de préciser que depuis sa constitution en 1966, la société n'exerce que les activités suivantes :

- La production et la distribution de boissons et de jus de fruits ;
- La production et la distribution de conserves de légumes et fruits (*abandonnée en 2005*) ;
- La production et la distribution de lait UHT (*abandonné en 2005*).

Organigramme de l'entreprise de l'entreprise «NCA-Rouiba»



Source : Document interne à l'entreprise.

**1.4-Place de la société dans le marché**

Le marché algérien des JNSD (*juice, nectars, still drinks*) se compare favorablement à ceux des autres pays Maghreb en termes de taille, de maturités de ses acteurs, d'innovation et de dynamisme. Il est estimé à 498 millions de litres environs en 2011, soit plus de la moitié de l'ensemble du marché maghrébin qui est estimé à 955 millions de litres pour la même année.

Au sein de la filière JNSD, NCA-Rouïba s'est toujours positionnée sur des produits de qualité supérieur et la marque « *Rouïba* » a toujours été perçue comme un produit « *premium* » par rapport à la concurrence.

**1.5-Les fournisseurs de l'entreprise NCA-ROUIBA**

Les matières premières utilisées par l'entreprise sont principalement les concentrés de fruits, le sucre et l'emballage. Les concentrés de fruits sont achetés localement tel que l'abricot. Pour ceux qui sont des autres fruits, les concentrés sont importés de divers fournisseurs internationaux spécialisés.

**1.6- La performance commerciale de NCA-Rouïba**

NCA-Rouïba a enregistré une croissance importante qui repose sur sa capacité à commercialiser des produits de qualité répondant aux attentes des consommateurs :

- En améliorant les produits existants de manière continue ;
- En introduisant de nouveaux produits innovants et accessibles au plus grands nombre de consommateurs pour développer une consommation de masse ;
- En améliorant sa distribution à l'échelle nationale.

**2- Information concernant l'opération d'introduction en bourse**

L'introduction en bourse de la société NCA-ROUIBA a été décidée par le conseil d'administration de la société réuni le 27mai 2011. Un rétro-planning a été approuvé au cours de la même réunion et le suivi de l'avancement de processus d'introduction a été inscrit à l'ordre du jour des conseils d'administration subséquent et notamment ceux tenus le 30 décembre 2011 et le 17avril 2012.

La décision d'introduction a également été entérinée par les actionnaires de la société réuni en séance extraordinaire le 31janvier 2012ayant approuvé la mise en conformité des statuts de la société avec la réglementation régissant la Bourse d'Alger. Une mise à jour sur l'avancement du processus d'introduction en bourse ainsi que sur la structuration de l'opération ont été présentés aux actionnaires de la société réunis en séance ordinaire le 22mai 2012.

**2.1-Objectif de l'opération**

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

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

## **2.2- Caractéristiques de l'opération**

### **2.2.1- Montant de l'offre**

L'opération consiste en l'offre à prix fixe de 2 122 988 actions ordinaires provenant de la cession, par les actionnaires actuels d'action d'une valeur nominale de 100 dinars chacune et représente 25% du capital social.

### **2.2.2- Prix de l'offre**

L'action ordinaire de NCA-ROUIBA est offerte à un prix fixe de 400 dinars tous frais compris.

Les salariés de la société bénéficieront d'un prix bonifié de 380 dinars.

### **2.2.3- Segmentation de l'offre**

L'offre des actions de NCA-ROIUBA sont réparties en deux segments :

- **Segment A** : les salariés de la société : un quota maximum de 85 000 actions soit de 4% des actions offertes, est réservé aux salariés de la société ;
- **Segment B** : les non-salariés de la société : le reliquat des actions offertes soit de 2 037 988, est réservé aux nationaux résidents, personnes physiques et personnes morales.

## **Section 2 : Le Diagnostic financier de l'entreprise**

Dans cette section nous allons présenter une analyse de la situation financière de l'entreprise, on se basant sur les bilans des années 2010, 2011, 2012 :

1-Elaboration des bilans financiers

Tableau N°5: Actif des bilans financiers des années 2010,2011 et 2012 (En milliers de DA).

| Désignation                             | 2010             | 2011             | 2012             |
|---|------------------|------------------|------------------|
| <b>Valeurs immobilisée</b>              | <b>1 651 974</b> | <b>2 049 308</b> | <b>2 392 452</b> |
| Immobilisations.<br>incorporelles       | 3 206            | 23 501           | 21 615           |
| Immobilisations.<br>Corporelles         | 1 605 265        | 1 997 788        | 2 338 246        |
| Immobilisations.<br>financières         | 43 503           | 28 019           | 22 591           |
| <b>Valeur d`exploitation</b>            | <b>494 660</b>   | <b>847 514</b>   | <b>908 325</b>   |
| Stocks et en cours                      | 494 660          | 847 514          | 908 325          |
| <b>Valeur réalisables</b>               | <b>499 559</b>   | <b>902 948</b>   | <b>1 048 928</b> |
| Clients                                 | 445 615          | 560 134          | 678 690          |
| Autres débiteurs                        | 25 016           | 206 505          | 167 355          |
| Impôts et assimilés                     | 20 904           | 109 007          | 180 421          |
| Autres créances et<br>emplois assimilés | 8 024            | 27 301           | 22 461           |
| <b>Valeurs disponibles</b>              | <b>346 976</b>   | <b>260 127</b>   | <b>82 853</b>    |
| Trésorerie                              | 346 976          | 260 127          | 182 862          |
| <b>Total des emplois</b>                | <b>2 993 170</b> | <b>4 059 897</b> | <b>4 432 558</b> |

Source : Etabli par nous-même à partir des bilans comptables.

Tableau N°6 : Passif des bilans financiers des années 2010 ,2011 et 2012 (En milliers de DA).

| Désignation                              | 2010             | 2011             | 2012             |
|--|------------------|------------------|------------------|
| <b>Capitaux propres</b>                  | <b>1 365 026</b> | <b>1 476 870</b> | <b>1 610 817</b> |
| Capital émis                             | 849 195          | 849 195          | 849 195          |
| Primes et réserves                       | 230 487          | 436 121          | 564 163          |
| Résultat net                             | 255 635          | 188 042          | 193 948          |
| Autres capitaux propres                  | 29 709           | 3 511            | 3 511            |
| <b>DLMT</b>                              | <b>520 797</b>   | <b>850 917</b>   | <b>827 052</b>   |
| Emprunt et dettes financières            | 507 217          | 750 613          | 708 680          |
| Impôt différé et provisionné             | 1 675            | /                | /                |
| Provisions et produits constaté d`avance | 11 905           | 100 304          | 118 372          |

| <b>DCT</b>                         | <b>1 107 348</b> | <b>1 732 110</b> | <b>1 994 689</b> |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Fournisseurs et comptes rattachées | 690 269          | 1 082 080        | 1 116 804        |
| Impôts                             | 117 047          | 166 185          | 179 010          |
| Autres dettes                      | 299 659          | 353 181          | 360 543          |
| Trésorerie passive                 | 373              | 130 664          | 338 332          |
| <b>Total passif</b>                | <b>2 993 170</b> | <b>4 059 897</b> | <b>4 432 558</b> |

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des bilans comptables.

Durant les exercices 2010, 2011 et 2012 on remarque une évolution de l'actif immobilisé qui est due essentiellement à l'accroissement des investissements physiques réalisés en 2011. Ainsi l'augmentation des valeurs d'exploitation et notamment celle des stocks et les créances clients n'est pas négligeable.

On remarque que l'entreprise a augmenté ses ressources à long et à moyen terme afin de financer les investissements qu'elle a engagé en l'année 2011, en contractant du nouveau crédit bancaire à moyen terme. Le compte fournisseur a également connu une augmentation.

### **1.1-Elaboration des bilans financiers condensés**

Les bilans financiers nous permettent d'établir les bilans financiers en grandes masses qui se présentent comme suit :

**Tableau N°7 : Bilan financier condensé de l'année 2010. (En milliers de DA)**

| <b>Actif</b>             | <b>Emplois</b>   | <b>%</b>    | <b>Passif</b> | <b>Ressources</b> | <b>%</b>    |
|--------------------------|------------------|-------------|---------------|-------------------|-------------|
| <b>V. immobilisées</b>   | 1 651 974        | 55.19%      | FP            | 1 365 026         | 45.60%      |
| <b>V. d'exploitation</b> | 496 660          | 16.59%      | DLMT          | 520 797           | 17.39%      |
| <b>V. Réalisables</b>    | 499 559          | 16.68%      | DCT           | 1 107 348         | 37%         |
| <b>V. Disponibles</b>    | 346 976          | 11.59%      |               |                   |             |
| <b>Total</b>             | <b>2 993 170</b> | <b>100%</b> | <b>Total</b>  | <b>2 993 170</b>  | <b>100%</b> |

**Source :** Etabli par nous-même à partir du bilan financier de l'année 2010.

**Tableau N°8 : Bilan financier condensé de l'année 2011. (En milliers de DA)**

| <b>Actif</b>             | <b>Emplois</b>   | <b>%</b>    | <b>passif</b> | <b>Ressources</b> | <b>%</b>    |
|--------------------------|------------------|-------------|---------------|-------------------|-------------|
| <b>V. Immobilisées</b>   | 2 049 308        | 50.47%      | FP            | 1 476 870         | 36.37%      |
| <b>V. d'exploitation</b> | 847 514          | 20.87%      | DLMT          | 850 917           | 20.95%      |
| <b>V. Réalisables</b>    | 902 948          | 22.24%      | DCT           | 1 732 110         | 42.66%      |
| <b>V. disponibles</b>    | 260 127          | 6.40%       |               |                   |             |
| <b>Total</b>             | <b>4 059 897</b> | <b>100%</b> | <b>Total</b>  | <b>4 059 897</b>  | <b>100%</b> |

**Source :** Etabli par nous-même à partir du bilan financier de l'année 2011.

**Tableau N°9 : Bilan financier condensé de l'année 2012. (En milliers de DA).**

| <b>Actif</b>             | <b>Emplois</b>   | <b>%</b>    | <b>Passif</b> | <b>Ressources</b> | <b>%</b>    |
|--------------------------|------------------|-------------|---------------|-------------------|-------------|
| <b>V. Immobilisées</b>   | 2 392 452        | 53.97%      | FP            | 1 610 817         | 36.34%      |
| <b>V. d'exploitation</b> | 908 325          | 20.49%      | DLMT          | 827 052           | 18.65%      |
| <b>V. réalisables</b>    | 1 048 928        | 23.66%      | DCT           | 1 994 689         | 45.00%      |
| <b>V. disponibles</b>    | 82 853           | 1.86%       |               |                   |             |
| <b>Total</b>             | <b>4 432 558</b> | <b>100%</b> | <b>Total</b>  | <b>4 432 558</b>  | <b>100%</b> |

Source : Etabli par nous-même à partir du bilan financier de l'année 2012.

Il ressort de l'analyse de la structure de bilan en grandes masses pour les trois années d'exercices 2010,2011 et 2012 ce qui suit :

Pour la structure des emplois, on constate que :

▪ **Les valeurs immobilisées (VI)**

Elles représentent pour les années 2010,2011 et 2012 respectivement 55.19%,50.47%et 53.97% du total des emplois. Ces VI sont constituées en grandes partie des immobilisations corporelles, ce qui justifie la vocation industrielle de l'entreprise conformément au ratio  $VI / \sum E = [50-65]$ .

Nous constatons également que la valeur des immobilisations est en baisse entre 2010 et 2011 cela est dû à la baisse des immobilisations financières après on remarque une augmentation durant l'année 2012 qui est due à l'augmentation des immobilisations corporelles.

▪ **Les valeurs d'exploitation(VE)**

Représentent 16.59% en 2010 et augmentent en 2011 à 20.87%, 2012 20.49% cette augmentation est due à l'augmentation des stocks.

▪ **Les valeurs réalisables(VR)**

Ces valeurs sont en augmentation durant les trois années 2010,2011 et 2012 passant de 16.68% à 22.24% pour augmenter jusqu'à 23.66%.

Cette augmentation s'explique par l'évolution de la valeur des créances clients et des impôts.

▪ **Les valeurs disponibles(VD)**

Durant les trois exercices les VD ont connu une forte baisse de 11.53% en 2010 jusqu'à 1.86% en 2012 ce qui signifie que l'entreprise a réalisé une bonne gestion de liquidité avec un taux inférieur à 5%.

**Pour la structure des ressources :** on constate que :

▪ **Les fonds propres(FP)**

Les capitaux propres représentent une part assez importante du passif du bilan 45.60% en 2010,36.37% en 2011 et 36.34% en 2012, malgré la baisse des capitaux propres durant cette période. L`entreprise présente un certain degré d`autonomie financière.

▪ **Les dettes à long et à moyen terme (DLMT)**

On remarque une augmentation assez importante durant les années 2010, 2011 et 2012 avec des taux respectivement de 17.39%, 20.95% et 18.65% .Ceci est dû à l`augmentation des emprunts ainsi les provisions et produits constatés d`avance.

▪ **Les dettes à court terme (DCT)**

Ces ressources représentent des taux importants de 37%, 42.66% et 45%. Cette augmentation est due à l`augmentation de la dette fournisseur et l`augmentation des impôts.

**1.2-Analyse de l`équilibre financier**

**Tableau N°10 : Calcul du fonds de roulement net. (En milliers de DA)**

| Désignation | 2010           | 2011           | 2012          |
|-------------|----------------|----------------|---------------|
| CP          | 1 365 026      | 1 476 870      | 1 610 817     |
| DLMT        | 520 797        | 850 917        | 827 052       |
| VI          | (1 651 974)    | (2 049 308)    | (2 392 452)   |
| FRN         | <b>233 849</b> | <b>278 479</b> | <b>45 417</b> |

Source : établi par nous-même à partir des bilans financiers des années 2010,2011 et 2012.

D`après les résultats obtenus, on remarque que le FR est positif en 2010, 2011 et 2012.Cela signifie que les capitaux permanents financent largement les valeurs immobilisées.

**Tableau N°11 : Calcul du besoin en fonds de roulement. (En milliers de DA)**

| Désignation | 2010            | 2011            | 2012           |
|-------------|-----------------|-----------------|----------------|
| VE          | 496 660         | 847 514         | 908 325        |
| VR          | 499 559         | 902 948         | 1 048 928      |
| DCT         | (1 107 348)     | (1 862 774)     | (1 994 688)    |
| BFR         | <b>-111 129</b> | <b>-112 312</b> | <b>-37 435</b> |

Source : Etabli par nous-même à partir des bilans financiers des années 2010, 2011 et 2012.

