



MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMÈRI DE TIZI-OUZOU
FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, COMMERCIALES
ET DES SCIENCES DE GESTION
DÉPARTEMENT DE SCIENCE DE GESTION

*Mémoire de fin d'étude en vue de l'obtention du diplôme de
master*

Option : finance d'entreprise

Thème

*L'impact du choix de la structure financière sur
le coût du capital d'une entreprise cotée en
bourse « cas NCA Rouïba »*

Présenté par :

- ♦ *SI AMER Aini*
- ♦ *SIBEUR Lysa*

Dirigé par :

M^{me} MOUSSI Nassima

Devant le Jury :

- | | | |
|--|----------------|--------------|
| ♦ <i>M^f ACHIR Mohammed</i> | M.A/CA à UMMTO | Président |
| ♦ <i>M^{me} MOUSSI Nassima</i> | M.C/CB à UMMTO | Promotrice |
| ♦ <i>M^{me} MOUMOU Ouerdia</i> | M.A/CA à UMMTO | Examinatrice |

Promotion 2017

REMERCIEMENTS

Avant tout, nous tenons à rendre grâce au bon DIEU, le tout puissant de nous avoir donné la volonté et la force d'accomplir ce modeste travail.

Nous exprimons nos sentiments les plus sincères à notre promotrice M^{me} MOUSSI, pour son orientation, sa confiance, sa patience, et ses conseils précieux, qui ont constitué un apport considérable dans la réalisation de ce travail. M^{me} MOUSSI a beaucoup œuvré pour la mise en valeur de notre travail, on lui adresse toute notre reconnaissance.

Nous remercions également notre Co-promoteur M^r DJEBBI Radhouane, directeur comptable et financier à la Nouvelle Conserverie Algérienne Rouïba, pour son accueil, ses efforts, et surtout pour le temps qu'il nous a consacré. Nous adressons aussi nos remerciements à toute l'équipe du département FC, en particulier Ferial.

Nous sommes très honorées de la présence des membres du jury, que nous remercions d'ailleurs chaleureusement d'avoir bien voulu accepter d'examiner notre travail. Nos remerciements s'étendent également à tous nos enseignants durant notre cursus universitaire, pour leurs savoirs qu'ils n'ont pas hésité à partager avec nous.

Nos plus profonds remerciements vont à nos parents, ils nous ont toujours soutenu, encouragé et aidé. Ils ont su nous donner toutes les chances pour réussir. Qu'ils trouvent, dans la réalisation de ce travail, l'aboutissement de leurs efforts ainsi que l'expression de notre plus affectueuse gratitude.

Nous remercions nos frères et sœurs, nos amis et toute personne ayant contribué de près ou de loin à la réalisation de ce travail.

DÉDICACES

Je dédie cet humble travail :

❖ *A mes chers et respectueux parents*

Vraiment aucune dédicace ne saurait exprimer mon attachement, mon amour et mon affection. Je vous offre ce modeste travail en témoignage de tous les sacrifices et l'immense tendresse dont vous m'avez toujours comblé.

Que dieu tout puissant vous garde et vous procure santé et bonheur.

❖ *A ma très chère sœur.*

Ton amour, ton soutien, et tes conseils me seront toujours indispensables.

❖ *A mes frères Athmane et Mohammed.*

Votre amour, compréhension, confiance et douceur j'en aurai toujours besoin.

❖ *A nana Oirdia.*

Pour ta gentillesse et l'amour que tu nous porte.

❖ *A mon fiancé Yazid.*

Pour ton amour, ta confiance, et ton soutien.

❖ *A toute ma famille, tous mes amis, et surtout à ma binôme et sa famille.*

SIBEUR Lysa

DÉDICACES

Grace au bon DIEU qui ma donné le courage et le bon sens pour terminer ce travail que je dédie :

☞ A mon adorable mère Dahbia et très cher père Sadek, que ce travail soit le témoignage de ma profonde affection et ma reconnaissance pour leur amour, soutien et confiance.

☞ A mon cher frère Mohand, sa femme Nacira ainsi que leur enfants Sadek, Housseem et Adem.

☞ A mes chères sœurs Fouzia et Salima sans oublier son mari Saadi et ses enfants Djaffer et surtout oussama.

☞ A mon mari Smail et ses parents Taher et Tarkiya ainsi qu'à toute ma belle famille SIDI SAID.

☞ A tous mes amis en particulier mon binôme Lysa et sa famille.

SI AMER AÏNÉ

Sommaire

Introduction générale	02
<i>Chapitre 1 : Les fondements théoriques des décisions de financement</i> -----	08
Introduction	08
Section 1 : Les apports anciens et récents de la théorie financière	08
Section 2 : Les décisions de financement	19
Conclusion	36
<i>Chapitre 2 : L'impact du coût du capital sur la création de valeur</i>	38
Introduction	38
Section 1 : Coût des fonds propres	38
Section 2 : Coût d'endettement	46
Section 3 : Indicateurs de mesure de la création de valeur	52
Conclusion	63
<i>Chapitre 3 : Cas de « NCA Rouïba » comme illustration des développements théoriques</i> .	66
Introduction	66
Section 1 : Présentation et historique de l'entreprise	67
Section 2 : Analyse du coût du capital et de la création de valeur de NCA Rouïba, avant et après sa cotation à la bourse d'Alger	73
Conclusion	88
Conclusion générale	89
Bibliographie	94
Liste des Tableaux et des figures	101
Liste des abréviations	103
Annexes	104
Tables de matières	115

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Introduction générale

La finance est à la base et au centre du système capitaliste, car elle permet aux individus de s'assurer que toutes les décisions qu'ils prennent créent de la valeur et engendrent de la richesse. Elle recouvre ainsi un domaine d'activité qui permet, principalement, aux entreprises de réaliser leurs projets d'investissement. En effet, l'entreprise pour réaliser ses projets elle doit décider de la façon d'obtenir les capitaux nécessaires au financement de ces derniers, et donc du type de titres qu'elle souhaite émettre¹.

Depuis plusieurs années, l'étude de la structure financière a constitué le thème principal de la finance d'entreprise. C'est ainsi qu'un nombre considérable de travaux théoriques et empiriques ont été réalisés sur les déterminants de la structure de financement, et leurs conséquences sur la création de valeur au sein d'une firme. Cependant, cinq contributions semblent essentielles, celles de Modigliani et Miller en 1958, Sharpe et Lintner 1960, Black et Scholes 1973, Jensen et Meckling 1976, et enfin Myers et Majluf en 1984 ; alors qu'avant 1958, la finance était simplement une finance académique séparée de l'économie.

Les firmes doivent s'assurer de disposer des moyens financiers nécessaires à leur fonctionnement et à leur développement, mais surtout de pouvoir rentabiliser au mieux ces moyens.

Le choix du type de financement est une décision qui émane de la politique financière tracée par l'entreprise, pour accomplir aussi bien des projets d'investissement, que pour financer son cycle d'exploitation ; cette décision ne peut pas être prise en privilégiant une variable au détriment d'une autre, certes la variable fiscale est plus privilégiée par rapport aux autres critères, mais une décision optimale ne peut négliger le poids des autres variables, qui peuvent aussi être plus déterminantes.

Toutefois, toute décision rationnelle doit en principe intégrer le coût de chaque mode de financement. Comme tout facteur de production, le capital aussi a un coût, il s'agit du coût du capital ; en effet, ce coût dépend de la part des Capitaux propres et Dettes dans le total des ressources détenues par l'entreprise. Et la mise en place d'une structure financière optimale doit être effectuée en tenant compte de son impact sur la création de valeur au sein de l'entreprise.

¹ Jonathan Berk, Peter DeMarzo « Finance d'entreprise », 2^{ème} Edition, page 511.

L'entreprise au cours de son cycle de vie cherche à atteindre plusieurs objectifs, citons à cet égard : la croissance, l'innovation, la maîtrise des coûts... dont le but principale est la création de valeur essentiellement pour ses actionnaires, et pour toutes ses parties prenantes. En effet, il ne suffit pas qu'une entreprise ait des résultats bénéficiaires pour dire qu'elle est performante, mais en plus de cela, elle doit être créatrice de valeur c'est-à-dire que la rentabilité des ressources que l'entreprise aura engagées doit être supérieure au coût de celles-ci².

Problématique et hypothèses de recherche.

Lors de sa création, puis au cours de son développement, l'entreprise doit détenir les ressources financières nécessaires pour faire face à ses échéances, et utiliser au mieux les moyens dont elle dispose. Pour exercer son activité, l'entreprise doit d'abord engager des dépenses avant de percevoir des recettes. Ce n'est qu'à l'issue de la production et de la commercialisation, que des recettes seront encaissées après la réalisation des ventes. Il y a donc un décalage entre les décaissements et les encaissements ; ce décalage crée des besoins de financements que l'entreprise devra couvrir en se procurant des fonds selon différentes modalités³.

Partons du fait que l'entreprise est une entité économique, qui combine des facteurs de production, dont le but est de produire des biens et services destinés à être vendus sur un marché solvable⁴ ; et de déterminer la structure financière optimale qui permet de maximiser sa valeur et de minimiser son coût du capital, cela revient à minimiser le coût des ressources utilisées, et accroître ainsi la valeur de l'actif économique.

Les différentes sources de financement de l'entreprise, qu'il s'agisse des capitaux propres ou des dettes financières, représentent ce que l'on appelle le capital investi ; ces deux sources qui sont de nature très différente ont comme point commun d'avoir un coût représenté par la rentabilité exigée par les actionnaires ou les créanciers.

² STIRIBA Latifa « L'impact de la décision de financement et de la politique de dividendes sur la valeur actionnariale & partenariale : vers une modélisation pour l'aide à la prise de décision financière & managériale au sein des entreprises marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca », Thèse de Doctorat, Ecole Nationale de Commerce et de Gestion, Agadir, Février 2013, page 7.

³ « Le financement de l'entreprise » extrait de : oeconomia.net.

⁴ BERKAL Safia « Les relations Banques/ Entreprises publiques : Portées et limites », Mémoire de Magister, Université MOULOUD MAMMERI, Tizi Ouzou, Juin 2012, page 6.

Le coût du capital, est une notion fondamentale pour les entreprises en matière de politique financière, car il est au cœur des mesures de la création de la valeur ; c'est pour cela qu'il est nécessaire de souligner l'importance que procure le coût du capital pour l'entreprise et sa détermination⁵.

En effet, l'entreprise lorsqu'elle recherche de nouveaux financements elle s'adresse à ses associés ou à des prêteurs, d'où il faut analyser le coût de chaque source pour faire appel à la moins coûteuse. Ceci nous emmène à nous demander comment une entreprise peut trouver le juste milieu lui permettant de combler ses besoins en matière de capital tout en maîtrisant le coût de ce dernier. Ainsi, nous posons la question suivante :

Le choix de financement influence-t-il le coût du capital et par conséquent la création de valeur ?

Notre recherche s'inscrit dans un contexte marqué par l'absence d'une théorie consensuelle de la structure financière, ainsi notre objectif est double, d'une part analyser le fondement théorique de la structure financière, et énumérer les différents modes de financement, et d'autre part analyser l'impact de ces modes de financement sur le coût du capital et la création de valeur, en étudiant le cas de NCA Rouïba. Pour mener à bien notre travail, on a formulé deux principales hypothèses :

Hypothèses de recherche :

- **H1** : Le choix entre fonds propres et dettes influence considérablement le coût du capital et par conséquent, la création de valeur de NCA Rouïba.
- **H2** : Il n'existe aucun impact de la structure financière sur le coût du capital de NCA Rouïba.

Objet de la recherche :

L'objet de notre recherche est tout d'abord d'apprécier les évolutions des approches théoriques de la théorie financière, ensuite d'énumérer les différents modes de financements que l'entreprise peut choisir, et enfin d'analyser le coût de chaque mode et son incidence sur la création de valeur au sein d'une entreprise cotée à la bourse d'Alger.

⁵ Leguiedurentier.free.fr, chapitre 4 « Le coût du capital », page 103.

Objectif et intérêt de la recherche

L'idée de travailler sur ce thème n'était pas un hasard mais un choix, conscient et délibéré avec notre promotrice, laquelle qu'on a choisi en nous intéressant à ses travaux. Notre objectif est double, d'une part appréhender le choix de la structure financière *de la nouvelle conserverie algérienne Rouïba*, et d'autre part évaluer l'influence des décisions de financement de cette entreprise sur le coût du capital par conséquent la création de valeur. Et pour réaliser notre objectif, on a tenté de répondre à cette question fondamentale : Quelle est la source de financement la plus optimale ?

- En finançant par fonds propres en éliminant les dettes.
- En finançant par les dettes sans introduire les fonds propres.
- En combinant les deux 50%, 50%.

Choix du thème

Le choix du thème est justifié par son importance pour l'entreprise, la problématique du choix de la structure de financement et son impact sur le coût du capital est au centre des préoccupations de toutes les entreprises notamment celles cotées en bourse. En effet toute entreprise doit choisir le mode de financement qui procurera une rentabilité maximale au moindre coût. On a décidé de travailler ce thème de recherche afin de présenter les explications du partage entre fonds propres et dettes dans le financement de l'entreprise *NCA Rouïba* et son incidence sur le coût du capital et la création de valeur.

Méthodologie de recherche

Pour réussir notre travail, nous avons suivi une méthode qui consiste à la fois :

- En une **recherche bibliographique** qui nous a permis de consulter des différents ouvrages et revues de plusieurs universités. Et à partir de là on a pu établir ***un cadre théorique*** dans lequel on a détaillé le domaine de la finance.