On constate que le BFR est négatif durant les trois années, ce qui signifie que les ressources d`exploitation couvrent la totalité des besoins d`exploitation.

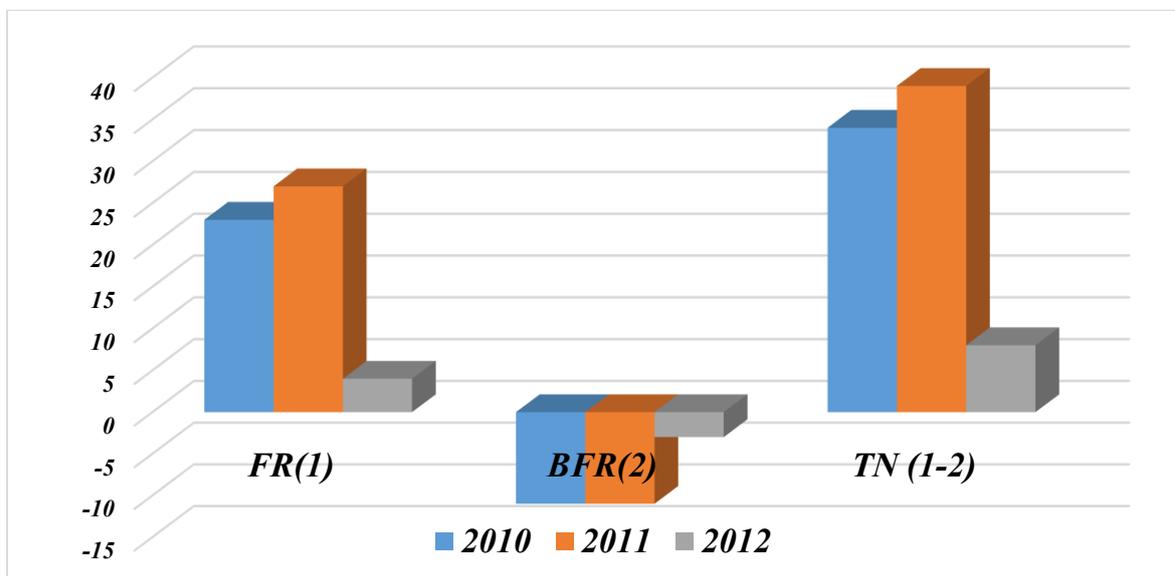
**Tableau N°12 : Calcul de la trésorerie net. (En milliers de DA)**

| Désignation | 2010           | 2011           | 2012          |
|-------------|----------------|----------------|---------------|
| FRN(1)      | 233 849        | 278 479        | 45 417        |
| BFR(2)      | -111 129       | -112 312       | -37 435       |
| TN (1-2)    | <b>344 978</b> | <b>390 791</b> | <b>82 852</b> |

Source : Etabli par nous-même.

L'entreprise a enregistré durant les trois années 2010,2011 et 2012 une TN positive ce qui signifie que l'entreprise dispose de liquidité immédiate et cela lui assure une capacité à régler les exigibilités a cours terme. Ceci lui permet aussi d'exploiter toute les opportunités qui se présente sur le marché.

Schéma N°3 : L'équilibre financier de l'entreprise durant l'année 2010, 2011 et 2012



Nous constatons que l'entreprise NCA-Rouïba est financièrement équilibrée durant la période de 2010 à 2012.

## 2-Analyse du solde intermédiaire de gestion(SIG)

Tableau N° 13 : Evolution des soldes intermédiaires de gestion. (En milliers de dinars).

| Désignation                   | 2010       | 2011       | Δ (2010 et 2011) % | 2012       | Δ (2011 et 2012) % |
|-------------------------------|------------|------------|--------------------|------------|--------------------|
| Chiffre d'affaires            | 3 998 475  | 4 633 431  | 13.7               | 5 709 764  | 18.8               |
| Production de l'exercice      | 4 025 180  | 4 783 843  | 15.8               | 5 876 025  | 18.9               |
| Consommation de l'exercice    | -2 920 919 | -3 570 357 | 18.1               | -4 433 089 | 19.4               |
| Valeur ajoutée d'exploitation | 1 104 261  | 1 213 188  | 8.9                | 1 442 937  | 15.9               |
| EBE                           | 626 828    | 674 484    | 7,08               | 821 414    | 17.8               |
| Résultat d'exploitation       | 405 020    | 361 991    | 11.8               | 405 020    | 10.6               |
| Résultat financier            | -58 321    | -96 007    | 39.2               | -89 870    | -6.82              |
| Résultat net d'exercice       | 255 635    | 188 042    | -35.9              | 193 948    | 3.04               |

Source : Etabli par nous-même à partir d'un SIG.

- **Chiffre d'affaires :** Le CA a connu une croissance en 2011 par rapport à l'année 2010 avec un taux de 13.7%, aussi en 2012 avec un taux de 18.8%.  
Cette croissance est due à une augmentation au niveau des ventes relative à la croissance de la production en 2012.
- **Valeur ajoutée :** La VA représentant la richesse créée par l'entreprise, a connu une croissance considérable avec un taux de 8.9% en 2011 et 15,9% en 2012, qui est due essentiellement à la croissance du chiffre d'affaires.
- **Excédent brut d'exploitation :** L'entreprise a réalisé un EBE positif durant les trois années étudiées, qui a augmenté avec un taux de 7.08% en 2011 et un taux de 17.8% en 2012. Cette hausse est justifiée par un niveau relativement élevé du CA.
- **Résultat d'exploitation :** Le résultat d'exploitation des trois exercices sont positifs mais a connu une légère baisse à cause de la hausse des dotations aux amortissements et aux provisions ceci se justifié par l'investissement physique réalisé par l'entreprise.
- **Résultat financier :** Le résultat financier est la différence entre les produits financiers et les charges financières. Dans ce cas, le résultat financier a baissé en 2011 avec un taux de 39.2% car l'entreprise a subit une augmentation des charges financières en 2011.
- **Le résultat net de l'exercice :** Les résultats des trois exercices sont positifs, ce qui est considéré comme un bon indicateur de la rentabilité générale de l'entreprise.

### 3-Analyse de l'activité de NCA-ROUIBA par les indicateurs de croissance et de rentabilité

#### 3.1-Calcul de la capacité d'autofinancement

**Tableau N° 14 : Capacité d'autofinancement (En milliers de dinars)**

| Désignation                                 | 2010           | 2011           | 2012           |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Résultat net                                | 255 635        | 188 042        | 193 948        |
| +Dotations aux amortissements et provisions | 215 082        | 305 111        | 394 001        |
| -Reprise sur provision                      | -              | 36 397         | 23 738         |
| <b>CAF</b>                                  | <b>470 717</b> | <b>456 756</b> | <b>564 211</b> |

Source : Etablis par nous-mêmes à partir des données comptables de l'entreprise NCA-ROUIBA.

La capacité d'autofinancement (CAF) de NCA-ROUIBA est positive durant les trois exercices, ce qui veut dire que l'entreprise dégage un surplus monétaire qui permet d'assurer son financement.

3.2-Analyse par les ratios

Tableau N°15 : Les ratios de structure

| Ratios  | Calcul                             | 2010 | 2011 | 2012 | Interprétation  |
|---|------------------------------------|------|------|------|---|
| <b>Ratio de financement des immobilisations par les fonds propres</b> | Capitaux propres /les VI           | 0.82 | 0.72 | 0.67 | Ce ratio est inférieur à 1, cela veut dire que l'entreprise n'arrive pas à financer la totalité de ses immobilisations par ses fonds propres.   |
| <b>Ratio de capacité d'endettement</b>                                | Capitaux propres / $\Sigma$ dettes | 0.83 | 0.54 | 0.57 | Les résultats obtenus pour les trois périodes 2010 ,2011 et 2012 sont supérieurs à 50%, on constate que l'entreprise NCA-ROUIBA arrive à couvrir ses dettes avec ses propres ressources durant les trois années.                      |
| <b>Ratio d'autonomie financière</b>                                   | Capitaux propres / $\Sigma$ Passif | 0.45 | 0.36 | 0.36 | Les résultats obtenus pour les trois années sont supérieurs à 30%. On constate que l'entreprise NCA-ROUIBA réalise une autonomie financière.  |
| <b>Ratio de liquidité générale</b>                                    | Actif circulant /DCT               | 1.21 | 1.07 | 1.02 | Le ratio obtenu en 2010, 2011 et 2012 est supérieur à 1 cela signifie que l'actif circulant est suffisant pour faire face au remboursement des dettes à court terme.  |
| <b>Ratio de solvabilité</b>   | $\Sigma$ Actifs / Dettes           | 1.43 | 1.49 | 1.57 | Le ratio obtenu est supérieur à 1, l'entreprise à une capacité de remboursement de ses dettes en utilisant l'ensemble de l'actif, donc l'actif couvre largement les dettes, ce qui nous laisse déduire que l'entreprise est solvable. |

Source : Etabli par nous-mêmes.

Tableau N°16 : Les ratios de rentabilité

| Ratio                         | Calcul          | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------------|-----------------|------|------|------|
| <b>Rentabilité économique</b> | EBE / (VI+BFR)  | 0.40 | 0.34 | 0.32 |
| <b>Rentabilité financière</b> | Résultat net/FP | 0.18 | 0.12 | 0.10 |

Source : Etabli par nous-même.

La rentabilité économique exprime la rentabilité moyenne de l'ensemble des capitaux investis dans l'entreprise .En effet, la rentabilité économique indique l'efficacité des gestionnaires dans l'utilisation de leur ressources.

Quant à la rentabilité financière mesure l'aptitude de l'entreprise à rentabiliser les fonds apportés par les associés.

On remarque à partir de ces ratios que la rentabilité financière et économique marquent une diminution d'une année à l'autre due à la baisse du résultat, mais restent positives sur les trois exercices. Donc on peut dire que l'entreprise est rentable économiquement et financièrement.

**Les points forts et les points faibles de l'entreprise****▪ Les points forts**

- L'entreprise est dotée de toutes les commodités et elle respecte les normes d'hygiène ;
- L'entreprise dispose des capacités de production importantes ;
- Sa gamme de distribution est variée et appréciée par les clients ;
- Distribution à l'échelle nationale ;
- Personnel qualifié, niveau de compétence professionnelle élevé ;
- Climat social paisible ;
- L'entreprise est solvable, c'est à dire qu'elle peut rembourser la totalité de ses dettes à l'échéance ;
- La réalisation de l'équilibre financier qui procure à l'entreprise une marge de sécurité ;
- L'entreprise possède une capacité d'autofinancement positive.

**▪ Les points faibles**

- Le prix de ses produits est un peu élevé qui est justifié par la qualité de leurs produits.

Après avoir élaboré le diagnostic financier de « *NCA ROUIBA* », nous procédons dans ce qui suit à la valorisation, en suivant les méthodes citées dans les chapitres précédents.

**Section 3 : Valorisation de l'entreprise «NCA-Rouiba»**

Le choix des méthodes d'évaluation de « NCA-Rouiba » a été effectué dans le but de pouvoir donner une fourchette de valeur à l'action de l'entreprise, pour qu'un investisseur potentiel puissent prendre une décision de choisir sa participation dans le capital de la société. Pour cela l'évaluation de NCA-Rouiba a été effectué selon trois approches :

- Une approche patrimoniale qui privilégie le patrimoine détenue par l'entreprise au moment de l'évaluation. Elle consiste à évaluer séparément les différents actifs et engagements.
- Une approche prospective qui se base sur la capacité de l'entreprise à générer des flux futurs. Cette approche est scindée en deux sous-catégories de méthodes :
- La méthode des flux financiers ;
- La méthode des flux économiques.

**1-Valorisation de l`action de « NCA Rouiba » par la méthode patrimoniale**

Pour l`approche patrimoniale, nous allons présenter trois méthodes pour pouvoir donner une moyenne de la valeur de l`entreprise ainsi que la valeur de son action, à savoir :

- -Valorisation par l`actif net comptable ;
- -Valorisation par l`actif net comptable corrigé ;
- -La rente du Good Will.

**1.1-L`actif net comptable**

Consiste en une méthode qui donne une image approximative de la valeur de l`entreprise. Elle est plus rapide à mettre en œuvre et déterminée sur la base de la valeur comptable des éléments du patrimoine qui s`arrête à la consultation du bilan de l`entreprise.

L` ANC est calculé à partir du tableau suivant :

**Tableau N°17 : Calcul de l`ANC (En milliers de DA)**

| <b>Actif</b>                   | <b>Valeur comptable</b> | <b>Passif</b>        | <b>Valeur comptable</b> |
|--------------------------------|-------------------------|----------------------|-------------------------|
| Actif non courant              | <b>2 392 452</b>        | <b>Fonds propres</b> | 1 610 817               |
| -Immobilisations incorporelles | 21 615                  | <b>DLMT</b>          | 827 052                 |
| -Immobilisations corporelles   | 2 348 246               |                      |                         |
| -Immobilisations financières   | 22 591                  |                      |                         |
| <b>Actif courant</b>           | <b>2 040 106</b>        | <b>DCT</b>           | 1 994 689               |
| Stocks et encours              | 908 325                 |                      |                         |
| Créances et emplois assimilés  | 1 048 928               |                      |                         |
| Disponibilités et assimilés    | 82 853                  |                      |                         |
| <b>Total actif</b>             | <b>4 432 558</b>        | <b>Total passif</b>  | <b>4 432 558</b>        |

**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir du bilan comptable prévisionnel de l`année 2012.

Sur la base de ce bilan, on déduit que :

$$ANC = \sum \text{Actif} - \sum \text{dettes} ;$$

$$ANC = 4\,432\,558 - (827\,052 + 1\,994\,689).$$

**ANC = VMC = 1 610 817.00MDA**

|                           |                  |
|---------------------------|------------------|
| ANC                       | 1 610 817.00 MDA |
| Nombre d`action           | 8 491 950        |
| <b>Valeur de l`action</b> | <b>189.70DA</b>  |

L`ANC de l`entreprise s`élève à 1 610 817.00 MDA

Donc la valeur de l`action selon la méthode de l`ANC est 189.70 DA.