- En une **recherche empirique** basée sur la notice, les états financiers et les rapports publiés par l'entreprise *NCA Rouïba* et qui servent à distinguer sa situation avant et après sa cotation en bourse.

Structuration du travail de la recherche

Pour mener à bien notre recherche, On a structuré le mémoire en trois chapitres : Le premier consiste à recadrer les fondements théoriques des décisions de financements, le deuxième chapitre est consacré à l'estimation du coût des différentes sources de financement, et à la présentation du principe de la création de valeur comme indicateur de mesure de la performance financière de l'entreprise ; le troisième chapitre consiste à présenter notre lieu de stage et à étudier pratiquement l'estimation du coût du capital et évaluer la situation financière de *NCA Rouïba*.

- Le premier chapitre traite du champ d'application de la finance et les déterminants de la structure financière selon plusieurs théoriciens, et aussi les différentes modalités que l'entreprise peut adopter pour financer ses investissements.
- Le deuxième chapitre traite de l'estimation des coûts générés par les différents modes de financement et leurs influences sur la création de valeur à travers plusieurs indicateurs de mesures.
- Le troisième chapitre est consacré à la présentation de l'entreprise *NCA Rouïba*, plus précisément les événements avant et après son introduction en bourse. Aussi, ce chapitre analyse empiriquement la gestion que *NCA Rouïba* adopte pour dégager ses résultats, calculer ses coûts, et détecter sa valeur.

CHAPITRE 1 : LES FONDEMENTS THÉORIQUES DES DÉCISIONS DE FINANCEMENT

CHAPITRE I : LES FONDEMENTS THÉORIQUES DES DÉCISIONS DE FINANCEMENT

Introduction

Les entreprises passent par un choix décisif de financement, et cela dépend d'un grand nombre de facteurs, qui doivent être pris en considération au moment de prise de cette décision, afin de maintenir leur croissance et d'assurer la rentabilité de leur projet d'investissement. Cela revient à choisir la meilleure structure du capital, c'est-à-dire le partage des ressources financières de l'entreprise entre dettes et fonds propres ; Ce partage est optimal lorsqu'il permet de maximiser la valeur de la firme et minimiser le coût.

Cette préoccupation a fait l'objet d'une large réflexion théorique dont le point de départ est le théorème de Franco Modigliani et Merton Miller en 1958. Ils étaient les premiers à affirmer que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur, cette neutralité a été fortement critiquée par plusieurs courants qui soutiennent la thèse d'existence d'une structure financière optimale ; et que la valeur de l'entreprise dépend de sa structure de financement.

Section 1 : Les apports anciens et récents de la théorie financière

La présente section a pour objectif de retracer les principales évolutions du raisonnement financier, afin de mettre en évidence les changements de perspectives et la complexification croissante de la théorie financière.

1. Les principales caractéristiques de l'approche financières

1.1. La finance académique avant 1958⁶

La finance était considérée comme une discipline séparée de l'économie, son contenu recouvrait alors des instruments, des institutions et des procédures utilisées sur le marché financier, elle était caractérisée par une absence quasi-totale des préoccupations explicatives : on cherchait soit à décrire la pratique ou à prescrire des normes issues de la pratique.

⁶ Gérard CHARREAUX « Théorie financière et stratégie financière », revue française de gestion 2006/1, n°160, page114.

Vers 1920, l'innovation technologique et l'émergence de nouvelles industries entraînaient un accroissement des besoins de fonds des entreprises, il en résulte un intérêt renforcé pour les sources de financement et pour la liquidité.

La finance se focalisait sur les aspects financiers de la survie, sur la préservation de la liquidité, et sur les décisions de faillite. La préoccupation était liée à la protection des prêteurs et la réglementation financière en matière des publications des documents.

Durant les années 1940-1950, l'intérêt est accordé à l'approche traditionnelle basée sur les points de vue des investisseurs et des prêteurs, cette démarche est caractérisée par l'intérêt porté aux méthodes de choix des investisseurs ; pour cela le champ de la finance s'élargie pour inclure la décision d'investissement ; durant cette période est ainsi apparue la création des modèles d'évaluation avec la relation entre la gestion financière et l'analyse des titres⁷.

1.2. Travaux de Modigliani et Miller : quel apport à la théorie financière ?

En 1958, le principe posé par M&M sur la théorie de la structure financière se basait sur une position de neutralité des décisions de financement sur la valeur de la firme. En effet, la valeur de l'entreprise est fortement dépendante de sa capacité bénéficiaire

Dans un marché parfait, M&M ont montré que la structure financière n'affecte pas la valeur de marché de la firme, et que peu importe la façon dont celle-ci est partagée entre dettes, capitaux propres ou autres titres de créances.

Ainsi les décisions réelles des firmes (par exemple l'investissement), motivées par la maximisation des valeurs des actions, sont indépendantes des facteurs financiers tels que la liquidité interne, le niveau d'endettement, ou le versement des dividendes.

L'analyse de la valeur de l'entreprise de Modigliani et Miller(1958) en fonction du levier financier s'appuie sur les hypothèses suivantes⁸ :

- Les marchés sont parfaits : l'information est gratuitement disponible pour tous les investisseurs, et il n'existe ni coûts de transaction ni coûts fiscaux ;

⁷ Gérard CHARREAUX « Théorie financière et stratégie financière ». Op.Citée, page114.

⁸ Nathalie MOURGUES « Financement et coût du capital de l'entreprise », ECONOMICA, paris 1993, page 231.

- L'émission de deux types de titres : des actions ordinaires qui reflètent les capitaux propres, et des obligations émises au taux sans risque qui reflètent les dettes ;
- Les investisseurs peuvent prêter et emprunter sur le marché au même taux qui est le taux sans risque : le taux de prêt et d'emprunt des agents est aussi celui auquel l'entreprise emprunte ;
- Le risque de défaillance est ignoré dans la mesure où les coûts dits de faillite sont négligés ;
- Le bénéfice après intérêts est intégralement distribué.

En 1962, M&M ont remis en cause leur conception initiale, et montrent que par l'introduction de l'impôt, il existe pour l'entreprise une structure financière optimale.

L'endettement présente pour la firme des caractéristiques paradoxales. D'une part, si le paiement des charges financières relatives à la dette est fiscalement déductible du résultat imposable de l'entreprise, ce n'est pas le cas de la rémunération versée aux actionnaires sous forme de dividendes. Ainsi, en prenant en compte ce traitement fiscal de la dette, la valeur d'une entreprise endettée est supérieure à la valeur d'une entreprise non endettée. Par ailleurs la différence correspond à la valeur actuelle de l'économie d'impôt réalisée au travers d'un endettement de l'entreprise⁹.