La valeur de l'action obtenue par la méthode de l'ANC qui est égale à 189.70DA ne reflète pas la valeur réelle de cette action. Car cette méthode se base uniquement sur le patrimoine de l'entreprise.

**1.2-L'actif net comptable corrigé**

La deuxième méthode présentée dans ce cas est la méthode de l'actif net comptable corrigé qui tient compte de la valeur marchande des actifs et des passifs. Dans le cas de la « NCA Rouïba », les éléments qui voient leurs valeurs du marché supérieures à leurs valeurs comptables sont les terrains et les bâtiments.

Donc il y a lieu de procéder à une réévaluation des éléments d'actifs corporels (*terrains et bâtiments*), qui nous permettra d'obtenir l'ANCC de l'entreprise, qui se compose d'éléments d'exploitation et d'éléments hors exploitation. Cette méthode se propose ainsi de déterminer :

- Les valeurs réelles des actifs et des dettes d'exploitations et d'effectuer les corrections ou retraitements des comptes ;
- La valeur de marché des éléments hors exploitation.

Les réévaluations faites sont présentées dans le tableau suivant :

**Tableau N°18 : La réévaluation de l'actif. (En milliers de DA).**

| <b>Actif</b>                  | <b>Valeur comptable</b> | <b>réévaluation</b> | <b>Plus /moins-value</b> |
|-------------------------------|-------------------------|---------------------|--------------------------|
| <b>Actif non courant</b>      | <b>2 392 452</b>        |                     |                          |
| Immobilisations incorporelles | 21 615                  | /                   | /                        |
| Immobilisations corporelles   | 2 348 246               | 524 806             | 210 730                  |
| -Bâtiments                    | 314 076                 | 580 750             | 182 179                  |
| -Terrains                     | 398 571                 | /                   | /                        |
| Autres immobilisations        | 1 550 378               | /                   | /                        |
| Immobilisations en cours      | 85 220                  | /                   | /                        |
| Immobilisations financières   | 22 591                  |                     |                          |
| <b>Actif circulant</b>        | <b>2 040 106</b>        | <b>/</b>            | <b>/</b>                 |
| <b>Total</b>                  | <b>4 432 558</b>        | <b>/</b>            | <b>392 908</b>           |

Source : Etabli par nous-même à partir de la notice d'information de NCA-Rouïba 2013.

Nous avons pu dégager un écart de réévaluation positif égal à 392 908 MDA, et cela après la correction des éléments suivants :

- La réévaluation des terrains a fait ressortir une hausse de 45% ;
- La réévaluation des bâtiments a fait ressortir une hausse de 67%.

ANR = ANC + retraitements ;

ANR = 1 610 817+392 908 ;

$$\text{ANR} = 2\,003\,725.00 \text{ MDA}$$

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

IL faut mentionner que la réévaluation n`a porté que sur les immobilisations corporelles et que les stocks et les passifs n`ont pas fait l`objet de réévaluation.

Donc on déduit que :

$$\text{ANCC} = \text{ANR}$$

$$\text{ANCC} = \text{VMCC} = 2\,003\,725.00 \text{ MDA}$$

Nous allons calculer la valeur de l`action selon la méthode de l`ANCC comme suit :

|                           |                  |
|---------------------------|------------------|
| ANCC                      | 2 003 725.00 MDA |
| Nombre d`action           | 8 491 950        |
| <b>Valeur de l`action</b> | <b>235.90 DA</b> |

La valeur de l`entreprise selon la méthode de l`ANCC est égale à 2003 725.00 MDA.

Donc la valeur de l`action selon la méthode de l`ANCC s`élève à 235.90 DA

Ces deux méthodes, la méthode de l`ANC et la méthode de l`ANCC, ne prennent pas en comptes la rentabilité actuelle et future de l`entreprise et ne valorise pas ses éléments incorporels, à savoir la qualité de management, le savoir-faire, l`image de marque...etc.

### 1.3-La méthode du good Will

Deux méthodes ont été utilisé pour estimer la valeur de l`entreprise : la méthode abrégée et la méthode des praticiens.

#### 1.3.1-La méthode abrégée

Cette méthode reprend la valeur de l`action calculée par la méthode de l`actif net comptable corrigé et on lui ajoute la valeur du good Will. Ce dernier est égal à la valeur actualisée des superprofits futurs dégagés par la société. Ces superprofits sont mesurés par la différence entre le résultat récurrent et l`actif net placé au coût des fonds propres. Il est calculé selon la formule suivante :

$$\text{GW} = \sum \frac{\text{SP}}{(1+i)^n}$$

Avec :

**i** : Coût des fonds propres estimé à 18,1%.

Avant de calculer le good Will, il faut tout d'abord calculer le coût des capitaux propres comme suit :

Selon le principe du MEDAF :

$$K_{cp} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

**Tableau N°19: Le calcul du Kcp**

| Désignation                            | 2012         | 2013  |
|--|--------------|-------|
| <b>Rf</b>                              | 3.0%         | 3.0%  |
| <b>Rm</b>                              | 13%          | 13%   |
| <b>Beta</b>                            | 1.41%        | 1.61% |
| <b>Coût des capitaux propres (Kcp)</b> | 17.1%        | 19.1% |
| <b>Moyenne Kcp</b>                     | <b>18.1%</b> |       |

Source : Document interne de NCA-Rouïba.

Selon le présent tableau le Kcp est égale à 18.1% et cela va nous permettre de calculer la valeur de l'entreprise par la méthode du GW dans le tableau suivant :

**Tableau N°20 : Le calcul du GW par la méthode abrégée (En milliers de DA)**

| Désignation             | 2012     | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
|-------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Résultat net récurrent  | 193948   | 271208  | 337691  | 456531  | 543164  | 583729  |
| Coût des fonds propres  | 18.1 %   | 18.1%   | 18.1%   | 18.1%   | 18.1%   | 18.1%   |
| Rémunération du capital | 362 674  | 362 674 | 362 674 | 362 674 | 362 674 | 362 674 |
| superprofit             | -168 726 | -91 466 | -24 983 | 93 854  | 180 490 | 221 055 |
| Superprofit actualisé   | /        | -77 448 | -17 912 | 56 979  | 92 779  | 96 216  |

Source : Etabli par nous-même à partir des comptes de résultats prévisionnels.

Rente de GW= 150 614 MDA.

Valeur de l'entreprise = 150 614 + 2 003 725

$$\text{Valeur de l'entreprise} = 2\,154\,339.00 \text{ MDA}$$

|                           |                  |
|---------------------------|------------------|
| ANCC+GW                   | 2 154 339.00 MDA |
| Nombre d'action           | 8 491 950        |
| <b>Valeur de l'action</b> | <b>253.70DA</b>  |

**1.3.2-La méthode des praticiens**

La valeur de l'entreprise est égale à la moyenne arithmétique de l'ANCC et la valeur de rendement.

$$\text{La valeur de l'entreprise} = \frac{\text{ANCC} + \text{Valeur de rendement}}{2}$$

$$\text{Valeur de rendement} = \frac{\text{dernier resultat courant avant impot}}{\text{Kcp}}$$

**Valeur de l'entreprise = 5 521 997.00 MDA**

|                        |                  |
|------------------------|------------------|
| Valeur de l'entreprise | 5 521 997.00 MDA |
| Nombre d'action        | 8 491 950        |
| Valeur de l'action     | 650.20 DA        |

La valeur de l'action selon la méthode directe est 253.70 DA et la valeur de l'action selon la méthode indirecte est 650.20 DA.

Donc la valeur moyenne de l'action selon la méthode du good Will est :

$$\text{Valeur de l'action} = \frac{253.7 + 650.2}{2}$$

$$\text{Valeur de l'action} = 451.90 \text{ DA}$$

**Synthèse des méthodes patrimoniales**

Les valeurs obtenues avec l'approche patrimoniale avec ses trois méthodes (VMC, VMCC et le GW) nous permet d'avoir déjà une idée sur la fourchette de valeur de l'action NCA-Rouïba.

Nous allons résumer les valeurs obtenues par chacune des méthodes dans le tableau suivant :

**Tableau N°21 : La synthèse des valeurs obtenues par les méthodes patrimoniales (En DA)**

| Méthodes de l'approche patrimoniale    | Valeurs de l'action |
|--|---------------------|
| Valeur mathématique comptable          | 189.70              |
| Valeur mathématique comptable corrigée | 235.90              |
| Valeur obtenue par la méthode du GW    | 451.90              |

Source : Etabli par nous-même à partir des résultats obtenus.

**2-Valorisation de l'action NCA-Rouïba par l'approche prospective**

Cette méthode propose deux catégories de méthodes : une méthode dite des flux financiers et une méthode dite des flux économiques.

**2.1-Méthode des flux financiers**

Nous allons étudier la méthode des flux financiers à travers ses trois essentielles méthodes : la méthode d' Irving Fisher, de Gordon Shapiro et enfin la méthode de Bates.

**2.1.1-Méthode d' Irving Fisher**

Afin de mettre en œuvre cette méthode, il faut prévoir les dividendes que versera l'entreprise dans l'horizon de l'étude (05 ans) et de les actualiser au taux des capitaux propres, puis on leur ajoute la valeur résiduelle actualisée au même taux pour ensuite obtenir la valeur de l'entreprise, comme le montre le tableau suivant :

**Tableau N°22 : La valorisation par la méthode d' Irving Fisher (En milliers de DA).**

| Désignation                               | 2012    | 2013            | 2014            | 2015            | 2016            | 2017               |
|---|---------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|
| Résultat net                              | 193 948 | 271 208         | 337 691         | 456 531         | 543 164         | 583 729            |
| Taux de distribution de dividendes<br>33% | 33%     | 33%             | 33%             | 33%             | 33%             | 33%                |
| Dividendes distribués                     |         | 64 002.84       | 89 498.64       | 111 438.03      | 150 655.23      | 179 244.12         |
| Coût des capitaux propres                 |         | 18.1%           | 18.1%           | 18.1%           | 18.1%           | 18.1%              |
| Valeurs résiduelle                        |         |                 |                 |                 |                 | 6 829 291          |
| <b>Dividendes actualisés</b>              |         | <b>54 193.8</b> | <b>64 167.7</b> | <b>67 652.5</b> | <b>77 443.4</b> | <b>3 050 547.3</b> |

Source : Etabli par nous-même à partir des comptes de résultats prévisionnels.

Valeur de l'entreprise = 54 193.8+64 167.7+67 652.5+77 443.4+3 050 547.3

**Valeur de l'entreprise = 3 314 004.60 MDA**

|                           |                   |
|---------------------------|-------------------|
| Valeur de l'entreprise    | 3 314 004.60 MDA  |
| Nombre d'action           | 8 491 950 Actions |
| <b>Valeur de l'action</b> | <b>390.30 DA</b>  |

Ainsi la valeur de l'entreprise est égale à 3 314 004.60 MDA

Donc la valeur de l'action s'élève à 390.30 DA

**2.1.2-La méthode de Bates**

Cette méthode permet de valoriser une société en tenant compte de la croissance des bénéfices futurs et de la part de bénéfice distribuable.

Pour valoriser la société, les paramètres suivants ont été utilisés :

- Un taux de distribution de 33%.
- Une croissance des bénéfices de 24.7% sur la période 2012 à 2017.

- Un PER de sortie de 13, considéré comme adéquat compte tenu de l'horizon envisagé et de la nature de l'entreprise. (Données de la société NCA- ROUIBA)

Le calcul de la valeur de l'entreprise par la méthode de bâtes est représenté dans le tableau suivant :

**Tableau N°23 : La valorisation de la NCA-Rouïba par le model de Bates (En milliers de DA).**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>PER de sortie</b>                                  | 13        |
| <b>Coût des fonds propres</b>                         | 18.1%     |
| <b>Croissance des bénéfices sur 5 ans (2012-2017)</b> | 24.7%     |
| <b>A</b>  | 0.8       |
| <b>B</b>  | 4.5       |
| <b>Taux de distribution de dividendes</b>             | 33%       |
| <b>PER 2012</b>                                       | 19.0      |
| <b>Valeur des fonds propres</b>                       | 3 564 396 |

Source : Notice d'information de NCA-Rouïba.

A et B sont des coefficients d'actualisation qui vont dépendre de taux croissances des bénéfices par action sur l'horizon des prévisions et du taux d'actualisation.

$$A = [(1+k_{cp}) / (1+g)]^n$$

$$B = [(1+g) / (g-k_{cp})] \times (1-A)$$

Avec :

**Kcp** : Coût des fonds propres estimé à 18,1%.

**g** : Le taux de croissance des bénéfices estimée à 24.7% sur la période (2012-2017).

$$A = [(1+18.1\%) / (1+24.7\%)]^5 = 0.76 \sim 0.8$$

$$B = [(1+24.7\%) / (24.7\% - 18.1\%)] \times (1 - 0.76) = 4.5$$

La valeur des fonds propres est obtenue en multipliant le PER 2012 par le résultat net de cette année (193 948 MDA).

|                           |                  |
|---------------------------|------------------|
| Valeur des fonds propres  | 3 564 396.00 MDA |
| Nombre d'action           | 8 491 950        |
| <b>Valeur de l'action</b> | <b>419.80 DA</b> |

Donc la valeur de l'action selon le modèle de Bates est égale à 419.80 DA

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

**Tableau N°24 : Test de sensibilité de la valorisation par la méthode de bâtes**  
(En milliers de DA).

| Test de sensibilité |    | Coût des fonds propres |           |                  |           |           |
|---------------------|----|------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|
|                     |    | 17.1%                  | 17.6%     | 18.1%            | 18.6%     | 19.1%     |
| PER de sortie       | 11 | 3 199 629              | 3 135 156 | 3 072 281        | 3 010 958 | 2 951 141 |
|                     | 12 | 3 456 372              | 3 386 488 | 3 318 339        | 3 251 873 | 3 187 043 |
|                     | 13 | 3 713 114              | 3 637 820 | <b>3 564 396</b> | 3 492 789 | 3 422 945 |
|                     | 14 | 3 969 856              | 3 889 152 | 3 810 454        | 3 733 704 | 3 658 847 |
|                     | 15 | 4 226 599              | 4 140 484 | 4 056 511        | 3 974 620 | 3 894 749 |

Source : Notice d'information de NCA-Rouïba.