D'autre part, comme l'endettement entraîne pour la firme l'obligation stricte de payer des charges financières, toute baisse de la rentabilité fait naître pour les actionnaires le risque de n'obtenir ni la rentabilité ni les dividendes attendus. Le risque qui est une fonction croissante du niveau d'endettement, limite le recours à cette forme de financement parce qu'en présence de ce risque les actionnaires exigent un taux de retour sur fonds propres plus élevé.

De ce fait, on peut retenir deux idées :

- ① L'utilisation de l'endettement comme mode de financement, d'où la fiscalité est prise en compte pour l'augmentation de la valeur de l'entreprise, cet avantage provient du fait que le système fiscal traite plus favorablement les revenus de la dette que ceux des actions, puisque les intérêts sont déductibles du bénéfice imposable.

⁹ Ydriss ZIANE « Structure financière, relations bancaires de long terme et financement inter-entreprises des PME françaises », Thèse de doctorat, Université de PARIS X-NANTERRE, Novembre 2004, page 23.

- ② Le coût des ressources est également affecté par cet avantage fiscal : réduction du coût du capital provenant du fait que l'entreprise économise ses ressources.

M&M ont montré que l'endettement peut augmenter la valeur de l'entreprise et diminuer les coûts de ses ressources à travers la fiscalité, par conséquent selon ces deux théoriciens la valeur d'une entreprise endettée est supérieure à celle financée uniquement par fonds propres, et c'est à partir de là que fut apparaitre l'impact de la structure financière sur la valeur de la firme.

1.3. L'évaluation du prix du risque et sa prise en compte dans le choix des investissements selon Sharpe et Lintner

Les résultats obtenus par M&M manquaient d'un facteur majeur, qui était la considération des classes de risques, puisque selon ces deux auteurs les marchés étaient parfaits.

Le problème du risque fut une question délicate, dans la mesure où certains n'avaient pas reçu de réponse opérationnelle. Cette dernière allait être apportée par la construction du modèle d'évaluation des actifs financier « MEDAF », due à Sharpe et Lintner ; ce modèle bien connu s'agit d'un modèle de fonctionnement de marché financier en univers incertain, il permet d'évaluer le montant des primes de risque requises en tenant compte uniquement du risque systématique.

L'apport de Sharpe et Lintner est de considérer la finance d'entreprise à deux niveaux¹⁰ :

1^{er} niveau : la firme est considérée comme un portefeuille d'actifs, la vision financière s'apparente alors à la vision stratégique où la firme constitue un portefeuille d'activités.

L'enseignement principal de la théorie du portefeuille réside dans la nécessité de replacer l'analyse de chaque projet individuel dans un cadre économique beaucoup plus global que l'entreprise elle-même.

2^{ème} niveau : L'évaluation de la rentabilité requise des investissements doit se faire en fonction des normes du marché financier, notamment IFRS établies internationalement dans les années 2000-2005. Ces normes sont censées remplacer la valorisation traditionnelle au coût d'acquisition, par le principe de juste valeur en effet elle est égale au prix sans risque plus la

¹⁰ Gérard CHARREAUX « Théorie financière et stratégie financière ». Op.Citée, page117.

Prime de risque. Cet apport peut ainsi être considéré comme mineur par rapport à la contribution de Modigliani et Miller, car il donnait une idée simpliste, sur l'évaluation des prix des actifs et sur l'estimation des flux financiers prévisionnels, qui pose un problème rarement pris en compte par la théorie financière¹¹.

1.4. Le modèle de Black et Scholes

Les mathématiciens ont depuis longtemps essayé de résoudre les questions soulevées par le monde de la finance. Grâce aux travaux de Black et Scholes que ces questions sont devenues si populaires en partie à cause de la simplicité des réponses qu'ils ont apporté.

Le modèle de Black et Scholes 1973, parfois appelé Black et Scholes Merton, est, à l'origine, un modèle à deux actifs : l'un risqué, l'autre pas. Typiquement, l'actif risqué est une action (l'action sous-jacente à l'option) tandis que l'actif non risqué s'apparente à une obligation¹².

C'est un modèle standard d'évaluation des options, qui permet de déterminer théoriquement la prime exacte que doit payer un client pour acheter (**call**) ou vendre (**put**) et la stratégie que devra suivre le vendeur de ces options pour se couvrir du risque, ce modèle ne fonctionne que si les périodes temporelles considérées sont relativement courtes (semaine ou un mois au mieux) au-delà l'utilisation de ce modèle théorique est une farce.

Pour ces deux théoriciens, les titres d'une société peuvent être considérés comme des options. En fait, les actions constituent des options d'achat sur les actifs de la firme. Dans cette optique, les propriétaires primitifs sont en fait les créanciers. Les actionnaires ne deviennent propriétaires que lorsqu'ils ont levé leur option d'achat, c'est-à-dire remboursé les créanciers. En cas de non-remboursement des dettes, les créanciers restent propriétaires des actifs.

Ce modèle est souvent utilisé en termes de modèle de cotation des options, il donne la valeur d'une option à partir des hypothèses suivantes¹³ :

- Pas d'impôt ;
- Pas de frais de transaction ;

¹¹ Gérard CHARREAUX, Op.Citée, page 117.

¹² Philippe Briand, « Le modèle de Black-Scholes » Mars 2003.

¹³ « Black & Scholes » une première approche » publié par stratégies options le 08/07/2011.

- Possibilité de vendre à découvert l'actif sous jacent ;
- Les taux d'intérêt sont constants ;
- Le marché du sous jacent est permanent (24h/24).

La valeur théorique de la prime d'une option se détermine à partir des cinq données suivantes¹⁴ :

- La valeur actuelle de l'actif financier sous-jacent de l'option ;
- Le temps qui reste à l'option avant son échéance ;
- Le prix d'exercice fixé par l'émetteur ;
- Le taux d'intérêt sans risque ;
- La volatilité (Ecart-type) du prix du sous-jacent de l'option.

Ce modèle est très fiable car il retient des hypothèses simplificatrices qui sont de nature à provoquer des écarts significatifs entre la réalité du marché et les valeurs données par le modèle. En effet, en période de stabilité, la majorité des opérateurs utilisant la formule de B-S pour fixer leur prix, le modèle à une valeur auto-réalisatrice (efficace), les opérateurs sur le marché utilisant le même étalon d'évaluation car la valeur sur le marché a tendance à être la valeur fixée par le modèle¹⁵.

2. Remise en cause du cadre traditionnel de la théorie financière

2.1. Le risque de défaillance

Le risque de défaillance, qui peut représenter un défaut pour l'entreprise, est formé par l'accumulation de divers coûts largement diffusés au sein de l'environnement de l'entreprise, donc la défaillance de l'entreprise entraîne des coûts dits les coûts de faillite.

Contrairement à l'idée selon laquelle ces coûts de faillite sont négligeables, ils constituent en réalité une proportion importante des actifs de l'entreprise. Ainsi Altman (1984) souligne que

¹⁴ MODÈLE D'évaluation des options de BLACK & SCHOLES, publié : sur cours gratuits d'Eco. Et gestion.

¹⁵ « MODELE Black-Scholes d'évaluation du prix d'une option » Article publié sur lexinter.net.

la totalité des coûts de faillite représente généralement 20% de la valeur de l'entreprise peu avant la faillite¹⁶.

L'hypothèse d'absence de coûts de faillite implique que les créanciers de l'entreprise sont rémunérés au taux sans risque. Cette hypothèse rejetée, il est nécessaire de considérer la probabilité que l'entreprise réalise un flux d'activité ne permettant pas d'honorer le service de la dette. Le niveau de risque de défaillance, augmentant avec le poids de la dette, détermine le comportement des créanciers vis-à-vis de l'entreprise. S'ils jugent ce risque trop élevé, ils n'accordent pas de financement à l'entreprise. S'ils décident de le supporter, ils exigeront une rémunération proportionnelle¹⁷.

L'entreprise n'est donc plus en mesure de s'endetter de façon maximale pour bénéficier d'économies d'impôt. Le niveau d'endettement optimal diminue au fur et à mesure que les coûts de faillite augmentent (Brennan et Schwartz, 1978). Dans ce contexte, la valeur de l'entreprise endettée est égale à celle non endettée, augmentée de la valeur actuelle de l'économie d'impôts sur les frais financiers mais diminuée de la valeur actuelle des coûts de défaillance. La structure de financement optimale est déterminée par arbitrage et elle n'est plus neutre¹⁸.

Par conséquent, la levée des hypothèses relatives à la fiscalité et aux coûts de faillite montre que, si le financement par endettement représente un facteur influençant positivement la valeur de l'entreprise (Modigliani et Miller, 1962), toute augmentation du niveau des dettes réduit cette valeur et ça en raison de présence d'un risque de faillite (Brennan et Schwartz, 1978).

2.2. L'émergence de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise, connue sous le nom de « Corporate Governance (CG) », est apparue au cours des années 80 pour s'élargir, plus tard, dans la plupart des économies développées. Cette gouvernance d'entreprise résulte de la nécessité de défendre les intérêts, au sein des entreprises, notamment ceux des actionnaires et des dirigeants¹⁹.

¹⁶ Ydriss ZIANE, Op Citée, page 25.

¹⁷ Idem.

¹⁸ Ydirss ZIANE, Op.Citée, page 26.

¹⁹ Darine BAKKOUR « Etudes et synthèse : Un essai de définition du concept de gouvernance », Mémoire présenté au niveau de Laboratoire Montpellierain d'Economie Théorique et Appliquée, Décembre 2013, page 3.

Gérard CHARREAUX définit la gouvernance d'entreprise comme « l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »²⁰.

Le gouvernement d'entreprise privilégie la création de valeur pour le propriétaire. Dans ce système, l'objectif de l'entreprise consiste en la valorisation du cours boursier du titre détenu par l'actionnaire. Dans ce contexte, il est nécessaire de prendre des mesures visant à aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires.

La notion de la gouvernance d'entreprise est très ancienne, ses fondements théoriques sont apparus avec le passage de l'entreprise entrepreneuriale à l'entreprise managériale. Depuis, les théories de la gouvernance d'entreprise n'ont pas cessé d'évoluer, selon les théories contractuelles, la création de la valeur passe par la discipline et par la réduction des coûts d'agence, qui sont générés par les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants pour la théorie actionnariale, et entre les différentes parties prenantes pour la théorie partenariale.

Selon l'approche actionnariale, la gouvernance d'entreprise est définie comme l'ensemble des mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier, ils sont essentiellement basés sur la discipline permettant de sécuriser l'investissement financier via la maximisation de la valeur actionnariale²¹. Quant à la seconde approche qui est partenariale, elle considère le système de gouvernance comme étant un ensemble de contraintes régissant la négociation entre les différents partenaires de l'entreprise pour se partager la rente²².

2.2.1. L'apport de la théorie de l'agence de Jensen et Meckling, 1976

Selon Ross (1973), une relation d'agence apparaît entre deux individus (ou plus) lorsque l'un, l'agent ou le mandataire, agit comme représentant pour le compte du second désigné comme le principal ou mandant. J&M (1976) donnent une définition proche de celle de Ross ; pour ces deux auteurs, une relation d'agence « est un contrat selon lequel une ou

²⁰ Gérard CHARREAUX « Le gouvernement des entreprises. Corporate Governance. Théories et faits », Economica, Paris, 1997, page 421.

²¹ Meddeb Haithem « La théorie de la gouvernance d'entreprise », article publié Aout 2012 (le monde des sciences.com)

²² Ikbel Kerkeni « Vers un nouveau cadre d'analyse du gouvernement d'entreprise : la gouvernance des PME », mémoire de Mastère, Tunis 2008.

plusieurs personnes, le principal ou mandant, engagent une autre personne, l'agent ou le Mandataire, pour accomplir des services en leur nom, services qui impliquent la délégation d'un pouvoir de décision au profit de l'agent »²³.

La théorie d'agence consiste en la mise en place des mécanismes de contrôle qui, dans l'entreprise managériale, vont permettre de résoudre les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Désormais, l'entreprise est considérée comme étant un nœud de contrat²⁴, où les relations entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise sont liés par des contrats ; cette théorie pose donc le problème de l'engagement contractuel et de la délégation de décisions qu'il implique. Elle tente de définir les moyens de contrôle de la délégation de droits de propriété qu'implique tout contrat et permet notamment, dans sa version positive, de trouver un fondement rationnel à l'utilisation de certaines formes de financement.

La théorie de l'agence est fondée grâce au principe néoclassique selon lequel tout individu agit de façon à maximiser son intérêt particulier avant l'intérêt général. Selon cette hypothèse, l'agent économique, dont le comportement est conditionné par le système économique et la structure juridique dans lesquels il opère, est capable d'anticiper rationnellement l'incidence des relations d'agence existantes. Ces considérations induisent naturellement l'existence de coûts liés à l'élimination des risques de conflit entre le mandant et le mandataire dits coûts d'agence²⁵.

Dans ce cadre, l'analyse des relations d'agence permet de justifier la mixité de la structure financière comme un mode de gouvernance de l'entreprise. Les relations contractuelles liant les principaux agents économiques intéressés au financement de l'entreprise ont un impact sur le choix de la structure de financement. La politique financière est alors considérée comme un mode de réduction de ces coûts d'organisation ou de transaction internes à l'entreprise.

2.2.2. L'apport de la théorie de signal :

Complémentaire à la théorie d'agence, Cette théorie est fondée sur l'existence d'une asymétrie d'informations, leurs modèles, basés sur les jeux de signalisation, contribuent de façon rigoureuse à l'explication de certains phénomènes financiers, notamment ceux liés aux problèmes d'asymétrie informationnelle.