Le test de sensibilité montre que la valeur de l'entreprise obtenue par la méthode de bâtes pourrait varier entre 3.0 milliards de dinars et 4.2 milliards de dinars selon les PER de sortie et du coût des fonds propres.

Donc la valeur d'une action peut varier entre 347.50DA et 497.70DA.

### 2.2-La méthode des flux économiques

Dans les méthodes des flux économiques, nous nous intéressons à la méthode des DCF et la méthode d'EVA.

#### 2.2.1-Valorisation de l'action par la méthode des DCF

La démarche des DCF consiste à actualiser au coût moyen pondéré du capital(CMPC), les flux de trésorerie futurs (CF) sur une période donnée.

Nous allons nous servir d'un plan prévisionnel de la NCA-Rouïba pour dresser le tableau des cash-flows actualisés sur les 5 prochaines années. Ces DCF sont les résultats d'exploitation desquels on soustrait : l'impôt théorique, les investissements, les variations du BFR et on lui ajoute le montant des dotations aux amortissements comme le résume le tableau suivant :

**Tableau N°25 : La valorisation par La méthode des cash-flows actualisés.**  
(En milliers de dinars)

| Désignation                           | 2012     | 2013      | 2014    | 2015    | 2016      | 2017      |
|---------------------------------------|----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|
| <b>Résultat exploitation EBIT</b>     | 361 211  | 454 218   | 565 256 | 705 995 | 800 416   | 837 336   |
| <b>Impôt théorique sur l'EBIT 22%</b> | 79 466   | 99 928    | 124 356 | 155 319 | 176 091   | 184 214   |
| <b>DAA et provision</b>               | 364 976  | 446 575   | 463 338 | 477 945 | 494 800   | 507 777   |
| <b>Variation du BFR</b>               | 162 963  | 72 018    | 72 525  | 69 342  | 69 842    | 50 871    |
| <b>Cash-flow</b>                      | 483 757  | 728 848   | 831 713 | 959 278 | 1 049 283 | 1 110 028 |
| <b>Investissement</b>                 | 585 144  | 1 105 531 | 400 000 | 225 000 | 85 000    | 60 000    |
| <b>Cash-flow net</b>                  | -101 387 | -376 683  | 431 713 | 734 278 | 964 283   | 1 050 028 |

|                             |  |                 |                |                |                |                  |
|-----------------------------|--|-----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>Taux d'actualisation</b> |  | 11.8%           | 11.8%          | 11.8%          | 11.8%          | 11.8%            |
| <b>Valeur résiduelle</b>    |  |                 |                |                |                | 6 829 291        |
| <b>Cash-flow actualisés</b> |  | <b>-336 929</b> | <b>345 391</b> | <b>525 454</b> | <b>617 216</b> | <b>4 511 071</b> |

Source : Etabli par nous-même à partir des comptes de résultats prévisionnels.

Valeur de l'entreprise = -336 929+345 391+525 454+617 216+ 4 511 071

Valeur de l'entreprise = 5 662 206.00 MDA.

Le calcul de la valeur des fonds propres :

$V_{fp}$  = valeur de l'entreprise – les dettes financières + actif immobilisé financier

Valeur des fonds propres = 5 663 206 – 1 180 693 + 22 591

**Valeur des fonds propres = 4 505 104.00 MDA**

|                           |                  |
|---------------------------|------------------|
| Valeur des fonds propres  | 4 505 104.00 MDA |
| Nombre d'action           | 8 491 950        |
| <b>Valeur de l'action</b> | <b>530.51 DA</b> |

La valeur de l'action est égale à 530.51 DA

Un test de sensibilité a été réalisé afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur de l'action de l'entreprise. Ce test est basé sur la variation du CMPC d'une part, et de la variation du taux de croissance d'autre part.

Le tableau suivant présente les résultats du test de sensibilité :

**Tableau N° 26 : Test de sensibilité de la valorisation par la méthode DCF (En milliers de DA).**

| Test de sensibilité                  |      | Coût des fonds propres |           |                  |           |           |
|--------------------------------------|------|------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|
|                                      |      | 10.8%                  | 11.3%     | 11.8%            | 12.3%     | 12.8%     |
| <b>Taux de croissance à l'infini</b> | 1.0% | 4 722 870              | 4 404 708 | 4 115 900        | 3 852 554 | 3 611 436 |
|                                      | 1.5% | 4 963 268              | 4 617 789 | 4 305 733        | 4 022 458 | 3 764 148 |
|                                      | 2.0% | 5 231 124              | 4 853 894 | <b>4 515 026</b> | 4 208 931 | 3 931 059 |
|                                      | 2.5% | 5 531 429              | 5 116 967 | 4 746 934        | 4 414 520 | 4 114 246 |
|                                      | 3.0% | 5 870 459              | 5 411 910 | 5 005 331        | 4 642 324 | 4 316 213 |

Source : Notice d'information NCA-Rouïba.

Les tests de sensibilités montrent que la valeur de l'entreprise obtenue par la méthode des DCF pourrait varier entre 3.6 milliards de dinars et 5.9 milliards de dinars selon les fluctuations du CMPC et du taux de croissance à l'infini choisis(g).

Donc la valeur d'une action peut varier entre 425.5DA et 691.2DA

2.2.2-La valorisation par la méthode de la valeur ajoutée économique EVA et de la valeur économique de marché MVA

2.2.2.1-La méthode de la valeur ajoutée économique EVA

L'EVA se calcule comme l'écart de rentabilité dégagé par l'actif économique ROCE par rapport au coût de financement de cet actif(CMPC).sa méthode de calcul est représentée comme suit :

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{CMPC}) \times \text{actif économique}$$

Tableau N°27 : Calcul de l'actif économique (En milliers de DA).

|                         | 2012             | 2013             | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             |
|-------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Actif économique</b> | <b>2 974 995</b> | <b>3 774 873</b> | <b>3 860 783</b> | <b>3 761 215</b> | <b>3 512 655</b> | <b>3 212 512</b> |
| Actif immobilisé        | 2 392 452        | 3 120 312        | 3 133 697        | 2 964 787        | 2 646 385        | 2 295 371        |
| BFR                     | 582 543          | 654 561          | 727 086          | 796 428          | 866 270          | 917 141          |

Source : Etabli par nous-même à partir des bilans comptables prévisionnels.

Avec :

$$\text{Actif économique} = \text{Actif immobilisé} + \text{BFR}$$

Tableau N°28 : Calcul de l'EVA(En milliers de DA)

| Désignation                         | 2012      | 2013      | 2014          | 2015          | 2016           | 2017             |
|-------------------------------------|-----------|-----------|---------------|---------------|----------------|------------------|
| <b>Actif économique</b>             | 2 974 955 | 3 774 873 | 3 860 783     | 3 761 215     | 3 512 655      | 3 212 512        |
| <b>ROCE</b>                         | 8.99%     | 9.44%     | 11.49%        | 14.73%        | 17.89%         | 20.47%           |
| <b>CMPC</b>                         | 11.8%     | 11.8%     | 11.8%         | 11.8%         | 11.8%          | 11.8%            |
| <b>EVA</b>                          | -70208    | -89087    | -11968        | 110203        | 213920         | 278524           |
| <b>EVA actualisée</b>               | /         | -79 684   | <b>-9 575</b> | <b>78 862</b> | <b>136 925</b> | <b>159 460</b>   |
| <b>Valeur résiduelle actualisée</b> | /         | /         | /             | /             | /              | <b>1 668 528</b> |

Source : Etabli à partir de la notice d'information de NCA-Rouïba.

Avec :

$$\text{ROCE} = \text{Résultat d'exploitation après impôt} / \text{Actif économique}$$

2.2.2.2-La méthode de la market value added(MVA)

Cette démarche consiste à actualiser les flux de l'EVA au taux du CMPC (11.8%) sur la période (2013-2017). La MVA se calcule comme suit :

$$MVA = \sum \frac{EVA}{(1+CMPC)^n}$$

MVA= -79 684-9 575+78 862+ 136 925+ (159 460+1 688 528)

**MVA = 1 954 516.00 MDA**

**Tableau N°29 : Calcul de la valeur des fonds propres. (En milliers de DA)**

|                                    |                  |
|------------------------------------|------------------|
| Actif économique 2012              | 2 974 995        |
| MVA                                | 1 954 516        |
| Dette nette                        | 1 180 693        |
| Actif immobilisé hors exploitation | 22 591           |
| <b>Valeur des fonds propres</b>    | <b>3 771 409</b> |

Source : Etabli par nous-même à partir d'un document de NCA-Rouïba.

La valeur de l'entreprise s'élève à 3 771 409.00 MDA

|                            |                  |
|----------------------------|------------------|
| Valeur de l'entreprise     | 3 771 409.00 MDA |
| Nombre d'action            | 8 491 950        |
| <b>Valeur d'une action</b> | <b>444.10 DA</b> |

Donc la valeur de l'action est égale à 444.10 DA.

Un test de sensibilité a été réalisé afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur de l'action de l'entreprise. Ce test est basé sur la variation du CMPC d'une part et de la variation du taux de croissance d'autre part.

Le tableau suivant présente les résultats du test :

**Tableau N°30 : Test de sensibilité de la valorisation par la MVA(En milliers de DA)**

| Test de sensibilité           |      | Coût des fonds propres |           |                  |           |           |
|-------------------------------|------|------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|
|                               |      | 10.8%                  | 11.3%     | 11.8%            | 12.3%     | 12.8%     |
| Test de croissance à l'infini | 1.0% | 3 614 604              | 3 598 894 | 3 583 464        | 3 568 307 | 3 553 419 |
|                               | 1.5% | 3 695 450              | 3 679 740 | 3 664 309        | 3 649 153 | 3 634 265 |
|                               | 2.0% | 3 784 584              | 3 768 874 | <b>3 753 443</b> | 3 738 287 | 3 723 399 |
|                               | 2.5% | 3 883 348              | 3 867 638 | 3 852 208        | 3 837 051 | 3 822 164 |
|                               | 3.0% | 3 993 394              | 3 977 684 | 3 962 254        | 3 947 097 | 3 932 209 |

Source : Notice d'information de NCA-Rouïba.

Les tests de sensibilités montrent que la valeur de l'entreprise qui est de 3.7 milliards de dinars pourrait varier entre 3.5 milliards de dinars et 4 milliards de dinars avec des fluctuations des CMPC et le taux de croissance à l'infini (g).

Ci-après une synthèse finale d'évaluation de l'action NCA-Rouïba présenté dans le tableau suivant :

Tableau N°31 : Synthèse de toutes les méthodes d'évaluation présentées (En DA)

| Approches     |                          | Méthode               | Prix  |
|---------------|--------------------------|-----------------------|-------|
| Patrimoniales |                          | VMC                   | 189.7 |
|               |                          | VMCC                  | 235.9 |
|               |                          | par le good Will :    | 451.8 |
|               |                          | -méthode directe      | 253.5 |
|               |                          | -méthode indirecte    | 650.2 |
| Prospectives  | Par les flux économiques | DCF                   | 530.5 |
|               |                          | MVA                   | 444.1 |
|               | Par les flux financiers  | model d'irving fisher | 390.2 |
|               |                          | model de bates        | 419.8 |

Source : Etabli par nous-mêmes.

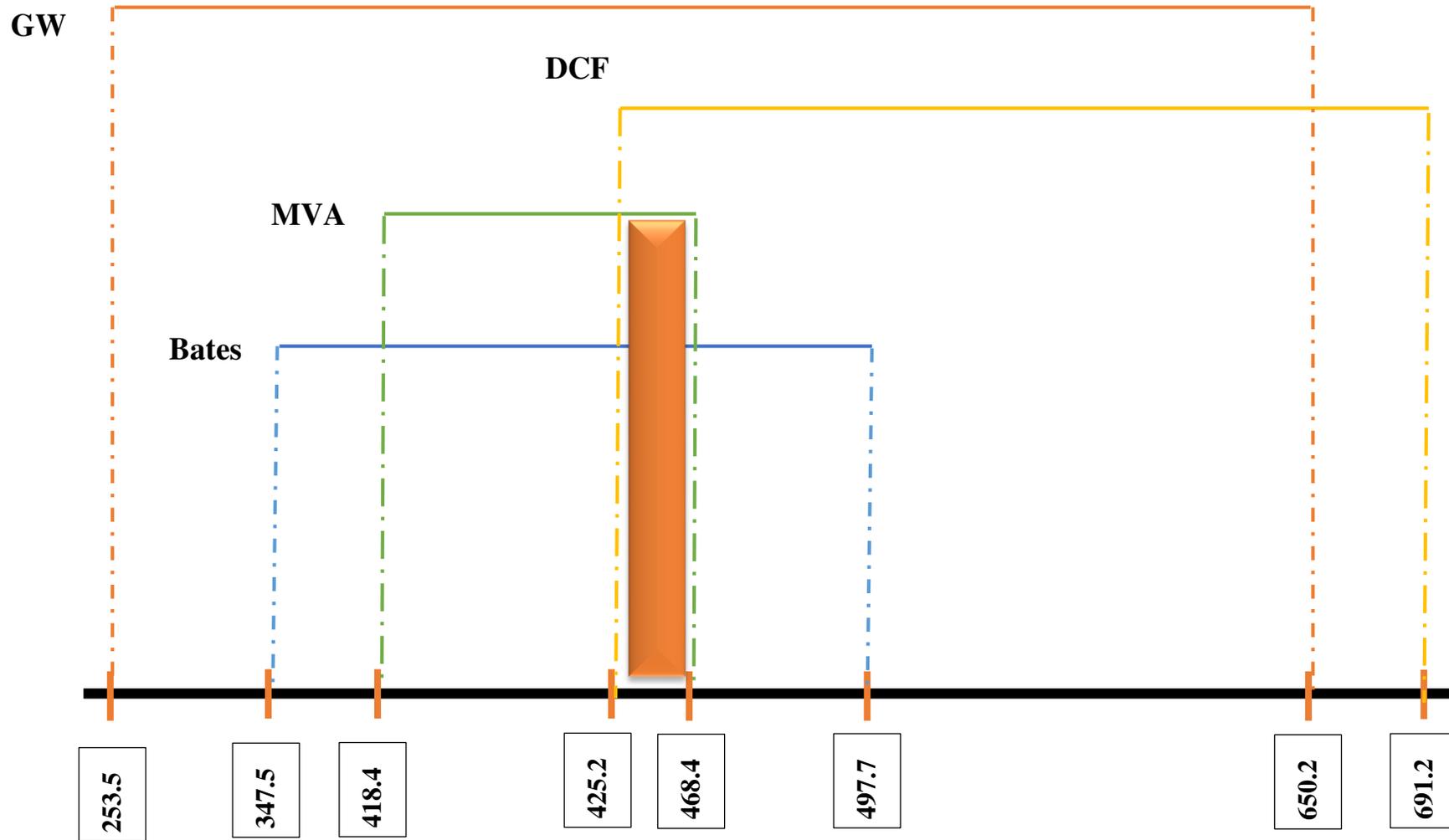
Cependant, NCA-ROUIBA n'a recouru qu'à quatre méthodes pour déterminer la valeur de son action. Ceci présente dans le tableau qui suit :

Tableau n°32 : Synthèse des seules méthodes d'évaluation utilisées par NCA-ROUIBA(DA).

| Méthodes   | Prix  | Min retenu | Max retenu |
|--|-------|------------|------------|
| Good Will  | 451.8 | 253.5      | 650.2      |
| Cash-flow disponible actualisé   | 530.5 | 425.2      | 691.2      |
| Market value added   | 438.8 | 418.4      | 468.4      |
| Bates  | 419.8 | 347.5      | 497.7      |
| <b>La moyenne de l'action NCA-ROUIBA est de 460.2DA [425.2 ; 468.4].</b> |       |            |            |

Source : Etabli par nous-mêmes à partir de la notice NCA-ROUIBA.

Graphe N°01 : Fourchette de valeur de l'action NCA-ROUIBA



Source : réalisé par nous-même partir des résultats obtenus.

Pour déterminer la valeur de l'action de la société NCA-Rouïba, nous avons calculé la moyenne linéaire des valorisations obtenues par l'utilisation des cinq méthodes précédentes. La valeur ainsi obtenue est de 460.20 DA l'action.

Malgré les méthodes patrimoniales (ANC et ANCC) sont fondées sur des informations fiables mais les valeurs obtenues par ces deux méthodes ne sont pas prises en considération dans le calcul de la valeur finale de l'action, car ces valeurs sont considérées comme des valeurs sous-estimées du fait qu'elles se basent uniquement sur le patrimoine de l'entreprise, c'est-à-dire sur ce qu'elle possède et leur valeurs s'éloignent des valeurs obtenues par les autres méthodes. La méthode de l'ANC a fait ressortir une valeur qui ne reflète guère la valeur de l'entreprise car cette méthode ne prend pas en compte des réévaluations faites aux bilans.

En effet, la valeur moyenne de l'action NCA-Rouïba s'élève à 460.20DA et la fourchette proposée compte tenue des fourchettes individuelles obtenues par le test de sensibilité est [425.2 ; 468.4]. L'amplitude de cette fourchette ne dépasse pas 50DA ce qui constitue un avantage lors de la négociation.

Cette fourchette est obtenue en observant le graphe qui associe toutes les méthodes : il s'agit de l'intervalle commun à toutes. Comme on peut l'obtenir algébriquement. La borne inférieure de la fourchette finale est le Max des bornes inférieures de chaque méthode et la borne supérieure est Min de bornes supérieures.

Nous précisons aussi que ces intervalles sont obtenus par les tests de sensibilité qui faisait varier simultanément le coût moyen pondéré du capital (CMPC) et le taux de croissance (g) il faisait aussi varier le CMPC et le multiple PER.

**Conclusion**

Dans la première partie de ce chapitre, nous avons pu constater que l'entreprise NCA-Rouïba est dotée d'une rentabilité et d'une solvabilité appréciable, cela à travers le diagnostic interne effectué.

La deuxième partie est consacrée à la détermination de l'entreprise à travers plusieurs méthodes, cela nous a permis de trouver une fourchette de valeur de l'action NCA-Rouïba qui se situe entre 425.20DA et 468.40DA la combinaison de toutes les méthodes a fait ressortir la valeur moyenne de l'action qui est de 460.20DA.

En conclusion, Nous avons étudié à travers ce dernier un métier de la corporate finance, un métier qui attache une grande importance à la valeur et à l'enrichissement de l'entreprise. Nous avons pu apprendre à travers les trois chapitres précédents quelques méthodes d'évaluation qui existent en théorie. Notre objectif était de répondre avec certitude à la principale question qu'on s'est posé au départ et qui consiste à savoir si toutes les méthodes d'évaluation se convergent vers le même prix.

Nous avons repris dans la partie empirique presque toutes les méthodes présentées au deuxième chapitre et nous avons déterminé par chacune un intervalle de prix possible pour la valeur de l'action de l'entreprise étudiée. Dans l'ensemble, les résultats étaient cohérents et ont conduit à une fourchette de valeur commune.

Toutefois, certaines méthodes ont montré que la valeur de cette action vaut beaucoup plus qu'elle en vaut en moyenne. La fourchette a été enfin assez équilibrée et se trouve à la médiane entre la volonté de l'acheteur et l'exigence du cédant.

Il n'existe pas de méthodes d'évaluation d'entreprise « *optimales* », 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.

Lors de la détermination de la valeur de l'entreprise, il ne faut pas appliquer toutes les méthodes qui existent, mais il faut choisir celles qui répondent au mieux aux spécificités de l'entreprise

Le recours aux méthodes prospectives nécessite l'existence d'une vision permettant la projection dans le futur. Ces méthodes sont fondées sur un plan prévisionnel qui tente de se rapprocher de la réalité. Malgré cela, cette méthode reste la plus appropriée à l'évaluation de l'entreprise. Par ailleurs, l'utilisation des méthodes patrimoniales requiert la disponibilité des informations comptables, pertinentes, et fiables (*des comptes certifiés*), afin de préciser les intérêts des parties concernées en approchant la juste valeur de l'entité.

Cette étude de cas nous a amené à constater que l'évaluation de l'entreprise est un travail assez délicat, qui nécessite de prendre en considération plusieurs critères, à savoir la taille de l'entreprise, l'environnement dans lequel elle évolue, le contexte de son évaluation, les biens intangibles dont elle dispose.

Ainsi, il y a lieu de retenir :

- Qu'il n'existe pas une méthode optimale pour évaluer l'entreprise ;
- Que la synthèse des différentes méthodes d'évaluation détermine une fourchette de prix et non pas le prix lui-même. Ce dernier reste soumis à la loi de l'offre et de la demande quelle que soit la méthode d'évaluation retenue.

D'après ce qui précède, on peut infirmer la première hypothèse : toutes les méthodes d'évaluation convergent vers le même prix et confirmer la deuxième hypothèse : même si l'entreprise recourt à plusieurs méthodes d'évaluation. Elle ne tient pas compte de toutes les méthodes.

Pour conclure, en dépit des difficultés qui se présentent dans la réalisation et l'application de ce thème dans la réalité sur une entreprise algérienne NCA-Rouïba spécialisée dans le domaine de l'agroalimentaire, il est à noter qu'il présente un fort intérêt et que notre travail a été une expérience extrêmement enrichissante pour nous. Il nous a offert l'opportunité d'appliquer toutes nos connaissances sur l'évaluation de l'entreprise.

# Bibliographie

## Ouvrages



1. BERTRAND, J, «L`introduction en bourse», édition presses universitaires de France, France, 1996.
2. CHOINEL. A, « *Introduction à l`ingénierie financière* », Revue banque, Paris, 1991.
3. CHOINEL. A, ROUYER. G, « *Le marché financier : structure et acteurs* », édition revue banque, Paris, 2002.
4. COHEN.E, «*Analyse financière*», 6<sup>em.éd</sup>, édition Economica, Paris, 2006.
5. DE LA BRUSELERIE. H, « *Analyse financière : information financière, évaluation, diagnostic* », édition Dunod, Paris, 2014.
6. DE LA CHAPELLE. PH, « *L`évaluation des entreprises* », 2<sup>eme. éd</sup>, édition Economica, Paris, 2004.
7. DESCHANEL. JP, « *La bourse en clair* », 3<sup>eme. éd</sup>, édition Ellipses, 2005.
8. FLERIET. M, SIMON. Y, « *Bourse et marché financier* », 2<sup>eme. éd</sup>, édition Economica, Paris, 2003.
9. GENSSE. P, «*ingénierie financière*», 3<sup>eme</sup> édition Economica, Paris, 2004.
10. JAQUILLAT. B, « *Introduction en bourse* », Paris, 1994.
11. LESAOUT. E, « *Introduction aux marchés financiers* », édition Economica, paris, 2016.
12. NEUVILLE. S, « *Droit de la banque et des marchés financiers* », édition PUF, Paris, 2005.
13. PALOU. JM, « *Les méthodes d`évaluation d`entreprise* », groupe revue Fiduciaire, Paris, 2003.
14. PEYRARD. J, « *La bourse* », 3<sup>eme. éd</sup>, édition Vuibert, Paris, 1995.
15. PILVERDIER. J, «Le marché boursier», édition economica, France, 2002.
16. REFAIT. M, « *Evaluation de l`entreprise* », presse universitaire de France, 1994.
17. TCHEMENI. E, « *Evaluation des entreprises* », édition Economica, Paris, 1993.

## Reuves



1. ALBOUY. M, « Théorie, application et limites de la mesure de la création de valeur », revue française de gestion °160 / 2006.
2. ABAOUB. A, ELLOUZ. D, « *Gouvernement des entreprises : les moyens de contrôle et de discipline des dirigeants* ».

## Mémoires



1. ABDELLI. Z, AHMIA. F, « *L`impact de la structure financière sur la rentabilité de l`entreprise cas de CCLS de TO*», mémoire de master en science de gestion, UMMTO, 2016.
2. BELADEL. A, « *Stratégie financière et création de valeur au sein d`une entreprise algérienne cotée en bourse cas de la nca-rouiba* », mémoire de master en science de gestion UMMTO, 2016.
3. BESSADI. T, LAIB. T, «*Le rôle du marché financier dans le financement des PME : étude comparative : Algérie, Maroc et Tunisie*», UMMTO, 2015.

4. GRIB. C, « *Quelles méthodes d'évaluation de l'entreprise publique Algérienne ? Cas de l'ENIEM de TO* », mémoire UMMTO, 2015.

**Site Internet**

1. BOUGUELLID. F, «*Evaluation des entreprises cas de COGB La Belle*», mémoire de master en science de gestion, université ABDARAHMMANE MIRA de BEJAIA, 2017. file:///C:/Users/User/Downloads/Evaluation%20des%20%20entreprises%20%20cas%20de%20COGB%20la%20Belle.pdf
2. SAIDI. A, «*Méthodes d'évaluation d'entreprise : le cas des entreprises algériennes cotées en bourse*», [en ligne] mémoire de master en mathématiques financières, université de Boumerdes 2017. Format PDF. Disponible sur :file:///C:/Users/User/Desktop/methodes%20d%60evaluation/Methodes\_d\_evaluation\_d\_entreprise.pdf

# Liste des tableaux

| Tableau N° | Titres  | Pages |
|------------|---|-------|
| 1          | La différence entre le marché primaire et le marché secondaire.   | 22    |
| 2          | Typologies d`actions.   | 24    |
| 3          | Méthodes de calcul des cash-flows.                                | 51    |
| 4          | Répartition du capital initial a la constitution.                 | 58    |
| 5          | Actif des bilans financiers des années 2010, 2011 et 2012         | 61    |
| 6          | Passif des bilans financiers des années 2010, 2011 et 2012        | 62    |
| 7          | Bilan financier condensé de l`année 2010                          | 63    |
| 8          | Bilan financier condensé de l`année 2011                          | 63    |
| 9          | Bilan financier condensé de l`année 2012                          | 63    |
| 10         | Calcul du Fonds de roulement net                                  | 64    |
| 11         | Calcul du Besoin en fonds de roulement                            | 65    |
| 12         | Calcul de la trésorerie net                                       | 65    |
| 13         | Evolution des SIG   | 66    |
| 14         | Capacité d`autofinancement  | 67    |
| 15         | Les ratios de structure   | 67    |
| 16         | Les ratios de rentabilité   | 68    |
| 17         | Calcul de l`ANC   | 69    |
| 18         | La réévaluation de l`actif  | 71    |
| 19         | Le calcul du Kcp  | 72    |
| 20         | Le calcul du GW par la méthode abrégée                            | 73    |
| 21         | La synthèse des valeurs obtenues par la méthode patrimoniales     | 74    |
| 22         | La valorisation par la méthode d`Irving Fisher                    | 74    |
| 23         | La valorisation de la NCA-Rouïba par le model de bates            | 75    |
| 24         | Test de sensibilité de la valorisation par la méthode de bates    | 76    |
| 25         | La valorisation par la méthode des DCF                            | 77    |
| 26         | Test de sensibilité de variation par la méthode des DCF           | 78    |
| 27         | .Calcul de l`actif économique                                     | 78    |
| 28         | Calcul de EVA   | 79    |
| 29         | Calcul de la valeur des fonds propres                             | 79    |
| 30         | Test de sensibilité de la valorisation par la MVA                 | 80    |
| 31         | Synthèse de toutes les méthodes d`évaluation présentées           | 80    |
| 32         | Synthèse des seuls méthodes d`évaluation utilisées par NCA-Rouïba | 80    |

# Liste des Schémas

| <b>Schéma N°</b> | <b>Titres</b>                       | <b>Pages</b> |
|------------------|-------------------------------------|--------------|
| <b>1</b>         | Les mécanismes de bonne gouvernance | 18           |
| <b>2</b>         | La démarche du diagnostic financier | 39           |
| <b>3</b>         | La notion de l'ANC                  | 41           |
| <b>4</b>         | Les méthodes d'évaluation           | 54           |
| <b>5</b>         | L'équilibre financier               | 65           |