²³ Guy Numa « Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19^{ème} siècle », Revue d'économie industrielle, n°125, page 105.

²⁴ BOUSSADIA Hichem « La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant : cas de l'entreprise publique algérienne », Thèse de doctorat, Université Abou Bekr Belkaid, Tlemcen, 2014, page 17.

²⁵ Ydriss ZIANE, Op Citée, page 28.

En effet cette théorie postule que les agents internes à l'entreprise, mieux informés que les investisseurs externes, ont intérêt à transférer une partie de l'information privée à ces derniers par le biais d'un signal. Ainsi, la structure financière et le degré de diversification du portefeuille des dirigeants sont considérés comme des sources d'information à destination des créanciers. Ces signaux doivent permettre la réduction des asymétries d'information et par conséquent l'obtention de financements à des conditions favorables pour les entreprises qui disposent des opportunités d'investissement les plus favorables.

D'après le modèle présenté par Ross (1977), le niveau d'endettement est un signal diffusé par le dirigeant pour faciliter l'identification du type d'entreprise qu'il dirige. A partir d'un système d'incitations sous la forme d'un intéressement contraignant le dirigeant à émettre un signal crédible, ce modèle démontre que le niveau d'endettement distingue efficacement les firmes selon la qualité de leurs projets d'investissement.

L'entreprise est dans l'obligation de créer de la valeur pour ses actionnaires, ce qui rend coûteux le financement par fonds propres, et pour faire face à cette cherté des fonds propres, l'entreprise opte pour l'endettement. La théorie de signal montre que la valeur de l'entreprise augmente avec la hausse de l'endettement. En effet ce mode de financement, certes risqué, influe positivement la performance de l'entreprise. D'après Ross (1977), le niveau d'endettement est un signal diffusé par le dirigeant pour faciliter l'identification du type d'entreprise qu'il dirige. Pour inciter les dirigeants à mener à bien leur travail au profit des actionnaires, l'entreprise leur accorde des intéressements, à partir de là, les dirigeants sont dans l'obligation d'émettre des signaux crédibles, parce que si ces derniers émettent de mauvais signaux, certes l'entreprise peut retirer des gains, mais seront inférieurs à la pénalité encourue²⁶.

2.2.3. L'apport de la théorie des coûts de transactions

Ronald Coase en 1973 était le premier à avoir avancé la notion de coûts de transactions, selon lui cette théorie essaye d'apporter les réponses à deux questions : C'est quoi la firme et pourquoi existe-elle ?

A ce questionnement, Coase apportera l'une des bases de la pensée des sciences de l'organisation, qui est l'efficacité organisationnelle. Pour lui, la minimisation des coûts de

²⁶ www.études-et-analyses.com « Théorie financière de signalisation », publié Mai 2007.

fonctionnement d'une organisation contribue d'une manière très significative à son efficacité, ces coûts seront appelés par la suite les coûts de transactions²⁷.

La théorie des coûts de transactions a été ensuite développée par Williamson (198), elle suppose que :

- Les agents ne sont dotés que d'une rationalité limitée qui signifie l'incapacité à être totalement informé et comprendre et prévoir les réactions des travailleurs, des clients, des fournisseurs et des concurrents ;
- Les agents se comportent de manière opportuniste, ils sont prêts à mentir ou tricher pour défendre leurs intérêts.

A ce titre, Williamson montre qu'il existe trois modes de coordination de la production, il s'agit du marché, de la firme, et des formes hybrides, pour cela il convient de choisir le mode de gouvernance qui minimise les coûts de transactions²⁸.

Les concepts de cette théorie sont appliqués aux décisions de financement, et donc les fonds propres et l'endettement sont considérés comme des structures de direction de la firme et non pas de simples instruments financiers. Williamson affirme que le financement optimal est celui qui minimise les coûts de transaction entre les agents, ces coûts sont influencés par la spécificité des actifs à financer, et le choix du mode de financement est déterminé par la particularité des actifs à acquérir. Ainsi, lorsqu'il s'agit de financer un actif peu spécifique, il est plus approprié de recourir à l'endettement car, en cas de faillite, cet actif peut toujours être vendu à un bon prix, et son coût pour la firme ne sera pas élevé. Par contre, lorsque l'actif à financer est trop spécifique, l'entreprise n'a pas intérêt à s'endetter, parce que les créanciers savent qu'il perdra de sa valeur, et en cas de faillite il sera difficile de trouver un acquéreur²⁹.

Il est nécessaire de souligner que la théorie des coûts de transaction explique les choix de financement non pas par la recherche d'un ratio d'endettement optimal, mais par la spécificité de l'actif à financer³⁰.

²⁷ BOUSSADIA Hichem, Op.Citée, page 21.

²⁸ Salah Eddine Kartobi « Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement : cas des sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca » Thèse de doctorat, université CADI AYYAD et université NICE SOPHIA ANTIPOLIS, Avril 2013, page 100.

²⁹ Salah Eddine Kartobi, Op.Citée, page 101.

³⁰ Salah Eddine Kartobi, Op.Citée, page 102.

A travers la présente section, nous avons pu expliquer les fondements théoriques des décisions de financement, et les différents facteurs expliquant le choix de financement optimal. Toutefois, notre thème de recherche nécessite d'être approfondie en s'intéressant aux différents modes de financement et leurs impact sur la création de valeur. Ceci fera l'objet de la deuxième section.

Section II : Les décisions de financement

La décision d'investissement est strictement liée à la décision de financement. Elle permet de s'interroger sur la manière dont les capitaux seront recueillis pour financer les projets d'investissement estimés rentables.

Pour financer ses activités, l'entreprise peut opter pour différentes sources de financements. De façon générale, on distingue trois grandes formes de financement :

- ❖ **Financement par fonds propres ;**
- ❖ **Financement par endettement ;**
- ❖ **Financement par les quasi-fonds propres.**

1. L'apport des fonds propres par les promoteurs de l'entreprise

Ces promoteurs peuvent financer leur projets d'investissement soit par leur apport en numéraire, ainsi que les réserves c'est-à-dire les profits qui ont été dégagés chaque année et conservés par l'entreprise sans être réinvestis ou distribués sous forme de dividende ; aussi les apports en nature c.à.d. ils peuvent apporter des immeubles, des véhicules et des matériaux. Mais concernant les actionnaires qui n'ont pas de fonds à apporter ils peuvent exploiter leurs connaissances ou savoirs et cet apport nommé apport en industrie.

Les fonds propres renseignent non seulement sur la santé de l'entreprise, mais permettent également à celle-ci de s'autofinancer par les réserves. Ces fonds sont ainsi utilisés pour répondre aux nécessités immédiates de la vie de l'entreprise, mais également à financer son développement et les innovations au sein de l'entreprise³¹.

³¹ Crédit professionnel ; Portail des PME « Les fonds propres : Financer son entreprise en interne » Article publié le 06/02/2014.

Si le coût de l'endettement est relativement aisé à définir en référence au taux d'intérêt, le coût des fonds propres est plus difficile à appréhender.

Les fonds propres résultent soit des apports externes, soit de l'autofinancement accumulé. Or, le dividende n'étant pas obligatoire, il faut pourtant que l'entreprise, surtout si elle est cotée, prenne en compte l'exigence de rémunération que peuvent avoir les actionnaires au regard de ce qu'ils obtiendraient d'un placement sur les marchés financiers.

Le taux de ce placement est un taux d'opportunité : il représente la rémunération à laquelle les actionnaires renoncent lorsqu'ils apportent des fonds dans l'entreprise ou lorsqu'ils acceptent le maintien dans l'entreprise d'une fraction du bénéfice obtenu, ce taux de rémunération est alors une estimation du coût des capitaux propres.

La difficulté réside alors dans le choix du taux de rémunération et dans le calcul du coût car le flux des ressources futures à attendre de la détention de l'action d'une société n'est pas connu avec certitude c.à.d. l'entreprise peut réaliser des résultats bénéficiaires où il y a même dans ce cas la politique future de distribution est loin d'être connue par les actionnaires ; comme elle peut accuser des pertes qui peuvent conduire à l'absence de rémunération³².

1.1. La capacité d'autofinancement « CAF »

La capacité d'autofinancement, connue sous le sigle CAF, correspond au potentiel d'une entreprise à dégager une ressource financière, sur une période de temps donnée. En d'autres termes, la CAF désigne l'ensemble des ressources internes générées par l'entreprise dans le cadre de son activité qui permettent d'assurer son financement.

Lorsqu'une entreprise veut emprunter auprès d'une banque, le conseiller compare inévitablement la somme CAF avec les décaissements liés aux dettes financières que l'entreprise a déjà accumulées. Ensuite, il soustraira à nouveau le montant de la dette dont veut souscrire aujourd'hui l'entreprise³³.

Toute fois, signalant que cet autofinancement ne se confond pas avec les réserves ou les provisions que reconnaît le droit commercial, il peut être défini également comme la part non distribuée des profits réalisés par une entreprise au cours d'une période donnée.

³²Crédit professionnel ; Portail des PME « Les fonds propres : Financer son entreprise en interne » Article publié le 06/02/2014.

³³ GAETAN BAUDRY « Capacité d'autofinancement, calcul et analyse » Article publié sur le club MY BUSINESS PLAN.

L'autofinancement est constitué par la partie de la CAF investie dans l'entreprise ; soit :

Autofinancement = CAF – Dividendes.

Dans ce cas, l'entreprise doit arbitrer entre une politique de distribution généreuse de dividendes (qui satisfait les actionnaires, mais limite ses possibilités d'autofinancement) et une politique restrictive de distribution qui produit les effets inverses.

La CAF sert à évaluer le montant des dividendes à verser aux associés et à rembourser les emprunts, aussi à financer les investissements de l'entreprise.

La CAF peut se calculer de deux façons différentes³⁴ :

- A partir de l'excédant brut d'exploitation (méthode soustractive) :

Excédant brut d'exploitation
+transfert de charges d'exploitation (non affectables)
+autres produits d'exploitation
-autres charges d'exploitation
+/-quote-part d'opération en commun
+produits financiers (sauf reprises de provision)
-charges financières (sauf dotations aux amortissements et aux provisions financières)
+produits exceptionnels (sauf produits de cessions d'immobilisation, subventions
d'investissement virée au compte de résultat et reprises sur provisions)
-charges exceptionnelles (sauf valeur nette comptable des immobilisations cédées et
dotations exceptionnelles)
-participation des salariés
-impôts sur les bénéfices
=Capacité d'autofinancement (CAF)

Source : Hubert de La Bruslerie « Analyse financière »

³⁴ Hubert de La Bruslerie « Analyse financière : Information financière, diagnostic et évaluation », 4^e édition, DUNOD, Paris 2010, page 177.

L'EBE est un solde intermédiaire de gestion qui montre la ressource d'exploitation de l'entreprise sur une période donnée, après le paiement des charges de personnel et avant les dotations aux amortissements.

- A partir du résultat net de l'exercice ou bénéfice (méthode additive) :

$$\begin{aligned} & \text{Résultat net} \\ & + \text{dotation aux amortissements} \\ & + \text{dotation aux provisions (d'exploitation, financières, exceptionnelles)} \\ & - \text{reprises (idem)} \\ & + \text{Valeurs nette comptable des actifs cédés} \\ & - \text{produits de cession d'actif} \\ & - \text{subvention d'investissement virée au compte de résultat} \\ & = \text{Capacité d'autofinancement (CAF)} \end{aligned}$$

Source : Hubert de la Bruslerie « Analyse financière »

Il existe une différence entre le résultat et la CAF : le résultat ne reflète pas réellement la richesse créée par l'entreprise car il ne prend pas en compte certains véritables flux financiers mais la CAF s'intéresse qu'à l'activité de la période et montre la rentabilité réelle de l'entreprise.

Le coût apparent de l'autofinancement est nul puisqu'il ne se traduit pas par des flux financiers. Mais ceci n'est qu'une apparence. Il a, en effet, un coût bien réel qui correspond à des objectifs de rendement exigés par les investisseurs principalement les actionnaires de l'entreprise, pour obtenir une rentabilité qu'ils considèrent comme satisfaisante. Le coût de l'autofinancement peut être perçu comme le manque à gagner dû à l'immobilisation du capital dans un projet d'investissement.

Autofinancer intégralement ses investissements n'est pas la plus sûre des façons d'assurer la pérennité de son entreprise. Au contraire, il n'est pas prudent de fragiliser une trésorerie saine pour éviter de recourir à l'emprunt, l'entreprise n'ayant plus les moyens de faire face à un imprévu³⁵.

³⁵ « L'autofinancement » publié le 18/03/2017 sur L-Expert-comptable.com.

Par ailleurs, le recours à l'emprunt peut générer un effet de levier sur la rentabilité financière de l'entreprise, en fonction du coût de l'emprunt. Si ce dernier est inférieur à la rentabilité d'investissement, la rentabilité des capitaux propres investis s'améliorera avec le recours à l'emprunt.

Couramment il est conseillé d'autofinancer le cours terme « l'activité », et d'emprunter sur le long terme « l'investissement ».

L'arbitrage entre l'autofinancement et endettement doit également tenir compte de la rémunération du capital c'est-à-dire la distribution de dividendes.

1.2. Augmentation de capital

L'augmentation de capital au sein d'une entreprise permet de croître son capital social, en créant de nouvelles actions achetées par des actionnaires (nouveaux ou anciens), soit en faisant appel au marché financier si l'entreprise est cotée en bourse, ou en incorporant dans le capital social une partie ou l'intégralité des réserves.