## Liste des graphes

**Grappe N°1** : Fourchette des valeurs de l'action NCA-Rouïba

## Annexe 01 : Bilan de l'exercice de l'année 2010(En milliers de DA)

| <b>Actif</b>  | <b>Montant</b>   | <b>Passif</b>                             | <b>Montant</b>   |
|---|------------------|---|------------------|
| <b>Actif non courant</b>                              | <b>1 651 974</b> | <b>Capitaux propres</b>                   | <b>1 365 025</b> |
| <b><u>Immobilisation incorporelles nettes</u></b>     | <b>3 206</b>     | Capital émis                              | 849 195          |
| Immobilisation incorporelles brutes                   | 8 104            | Capital non appelé                        | -                |
| Amortissement des immobilisations incorporelles       | -4 898           | Prime et réserves                         | 230 487          |
| <b><u>Immobilisations corporelles nettes</u></b>      | <b>1 605 265</b> | Ecart de réévaluation                     | -                |
| <b>Terrain nets</b>                                   | <b>398 571</b>   | Résultat net                              | 255 635          |
| Terrains bruts  | 398 571          | Autres capitaux propres                   | 29 709           |
| <b>Bâtiments nets</b>                                 | <b>296 534</b>   | <b>Passif non courant</b>                 | <b>520 797</b>   |
| Bâtiments bruts                                       | 350 349          | Emprunt et dettes financières             | 507 217          |
| Amortissements des bâtiments                          | -53 815          | Impôts (différés et provisionnés)         | 1 675            |
| <b>Autres immobilisations corporelles nettes</b>      | <b>897 160</b>   | Autres dettes non courantes               | -                |
| Autres immobilisations corporelles brutes             | 1 870 551        | Provisions et produits constatés d'avance | 11 905           |
| Amortissements des autres immobilisations corporelles | -973 391         |   |                  |
| <b>Immobilisation en cours nettes</b>                 | <b>13 000</b>    |   |                  |
| Immobilisation encours brutes                         | 13 000           |   |                  |
| <b><u>Immobilisations financières</u></b>             | <b>43 504</b>    |   |                  |
| Autres participations et créances rattachées          | 0                |   |                  |
| Autres titres immobilisés                             | 0                |   |                  |
| Prêt et autres actifs financiers non courants         | 0                |   |                  |
| Impôts différés actif                                 | 30 520           |   |                  |
| <b>Actif courant</b>                                  |                  | <b>Passif courants</b>                    |                  |
| <b><u>Stocks et encours net</u></b>                   | <b>12 982</b>    | Fournisseurs et comptes rattachés         | <b>1 107 348</b> |
| Stocks et encours nets                                |                  |   |                  |

|   |                  |  |                  |
|---|------------------|--|------------------|
| Provisions de dépréciation des stocks et encours            | <b>1 341 196</b> | Impôts   | 690 269          |
|   | <b>494 660</b>   | Autres dettes  |                  |
| <b><u>Créances et emplois assimilés</u></b>                 | 570 193          | Echéances à moins d'un ans sur emprunts bancaires à MT | 117 047          |
| <b>Clients nets</b>   | -75 533          |  | 299 659          |
| Clients bruts   |                  | Autres passifs   | 141 709          |
| Provisions de clients                                       | <b>499 559</b>   | Trésorerie passif                                      |                  |
| <b>Autres débiteurs</b>                                     | 445 615          |  |                  |
| <b>Impôts et assimilés</b>                                  | 573 713          |  |                  |
| <b>Autres créances et emplois assimilés</b>                 | -128 098         |  | 157 950          |
| <b><u>Disponibilités et assimilés</u></b>                   | <b>25 016</b>    |  | 373              |
| Trésorerie  | <b>20 904</b>    |  |                  |
| Provisions de dépréciations des disponibilités et assimilés | <b>8 024</b>     |  |                  |
|   | <b>346 976</b>   |  |                  |
|   | 346 976          |  |                  |
|   | 0                |  |                  |
| <b>Total Actif</b>  | <b>2 993 170</b> | <b>Total passif</b>                                    | <b>2 993 170</b> |

**Annexe 02 : Bilan de l'année 2011(En milliers de DA)**

| <b>Actif</b>  | <b>Montant</b>   | <b>Passif</b>                             | <b>Montant</b>   |
|---|------------------|---|------------------|
| <b>Actif non courant</b>                              | <b>2 049 308</b> | <b>Capitaux propres</b>                   | <b>1 047 870</b> |
| <b><u>Immobilisation incorporelles nettes</u></b>     | <b>23 501</b>    | Capital émis                              | 849 195          |
| Immobilisation incorporelles brutes                   | 33 353           | Capital non appelé                        | -                |
| Amortissement des immobilisations incorporelles       | -9 852           | Prime et réserves                         | 436 121          |
| <b><u>Immobilisations corporelles nettes</u></b>      | <b>1 997 788</b> | Ecart de réévaluation                     | -                |
| <b>Terrain nets</b>                                   | <b>398 571</b>   | Résultat net                              | 188 042          |
| Terrains bruts  | 398 571          | Autres capitaux propres                   | 3 511            |
| <b>Bâtiments nets</b>                                 | <b>279 168</b>   | <b>Passif non courant</b>                 | <b>850 917</b>   |
| Bâtiments bruts                                       | 350 349          | Emprunt et dettes financières             | 750 613          |
| Amortissements des bâtiments                          | -71 181          | Impôts (différés et provisionnés)         | -                |
| <b>Autres immobilisations corporelles nettes</b>      | <b>1 265 194</b> | Autres dettes non courantes               | -                |
| Autres immobilisations corporelles brutes             | 2 421 828        | Provisions et produits constatés d'avance | 100 304          |
| Amortissements des autres immobilisations corporelles | -1 156 634       |   |                  |
| <b>Immobilisation en cours nettes</b>                 | <b>54 855</b>    |   |                  |
| Immobilisation encours brutes                         | 54 855           |   |                  |
| <b><u>Immobilisations financières</u></b>             | <b>28 019</b>    |   |                  |
| Autres participations et créances rattachées          | 0                |   |                  |
| Autres titres immobilisés                             | 0                |   |                  |
| Prêt et autres actifs financiers non courants         | 0                |   |                  |
| Impôts différés actif                                 | 4 260            |   |                  |
| <b>Actif courant</b>                                  |                  | <b>Passif courants</b>                    |                  |
| <b><u>Stocks et encours net</u></b>                   | <b>23 759</b>    | Fournisseurs et comptes rattachés         | <b>1 732 110</b> |
| Stocks et encours nets                                |                  |   |                  |

|   |                  |  |                  |
|---|------------------|--|------------------|
| Provisions de dépréciation des stocks et encours            | <b>2 010 589</b> | Impôts   | 1 082 080        |
|   | <b>847 514</b>   | Autres dettes  |                  |
| <b><u>Créances et emplois assimilés</u></b>                 | 893 821          | Echéances à moins d'un ans sur emprunts bancaires à MT | 166 185          |
| <b>Clients nets</b>   | -46 307          | Autres passifs   | 353 181          |
| Clients bruts   |                  | Trésorerie passif                                      | 132 990          |
| Provisions de clients                                       | <b>902 948</b>   |  |                  |
| <b>Autres débiteurs</b>                                     | 560 948          |  |                  |
| <b>Impôts et assimilés</b>                                  | 693 825          |  |                  |
| <b>Autres créances et emplois assimilés</b>                 | -133 692         |  | 220 191          |
|   | <b>206 505</b>   |  | 130 664          |
| <b><u>Disponibilités et assimilés</u></b>                   |                  |  |                  |
| Trésorerie  | <b>109 007</b>   |  |                  |
| Provisions de dépréciations des disponibilités et assimilés | <b>27 301</b>    |  |                  |
|   | <b>260 127</b>   |  |                  |
|   | 260 127          |  |                  |
|   | 0                |  |                  |
| <b>Total Actif</b>  | <b>4 059 897</b> | <b>Total passif</b>                                    | <b>4 059 897</b> |

**Annexe 03 : Bilan de l'année 2012(e)(En milliers de DA)**

| <b>Actif</b>  | <b>Montant</b>   | <b>Passif</b>                             | <b>Montant</b>   |
|---|------------------|---|------------------|
| <b>Actif non courant</b>                              | <b>2 392 452</b> | <b>Capitaux propres</b>                   | <b>1 610 817</b> |
| <b><u>Immobilisation incorporelles nettes</u></b>     | <b>21 615</b>    | Capital émis                              | 849 195          |
| Immobilisation incorporelles brutes                   | 37 601           | Capital non appelé                        | -                |
| Amortissement des immobilisations incorporelles       | -15 985          | Prime et réserves                         | 564 163          |
| <b><u>Immobilisations corporelles nettes</u></b>      | <b>2 348 246</b> | Ecart de réévaluation                     | -                |
| <b>Terrain nets</b>                                   | <b>398 571</b>   | Résultat net                              | 193 948          |
| Terrains bruts  | 398 571          | Autres capitaux propres                   | 3 511            |
| <b>Bâtiments nets</b>                                 | <b>314 076</b>   | <b>Passif non courant</b>                 | <b>827 052</b>   |
| Bâtiments bruts                                       | 392 342          | Emprunt et dettes financières             | 708 680          |
| Amortissements des bâtiments                          | -78 266          | Impôts (différés et provisionnés)         | -                |
| <b>Autres immobilisations corporelles nettes</b>      | <b>1 550 378</b> | Autres dettes non courantes               | -                |
| Autres immobilisations corporelles brutes             | 2 930 368        | Provisions et produits constatés d'avance | 118 372          |
| Amortissements des autres immobilisations corporelles | -1 379 989       |   |                  |
| <b>Immobilisation en cours nettes</b>                 | <b>85 220</b>    |   |                  |
| Immobilisation encours brutes                         | 85 220           |   |                  |
| <b><u>Immobilisations financières</u></b>             | <b>22 591</b>    |   |                  |
| Autres participations et créances rattachées          | 0                |   |                  |
| Autres titres immobilisés                             | 0                |   |                  |
| Prêt et autres actifs financiers non courants         | 0                |   |                  |
| Impôts différés actif                                 | 3 510            |   |                  |
| <b>Actif courant</b>                                  |                  | <b>Passif courants</b>                    |                  |
| <b><u>Stocks et encours net</u></b>                   | <b>19 081</b>    | Fournisseurs et comptes rattachés         | <b>1 994 688</b> |
| Stocks et encours nets                                | 19 081           |   |                  |

|   |                  |  |                  |
|---|------------------|--|------------------|
| Provisions de dépréciation des stocks et encours            | <b>2 040 106</b> | Impôts   | 1 116 804        |
|   | <b>908 325</b>   | Autres dettes  |                  |
| <b><u>Créances et emplois assimilés</u></b>                 | 1 025 342        | Echéances à moins d'un ans sur emprunts bancaires à MT | 179 010          |
| <b>Clients nets</b>   | -117 017         | Autres passifs   | 360 543          |
| Clients bruts   |                  | Trésorerie passif                                      | 146 535          |
| Provisions de clients                                       | <b>1 048 928</b> |  |                  |
| <b>Autres débiteurs</b>                                     | 678 690          |  |                  |
| <b>Impôts et assimilés</b>                                  | 817 094          |  |                  |
| <b>Autres créances et emplois assimilés</b>                 | -138 404         |  | <b>214 008</b>   |
|   | <b>167 355</b>   |  | 338 332          |
| <b><u>Disponibilités et assimilés</u></b>                   | <b>180 421</b>   |  |                  |
| Trésorerie  | <b>22 461</b>    |  |                  |
| Provisions de dépréciations des disponibilités et assimilés | <b>82 853</b>    |  |                  |
|   | 82 853           |  |                  |
|   | 0                |  |                  |
| <b>Total Actif</b>  | <b>4 432 558</b> | <b>Total passif</b>                                    | <b>4 432 558</b> |

## Annexe N°4 : Bilan au 30/06/2012 Actif (*En milliers de DA*)

Actif

30/06/2012

|  |            |
|--|------------|
| TOTAL ACTIF NON COURANT                              | 2 025 090  |
| Immobilisations incorporelles nettes                 | 22 290     |
| Immobilisations incorporelles brutes                 | 35 631     |
| Amortissement des immobilisations incorporelles      | -13 341    |
| Immobilisations corporelles nettes                   | 1 972 893  |
| Terrains nets  | 398 571    |
| Terrains bruts                                       | 398 571    |
| Bâtiments nets                                       | 322 235    |
| Bâtiments bruts                                      | 392 342    |
| Amortissement des bâtiments                          | - 70 106   |
| Autres immobilisations corporelles nettes            | 1 251 776  |
| Autres immobilisations corporelles brutes            | 2 508 295  |
| Amortissement des autres immobilisations corporelles | -1 256 519 |
| Immobilisations encours nettes                       | 311        |
| Immobilisations encours brutes                       | 311        |
| Immobilisations financières                          | 29 908     |
| Autres participations et créances rattachées         | 0          |
| Autres titres immobilisés                            | 0          |
| Prêts et autres actifs financiers non courants       | 4260       |

|  |                  |
|--|------------------|
| Impôts différés actif                                      | 25 648           |
| <b>TOTAL ACTIF COURANT</b>                                 | <b>1 998 913</b> |
| Stocks et encours nets                                     | 714 204          |
| Stocks et encours nets                                     | 762 017          |
| Provisions de dépréciation des Stocks et encours           | 47 813           |
| Créances et emplois assimilés                              | 953 684          |
| Clients nets   | 683 637          |
| Clients bruts  | 826 463          |
| Provisions de clients                                      | -142 826         |
| Autres débiteurs   | 116 187          |
| Impôts et assimilés  | 119 973          |
| Autres créances et emplois assimilés                       | 33 886           |
| Disponibilités et assimilés                                | 331 026          |
| Trésorerie   | 331 026          |
| Provisions de dépréciation des disponibilités et assimilés | 0                |
| <b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>                                 | <b>4 024 004</b> |

**Annexe N°5 : Bilan au 30/06/2012 Passif (En milliers de DA)**

Passif

30/06/2012.

|  |           |
|--|-----------|
| Capitaux propres   | 1 467 737 |
| Capital émis   | 849 195   |
| Capital non appelé   | -         |
| Primes et réserves   | 564 163   |
| Ecart de réévaluation  | -         |
| Résultat net   | 50 867    |
| Autres capitaux propres                                      | 3 511     |
| Passif non courant   | 865 272   |
| Emprunt et dettes financières                                | 771 738   |
| Impôts différés et provisionnels                             | -         |
| Autres dettes non courantes                                  | -         |
| Provisions et produits constatés d`avance                    | 93 534    |
| Passif courant   | 1 690 995 |
| Fournisseurs et comptes rattachés                            | 1 016 193 |
| Impôts   | 130 717   |
| Autres dettes  | 362 421   |
| Echéance moins d`un an sur emprunt bancaire<br>a moyen terme | 80 469    |
| Autres passif  | 261 951   |
| Trésorerie passif  | 181 564   |
| Total Passif   | 4 024 004 |

## Annexe 06 : Compte des résultats des années 2010 ,2011 et 2012

| <b>Tableau des comptes de résultats</b>        | <b>2010</b>       | <b>2011</b>       | <b>2012</b>       |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Chiffre d`affaires</b>                      | <b>3 998 475</b>  | <b>4 633 431</b>  | <b>5 709 764</b>  |
| Variation stocks produits finis et encours     | 24 977            | 146 599           | 166 261           |
| Subvention d`exploitation                      | 1 728             | 3 813             | -                 |
| <b>Production de l`exercice</b>                | <b>4 025 180</b>  | <b>4 783 843</b>  | <b>5 876 025</b>  |
| Achat consommés                                | -2 336 929        | -2 924 653        | -3 614 400        |
| Service extérieurs et autres consommation      | -588 990          | -645 701          | -818 688          |
| <b>Consommation de l`exercice</b>              | <b>-2 920 919</b> | <b>-3 570 355</b> | <b>-4 433 089</b> |
| Valeur ajoutée d`exploitation                  | 1 104 261         | 1 213 488         | -1 442 937        |
| Charges de personnel                           | -413 511          | -464 579          | -531 292          |
| Impôts taxes et versement assimilés            | -63 923           | -74 425           | -90 226           |
| <b>Excédent brut d`exploitation</b>            | <b>626 828</b>    | <b>674 484</b>    | <b>821 414</b>    |
| Autres produits opérationnels                  | 25 976            | 5 012             | 22 501            |
| Autres charges opérationnelles                 | -32 701           | -48 791           | -119 834          |
| Dotations aux amortissements et aux provisions | -215 082          | -305 111          | -394 001          |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions     | -                 | 36 397            | 23 738            |
| <b>Résultat opérationnel</b>                   | <b>405 020</b>    | <b>361 991</b>    | <b>405 020</b>    |
| Produits financiers                            | 18 002            | 13 214            | 28 221            |
| Charges financières                            | 76 323            | 109 221           | 118 091           |
| <b>Résultat financier</b>                      | <b>-58 321</b>    | <b>-96 007</b>    | <b>-89 870</b>    |
| <b>Résultat ordinaire avant impôts</b>         | <b>346 700</b>    | <b>265 984</b>    | <b>315 150</b>    |

|   |                |                |                |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Impôts exigible sur résultat ordinaire      | -96 237        | -90 393        | -65 322        |
| Impôts différées sur résultat ordinaire     | 5 172          | 12 451         | -4 678         |
| Total des produits des activités ordinaires | 4 069 148      | 4 838 466      | 5 950 485      |
| Total des charges des activités ordinaires  | -3 813 523     | -4 650 424     | -5 756 537     |
| <b>Résultat net des activités ordinaire</b> | <b>255 635</b> | <b>188 042</b> | <b>193 948</b> |
| Elément extraordinaires (produits)          | -              | -              | -              |
| Elément extraordinaires (charges)           | -              | -              | -              |
| <b>Résultat extraordinaire</b>              | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       |
| <b>Résultat net de l'exercice</b>           | <b>255 635</b> | <b>188 042</b> | <b>193 948</b> |

**Annexe N7 : Solde intermédiaire de gestion (SIG) des années 2010 ,2011 et 2012(En milliers de dinars).**

| <b>Désignation</b>                             | <b>2010</b>       | <b>2011</b>       | <b>2012</b>       |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                      | <b>3 998 475</b>  | <b>4 633 431</b>  | <b>5 709 764</b>  |
| Variation stocks produits finis et encours     | 24 977            | 146 599           | 166 261           |
| Subvention d'exploitation                      | 1 728             | 3 813             | -                 |
| <b>Production de l'exercice</b>                | <b>4 025 180</b>  | <b>4 783 843</b>  | <b>5 876 025</b>  |
| Achat consommés                                | -2 336 929        | -2 924 653        | -3 614 400        |
| Services extérieurs et autres consommation     | -588 990          | -645 701          | -818 688          |
| <b>Consommation de l'exercice</b>              | <b>-2 920 919</b> | <b>-3 570 355</b> | <b>-4 433 089</b> |
| Valeur ajoutée d'exploitation                  | 1 104 261         | 1 213 488         | -1 442 937        |
| Charges de personnel                           | -413 511          | -464 579          | -531 292          |
| Impôts taxes et versement assimilés            | -63 923           | -74 425           | -90 226           |
| <b>Excédent brut d'exploitation</b>            | <b>626 828</b>    | <b>674 484</b>    | <b>821 414</b>    |
| Autres produits opérationnels                  | 25 976            | 5 012             | 22 501            |
| Autres charges opérationnelles                 | -32 701           | -48 791           | -119 834          |
| Dotations aux amortissements et aux provisions | -215 082          | -305 111          | -394 001          |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions     | -                 | 36 397            | 23 738            |
| <b>Résultat opérationnel</b>                   | <b>405 020</b>    | <b>361 991</b>    | <b>405 020</b>    |
| Produits financiers                            | 18 002            | 13 214            | 28 221            |
| Charges financières                            | -76 323           | -109 221          | -118 091          |
| <b>Résultat financier</b>                      | <b>-58 321</b>    | <b>-96 007</b>    | <b>-89 870</b>    |
| <b>Résultat ordinaire avant impôts</b>         | <b>346 700</b>    | <b>265 984</b>    | <b>315 150</b>    |
| Impôts exigible sur résultat ordinaire         | -96 237           | -90 393           | -65 322           |
| Impôts différées sur résultat ordinaire        | 5 172             | 12 451            | -4 678            |
| Total des produits des activités ordinaires    | 4 069 148         | 4 838 466         | 5 950 485         |
| Total des charges des activités ordinaires     | -3 813 523        | -4 650 424        | -5 756 537        |
| <b>Résultat net des activités ordinaires</b>   | <b>255 635</b>    | <b>188 042</b>    | <b>193 948</b>    |
| <b>Résultat net de l'exercice</b>              | <b>255 635</b>    | <b>188 042</b>    | <b>193 948</b>    |

**Annexe 08 : Comptes de résultat prévisionnels des années 2013, 2014, 2015,  
2016 et 2017**

| <b>Compte de résultats</b>                           | <b>2013</b>      | <b>2014</b>      | <b>2015</b>      | <b>2016</b>      | <b>2017</b>      |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Chiffre d'affaire net</b>                         | <b>6 890 490</b> | <b>7 672 299</b> | <b>8 403 397</b> | <b>9 139 848</b> | <b>9 676 353</b> |
| <b>Marge sur couts matières</b>                      | <b>2 864 680</b> | <b>3 185 436</b> | <b>3 489 934</b> | <b>3 796 499</b> | <b>4 019 724</b> |
| En % du CA   | 41.47%           | 41.52%           | 41.53%           | 41.54%           | 41.54%           |
| <b>Marge sur couts variable</b>                      | <b>2 748 755</b> | <b>3 031 990</b> | <b>3 321 866</b> | <b>3 613 702</b> | <b>3 826 196</b> |
| En % du CA   | 39.89%           | 39.52%           | 39.53%           | 39.54            | 39.54%           |
| <b>Charges du personnel</b>                          | <b>658 652</b>   | <b>726 001</b>   | <b>798 023</b>   | <b>876 164</b>   | <b>957 740</b>   |
| Masse fixe   | 548 404          | 603 245          | 663 569          | 729 926          | 802 919          |
| Masse variable                                       | 110 248          | 122 757          | 134 454          | 146 238          | 154 822          |
| <b>Services</b>                                      | <b>1 010 440</b> | <b>1 070 242</b> | <b>1 113 011</b> | <b>1 195 546</b> | <b>1 262 081</b> |
| Marketing  | 311 400          | 345 253          | 336 136          | 411 294          | 435 436          |
| Transport et logistique                              | 337 387          | 345 253          | 105 285          | 365 594          | 387 054          |
| Assistance, consulting & formation                   | 95 497           | 100 272          | 105 285          | 110 550          | 116 077          |
| Entretien et réparation                              | 188 615          | 198 046          | 207 948          | 218 346          | 229 263          |
| Voyages, déplacement, hébergements, restauration     | 43 000           | 45 150           | 47 408           | 49 778           | 52 267           |
| Frais de télécommunication                           | 32 941           | 34 588           | 36 317           | 38 133           | 40 040           |
| Autres services et frais divers                      | 1 600            | 1 680            | 1 764            | 1 852            | 1 945            |
| <b>Autres charges exceptionnelles d'exploitation</b> | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         |
| <b>Assurance</b>                                     | <b>30 000</b>    | <b>38 361</b>    | <b>42 017</b>    | <b>45 699</b>    | <b>48 382</b>    |
| <b>Commission bancaires</b>                          | <b>40 000</b>    | <b>46 034</b>    | <b>50 420</b>    | <b>54 839</b>    | <b>58 058</b>    |
| <b>Produits divers</b>                               | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         |
| <b>Impôts et taxes</b>                               | <b>108 870</b>   | <b>122 757</b>   | <b>134 454</b>   | <b>146 238</b>   | <b>154 822</b>   |
| <b>EBITDA</b>  | <b>900 793</b>   | <b>1 028 594</b> | <b>1 183 940</b> | <b>1 295 216</b> | <b>1 345 113</b> |
| En % du CA   | 13.07%           | 13.41%           | 14.09%           | 14.17%           | 13.90%           |
| Dotation aux amortissements                          | 377 670          | 386 615          | 393 911          | 403 402          | 411 014          |
| Dotations aux provisions                             | 68 905           | 76 723           | 84 034           | 91 399           | 96 764           |
| <b>EBIT</b>  | <b>454 218</b>   | <b>565 256</b>   | <b>705 995</b>   | <b>800 416</b>   | <b>837 336</b>   |
| En % du CA   | 6.59%            | 7.37%            | 8.40%            | 8.78%            | 8.65%            |
| <b>Charges financières</b>                           | <b>106 516</b>   | <b>132 319</b>   | <b>120 698</b>   | <b>104 051</b>   | <b>88 966</b>    |
| CMT existants  | 84 516           | 37 913           | 22 636           | 13 516           | 88 966           |
| Nouveau CMT  | 0                | 56 045           | 56 045           | 44 836           | 33 627           |

|  |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Pertes et gains de changes                     | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Frais financiers de fonctionnement             | 22 000         | 38 361         | 42 017         | 45 699         | 48 382         |
| <b>Résultat des activités ordinaires</b>       | <b>347 703</b> | <b>432 937</b> | <b>585 297</b> | <b>696 346</b> | <b>748 370</b> |
| En % du CA                                     | 5.05%          | 5.64%          | 6.96%          | 7.62%          | 7.73%          |
| <b>Résultat des opérations non récurrentes</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| Revenu non récurrent                           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Charges non récurrentes                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Résultat avant impôts</b>                   | <b>347 703</b> | <b>432 937</b> | <b>585 297</b> | <b>696 364</b> | <b>748 370</b> |
| En % du CA                                     | 5.05%          | 5.64%          | 6.96%          | 7.62%          | 7.73%          |
| <b>Impôts sur les bénéfices</b>                | <b>76 495</b>  | <b>95 246</b>  | <b>128 765</b> | <b>153 200</b> | <b>164 641</b> |
| <b>Résultat net</b>                            | <b>271 208</b> | <b>337 691</b> | <b>456 531</b> | <b>543 164</b> | <b>583 729</b> |
| En % de CA                                     | 3.94%          | 4.40%          | 5.43%          | 5.94%          | 6.03%          |

### Annexe N°9 : Plan d`investissement prévisionnel

| <b>Désignation</b>                                      | <b>2013</b>      | <b>2014</b>    | <b>2015</b>    | <b>2016</b>   | <b>2017</b>   | <b>Total</b>     |
|---|------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|------------------|
| -Investissement fonciers, infrastructure et ameublement | 86 000           | 150 000        | 0              | 0             | 0             | 236 000          |
| -Investissements industriels                            | 857 390          | 200 000        | 0              | 0             | 0             | 1 057 390        |
| -Investissements en système d`information               | 33 130.65        | 0              | 20 000         | 0             | 0             | 53 131           |
| -Investissements en hygiène sécurité et environnement   | 48 350           | 0              | 0              | 30 000        | 0             | 78 350           |
| -Investissements de maintien                            | 51 920           | 0              | 150 000        | 0             | 0             | 201 920          |
|   | 28 740           | 50 000         | 55 000         | 55 000        | 60 000        | 248 740          |
| <b>Total</b>  | <b>1 105 531</b> | <b>400 000</b> | <b>225 000</b> | <b>85 000</b> | <b>60 000</b> | <b>1 875 531</b> |

### Annexe 10 : Les charges de l'opération d'introduction.

| Désignation  | Montant hors taxes   |
|--|----------------------|
| <b>Redevance réglementaire et assimilées</b>   | <b>17 139 686.10</b> |
| Redevance de la COSOB  | 636 896.40           |
| Rémunération d'Algérie clearing  | 84 919.50            |
| Commission de la SGBV  | 2 406 149.40         |
| Commission IOB (chef de fil et syndicat de placement)  | 14 011 720.80        |
| <b>Rémunération de commissions et horaires conventionnés</b>                                     | <b>44 700 000.00</b> |
| Commission et horaires d'accompagnement, de placement, de conseil financier et conseil juridique | 4 700 000.00         |
| Publicité et communication   | 40 000 000.00        |

### Annexe 11 : Actionnaires de la société au moment de l'émission

| <b>Désignation</b>   | <b>Nombre d'action</b> | <b>%</b>    |
|--|------------------------|-------------|
| Salah OTHMANI  | 10                     | 0.0%        |
| Salah OTHMANI en tant qu'usufruitier et Slim OTHMANI en tant que nu propriétaire | 263 990                | 3.1%        |
| Slim OTHMANI   | 2 660 330              | 31.3%       |
| Mohemad El Hadi OTHMANI  | 654 830                | 7.7%        |
| Thouraya OTHMANI   | 399 450                | 4.7%        |
| Mohemad ATHMANI  | 360 160                | 4.2%        |
| Mohemad Said Aymen ATHMANI   | 300 000                | 3.5%        |
| Said ATHMANI   | 154 810                | 1.8%        |
| Said ATHMANI en tant qu'usufruitier et Adnan ATHMANI en tant que nu propriétaire | 100 000                | 1.2%        |
| Said ATHMANI en tant qu'usufruitier et Dorra ATHMANI en tant que nu propriétaire | 100 000                | 1.2%        |
| Mohemad Sahbi OTHMANI  | 72 030                 | 0.8%        |
| Mohemad Mokhtar OTHMANI  | 70 000                 | 0.8%        |
| Khadidja ATHMANI   | 55 660                 | 0.7%        |
| Zazia ATHMANI  | 55 660                 | 0.7%        |
| Faouzia ATHMANI  | 55 660                 | 0.6%        |
| Yamina ATHMANI   | 50 000                 | 0.1%        |
| Lamy Mohamed SEKKARA   | 5 660                  | 0.0%        |
| Mohemad Mokhtar OTHMANI  | 2 030                  | 0.0%        |
| Adnan ATHMANI  | 10                     | 0.0%        |
| Drra ATHMANI   | 10                     | 0.0%        |
| Africinvest Fund Ltd   | 3 131 640              | 36.9%       |
| Maghrebinvest Algerie SPA  | 10                     | 0.0%        |
| <b>Total</b>   | <b>8 491 950</b>       | <b>100%</b> |

# Tables des matières

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Liste des abréviations.....</b>  | <b>5</b>  |
| <b>Introduction générale .....</b>  | <b>9</b>  |
| <b>Chapitre 1 : Les fondements théoriques de l'introduction en bourse.....</b>    | <b>12</b> |
| <b>Introduction.....</b>  | <b>13</b> |
| <b>Section 1 : L'apport de la théorie de la firme au recours à la bourse.....</b> | <b>13</b> |
| 1-La gouvernance de l'entreprise et le contrôle par le marché financier.....      | 13        |
| 1.1-L'apport de la théorie de l'agence .....                                      | 14        |
| 1.2-Les mécanismes de bonne gouvernance.....                                      | 14        |
| 1.2.1-Les mécanismes internes .....   | 14        |
| 1.2.1.1-Conseil d'administration.....   | 15        |
| 1.2.1.2-La rémunération des dirigeants.....                                       | 15        |
| 1.2.2-Les mécanismes externes.....  | 16        |
| 1.2.2.1-l'environnement légal et réglementaire .....                              | 16        |
| 1.2.2.2-Le marché de biens et services .....                                      | 16        |
| 1.2.2.3-Le marché des dirigeants .....  | 16        |
| 1.2.2.4-Le marché financier .....   | 16        |
| <b>Section 2 : Le rôle et le fonctionnement du marché financier .....</b>         | <b>18</b> |
| 1-Presentation du marché financier .....  | 18        |
| 1.1-Definition.....   | 18        |
| 2-Les acteurs du marché financier .....   | 18        |

|  |    |
|--|----|
| 2.1-Les investisseurs .....                            | 19 |
| 2.2-Les émetteurs de titres .....                      | 19 |
| 2.3-Les intermédiaires.....                            | 19 |
| 2.4-Les analystes financiers .....                     | 20 |
| 2.5-Les instances de régulation et d`organisation..... | 20 |
| 3-Typologie des marchés financiers .....               | 20 |
| 3.1-Le marché primaire et le marché secondaire .....   | 20 |
| 3.1.1-Le marché primaire.....                          | 20 |
| 3.1.2-Le marché secondaire .....                       | 21 |
| 3.2-Les marchés règlementés et de gré à gré .....      | 22 |
| 3.2.1-Les marchés règlementés.....                     | 22 |
| 3.2.2-Les marchés de gré à gré .....                   | 22 |
| 4- Les instruments financiers .....                    | 22 |
| 4.1-Les actions .....                                  | 22 |
| 4.1.1-Definition.....                                  | 22 |
| 4.1.2-Categorie d`action.....                          | 23 |
| 4.2-Les obligations.....                               | 23 |
| 4.2.2-Les différentes catégories d`obligation.....     | 23 |
| 4.2.2.1-Les obligations à taux fixe.....               | 24 |
| 4.2.2.2-Les obligations à taux variables.....          | 24 |
| 4.2.2.3-Les obligations à coupon zéro .....            | 24 |

|   |           |
|---|-----------|
| 4.2.2.4-Les obligations indexées.....                                 | 24        |
| 4.2.2.5-Les obligations assimilables de trésorerie .....              | 24        |
| 4.2.2.6-Les obligations hybrides.....                                 | 24        |
| <b>Section 3 : L`importance du recours à la bourse.....</b>           | <b>25</b> |
| 1-Notion d`introduction en bourse.....                                | 25        |
| 2-Avantages et inconvénients d`introduction en bourse.....            | 25        |
| 2.1-Avantages .....   | 26        |
| 2.1.1-Diversification et multiplicité des sources de financement..... | 26        |
| 2.1.2-Assurer la mobilité du capital.....                             | 26        |
| 2.1.3-Garantir la pérennité de l`entreprise .....                     | 26        |
| 2.1.4-Facteur de mobilisation interne .....                           | 27        |
| 2.1.5-Accroître la notoriété.....                                     | 27        |
| 2.2-Les inconvénients .....   | 28        |
| 2.2.1-Les frais préalables à l`introduction .....                     | 28        |
| 2.2.2-Les frais liés à l`introduction.....                            | 28        |
| 2.2.3-Les frais postérieurs à l`introduction.....                     | 28        |
| 3-Procédures d`introduction en bourse .....                           | 29        |
| 3.1.-Offre public de vente .....                                      | 29        |
| 3.2-La procédure ordinaire.....                                       | 29        |
| 3.3-L`augmentation du capital.....                                    | 29        |
| 4-Les conditions d`introduction au marché algérien .....              | 30        |

|  |           |
|--|-----------|
| Conclusion .....   | 31        |
| <b>Chapitre 2 : Processus de l'évaluation d'une entreprise pour s'introduire en bourse</b> | <b>32</b> |
| <b>Introduction</b> .....  | <b>33</b> |
| <b>Section 1 : Préparation de l'évaluation d'une entreprise</b> .....                      | <b>34</b> |
| 1-Les retraitements.....   | 34        |
| 1.1-Retraitements du bilan .....   | 34        |
| 1.1.1-Retraitements de l'actif .....   | 34        |
| 1.1.1.1-Les actifs immobilisés .....   | 34        |
| 1.1.1.2-Les stocks .....   | 34        |
| 1.1.1.3-Les comptes clients.....   | 36        |
| 1.1.1.4-Les disponibilités .....   | 36        |
| 1.1.2-Retraitements du passif .....  | 36        |
| 1.1.2.1-Les fonds propres.....   | 36        |
| 1.1.2.2-Les dettes .....   | 36        |
| 2-Diagnostic de l'entreprise .....   | 37        |
| 2.1.-Diagnostic fonctionnel.....   | 37        |
| 2.2-Diagnostic financier.....  | 38        |
| <b>Section 2 : L'évaluation par l'approche patrimoniale</b> .....                          | <b>39</b> |
| 1-La méthode de l'ANC et l'ANCC .....  | 39        |
| 1.1-L'ANC .....  | 39        |
| 1.1.1-Definition.....  | 39        |

|  |           |
|--|-----------|
| 1.1.2-Calcul de l'ANC .....                                      | 40        |
| 1.2-L'ANCC .....   | 40        |
| 1.2.1-Definition.....  | 40        |
| 1.2.2-Le calcul de l'ANCC .....                                  | 41        |
| 2-La méthode du good Will .....                                  | 42        |
| 2.1-La notion du GW .....  | 42        |
| 2.2-Evaluation par le GW et méthodes de son calcul .....         | 42        |
| 2.2.1-La méthode de calcul du GW .....                           | 43        |
| 2.2.1.1-La méthode directe .....                                 | 43        |
| 2.2.1.2-La méthode indirecte .....                               | 44        |
| <b>Section 3 : Evaluation par les méthodes prospectives.....</b> | <b>46</b> |
| 1-La méthode des flux financiers.....                            | 46        |
| 1.1-La méthode d'Irving Fisher .....                             | 46        |
| 1.2-La méthode de Gordon Shapiro.....                            | 46        |
| 1.3-La méthode de bâtes .....                                    | 48        |
| 1.3.1-Definition.....  | 48        |
| 2-La méthode des flux économiques .....                          | 49        |
| 2.1-La méthode des cash-flows actualisés .....                   | 49        |
| 2.2-La méthode EVA et MVA.....                                   | 52        |
| 2.2.1-Concept de la valeur économique ajoutée .....              | 52        |
| 2.2.2-Concept de la valeur économique de marché .....            | 53        |

|  |           |
|--|-----------|
| Conclusion .....   | 55        |
| <b>Chapitre 3 : Evaluation de la société « NCA-Rouïba » .....</b>            | <b>56</b> |
| <b>Introduction .....</b>  | <b>57</b> |
| <b>Section 1 : Présentation de l'entreprise « NCA-Rouïba ».....</b>          | <b>57</b> |
| 1-Présentation de l'entreprise .....   | 57        |
| 1.1-Historique de la société NCA-Rouïba .....                                | 57        |
| 1.2-Fiche signalétique de l'entreprise NCA-Rouïba.....                       | 58        |
| 1.3-Objet social.....  | 58        |
| 1.4-La place de la société sur le marché .....                               | 61        |
| 1.5-Les fournisseurs de l'entreprise .....                                   | 61        |
| 1.6- La performance commerciale de NCA-Rouïba .....                          | 61        |
| 2-Informations concernant l'opération d'introduction en bourse .....         | 61        |
| 2.1-Objectif de l'opération.....   | 61        |
| 2.2-Characteristiques de l'opération .....                                   | 62        |
| 2.2.1-Montant de l'offre.....  | 62        |
| 2.2.2-Prix de l'offre.....   | 62        |
| 2.2.3-Segmentation de l'offre .....  | 62        |
| <b>Section 2 : Le diagnostic financier de l'entreprise «NCA-Rouïba».....</b> | <b>63</b> |
| 1-Elaboration des bilans financiers.....                                     | 63        |
| 1.1-Elaboration des bilans financiers condensés .....                        | 64        |
| 1.2-Analyse de l'équilibre financier .....                                   | 66        |

|  |           |
|--|-----------|
| 2-Analyse du solde intermédiaire de gestion(SIG).....  | 68        |
| 3-Analyse de l`activité de NCA-Rouïba par les indicateurs de croissance et de rentabilité                              | 69        |
| 3.1- Calcul de la CAF .....  | 69        |
| 3.2- Analyse par les ratios.....   | 69        |
| <b>Section 3 : Valorisation de l`entreprise «NCA-Rouïba».....</b>  | <b>71</b> |
| 1-Valorisation de l`action NCA-Rouïba par la méthode patrimoniale .....  | 71        |
| 1.1-L`actif net comptable.....   | 71        |
| 1.2-L`actif net comptable corrigé .....  | 72        |
| 1.3-La méthode du good Will .....  | 74        |
| 1.3.1-La méthode abrégée.....  | 74        |
| 1.3.2-La méthode des praticiens .....  | 75        |
| 2-Valorisation de l`action NCA-Rouïba par l`approche prospective .....   | 76        |
| 2.1-Methode des flux financiers .....  | 76        |
| 2.1.1-Methode d`Irving Fisher .....  | 76        |
| 2.1.2-Methode de bâtes .....   | 77        |
| 2.2-Methode des flux économiques .....   | 78        |
| 2.2.1-Valorisation de l`action par la méthode des DCF.....   | 78        |
| 2.2.2-La valorisation par la méthode de la valeur ajouté économique EVA et de la valeur économique de marché MVA ..... | 80        |
| 2.2.2.1-La méthode de la valeur ajoutée économique EVA .....   | 80        |
| 2.2.2.2-La méthode de la valeur économique de marché MVA .....   | 81        |

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| Conclusion .....                 | 85         |
| <b>Conclusion générale .....</b> | <b>87</b>  |
| <b>Bibliographie .....</b>       | <b>89</b>  |
| <b>Liste des tableaux.....</b>   | <b>91</b>  |
| <b>Liste des schémas .....</b>   | <b>92</b>  |
| <b>Liste des graphes .....</b>   | <b>93</b>  |
| <b>Annexes .....</b>             | <b>95</b>  |
| <b>Table des matières.....</b>   | <b>113</b> |

## **Résumé :**

Notre travail intitulé «Evaluation d'une entreprise dans le cadre d'une introduction en bourse cas de : NCA-Rouïba» a pour objet de présenter les différentes méthodes d'évaluation afin de proposer le meilleur prix par action a ses futurs actionnaires.

Cette évaluation est faite pour l'année 2012 a travers les différentes méthodes d'évaluation patrimoniale (ANC, ANCC et GW) et méthodes prospectives (flux financiers : méthode d'IRVING FISHER, GORDEN SHAPIRO et Bates ; flux économique : DCF, EVA et MVA).

Pour déterminer la valeur de l'action de la «société NCA-Rouïba», nous avons calculé la moyenne linéaire des valorisations obtenues par l'utilisation des quatre méthodes précédentes, la valeur ainsi obtenue est de 460.2 DA l'action, et la fourchette proposée est de [425.2 ; 468.4].

Cette étude nous a amené à déduire que toutes les méthodes d'évaluation ne convergent pas vers le même prix mais il faut choisir celle qui répondent au mieux aux spécificités de l'entreprise.

**Mots clés :** introduction en bourse, évaluation d'une entreprise, prix de l'action, valeur de l'action.

## **Abstract:**

Our work entitled "Valuation of a company in the context of an IPO case of: NCA-Rouïba" aims to present the different valuation methods in order to propose the best price per share to its future shareholders.

This assessment is made for the year 2012 through the different methods of valuation (ANC, ANCC and GW) and prospective methods (financial flows: method of IRVING FISHER, GORDEN SHAPIRO and Bates economic flow: DCF, EVA and MVA).

To determine the value of the action of the "NCA-Rouïba company", we calculated the linear average of the valuations obtained by the use of the four previous methods, the value thus obtained is 460.2 DA the action, and the range proposed is [425.2; 468.4].

This study has led us to deduce that not all methods of valuation converge towards the same price, but we must choose the one that best meets the specificities of the company.

**Keywords:** IPO, valuation of a company, share price, share value.