L'augmentation de capital consiste à mettre à la disposition de l'entreprise des moyens additionnels nécessaires à son expansion et lui permet d'investir dans l'innovation. Ce mode de financement peut prendre quatre formes : l'apport en numéraire, l'apport en nature, la conversion de créances en actions et l'incorporation des réserves.

1.2.1. L'augmentation de capital par apport en numéraire

Elle consiste à émettre de nouvelles actions qui peuvent être assorties d'un droit préférentiel qui permettent aux anciens actionnaires d'avoir la priorité de souscription, dans ce cas elle se fait nécessairement à titre onéreux ; mais elle peut être aussi réalisée par le biais de nouveaux actionnaires, cela implique nécessairement la dilution des parts/actions des actionnaires historiques dans la globalité du capital³⁶. La société qui a besoin de liquidité, va augmenter son capital par les apports en numéraire, l'assemblée générale extraordinaire

³⁶ Salah Eddine KARTOBI, Op.Citées, Page 176.

(AGE) est seule compétente pour décider d'une telle opération qui donne lieu à un rapport du conseil d'administration et du commissaire aux comptes. Ainsi, l'apport en numéraire se fait par une augmentation de l'actif par le débit du compte banque, et du passif par le crédit du compte de capital. Cette opération constitue un financement momentané car elle dépend fortement des conditions du marché boursier. En effet, les entreprises choisissent généralement de se financer par apport en numéraire lorsque les cours boursiers évoluent en tendance haussière traduisant ainsi l'optimisme des investisseurs. Aussi, les émissions en numéraire constituent un financement stratégique dans la mesure où elles augmentent la capacité de financement des firmes et permettent ainsi, d'investir dans des nouveaux projets d'investissement³⁷.

Une augmentation de capital³⁸ ne pourra pas être envisagée tant que le capital social n'a pas été entièrement libéré car selon les différentes formes juridiques de société, il est possible de ne verser qu'une partie du capital social lors de la création de la société. La partie déjà versée sur le compte de la société est dite « libérée ». Les autres apports ne sont pas encore libérés, le plus souvent, le solde devra être versé dans les 5 ans suivants la création, il est donc nécessaire de préciser dans les statuts les modalités de libération des apports en numéraires.

1.2.2. L'augmentation de capital en nature

Cette augmentation représente un ensemble de biens meubles ou immeubles, corporels ou incorporels pouvant être apportés dès l'origine d'une entreprise ou lors de son développement, l'apport en nature s'oppose à l'apport en numéraire qui correspond à des apports en espèces.

L'augmentation de capital par apport en nature résulte d'un contrat d'apport qui fixe la désignation et la consistance des biens dont l'apport est envisagé. Ainsi, cette forme

³⁷ Salah Eddine KARTOBI, Op.Citées, Page 176.

³⁸ L-Expert-comptable « L'apport en numéraire » Article publié le 13/03/2014.

d'augmentation du capital, qui se produit généralement lors des opérations de fusions-acquisitions, est le plus souvent utilisée par les groupes mettant en place des stratégies de prise de participation croisées.

Dans l'hypothèse de cette augmentation, les règles applicables sont les mêmes que lors de la création de la société, la décision d'augmentation relève de la compétence de L'AGE et il n'existe pas au profit des anciens actionnaires de droit préférentiel de souscription car l'apport dans ce cas se fait au moyen d'un bien particulier sur lequel les autres actionnaires n'ont aucun droit³⁹.

1.2.3. L'augmentation de capital par conversion des créances

Une créance est un droit que détient une personne, en l'occurrence le créancier, à l'encontre d'une autre personne, ici la société. Dans le cas de la conversion de créances en capital, les créanciers vont recevoir en échange de leurs créances sur la société débitrice, des titres de capital de cette dernière. Dans ce cas, il y aura une diminution des dettes de la société donc indirectement, elle s'enrichit. Cette conversion ne peut avoir lieu qu'au gré des créanciers qui renoncent, dans ce cas, à l'existence contractuelle de la date de remboursement de leurs créances, mais obtiennent, en contre partie un droit de participation à la gestion de l'entreprise.

Cette opération n'est autorisée que pour les créances liquides et exigibles. Il peut s'agir d'une dette fournisseur, d'un compte courant d'associé créditeur, de dettes rattachées à des participations ou de toute autre créance détenue par un tiers sur la société⁴⁰.

Dans les sociétés par action ou les sociétés en commandite par action, « les créances doivent faire l'objet d'un arrêté de compte par le conseil d'administration ou le directoire qui doit être

³⁹ DIOP MAHAWA, « L'intangibilité du capital social et la protection juridique des créanciers sociaux », mémoire, Université Gaston berger de Saint Louis, 2006.

⁴⁰ FARGUES Marion « La conversion de créances en capital », Magistère de Juriste d'Affaires, Master 2, Université Paris II, Mai 2011, page 5.

certifié exact par le commissaire aux comptes s'il y en a un, sinon elles doivent demander à un notaire d'établir un certificat pour constater la libération des actions »⁴¹.

1.2.4. L'augmentation de capital par incorporation des réserves⁴²

L'incorporation des réserves est une augmentation de capital réalisée par la simple remonte du poste « réserve » vers le poste « capital social » et cette modalité d'augmentation n'augmente pas les fonds propres de l'entreprise mais modifie seulement leurs compositions, en effet elle consiste en une restructuration des capitaux propres et il est considéré comme un jeu d'écriture entre deux comptes du passif ; Cette augmentation de capital est réalisée⁴³ :

Soit par augmentation de la valeur nominale des actions, dans ce cas le nombre d'actions reste inchangé. La valeur théorique de l'action calculée à partir des capitaux propres est donc inchangée. Si les porteurs escomptent des distributions de dividendes, le cours de l'action va monter. Si ceci ne se produit pas, le rapprochement de la nouvelle valeur nominale de l'action de son cours en bourse sera gênant pour de futures augmentations de capital.

Soit par distribution gratuite de nouvelles actions aux anciens actionnaires de l'entreprise, ces derniers ont alors un droit d'attribution négociable. Par conséquent, cette opération financière n'apporte pas de ressources nouvelles à l'entreprise.

« Chaque actionnaire reçoit un nombre d'actions gratuites au prorata de sa participation. Si la société est cotée, le prix de l'action va donc théoriquement diminuer ; deux remarques qui sont constatées **la première** : tout actionnaire n'est forcément intéressé par l'opération, la répartition du capital peut donc changer à cette occasion. **La deuxième** : il peut aussi exister des rompus, si l'incorporation conduit à attribuer une nouvelle action pour cinquante détenues et qu'un actionnaire n'en détenait que vingt, ou soixante, celui-ci ne peut recevoir exactement ce qui lui est dû puisqu'une action ne se partage pas en morceaux».⁴⁴ c.à.d. même s'il ya une augmentation du capital mais il peut avoir des actionnaires qui ne participent pas, comme ils peuvent participer mais pas à la souscription de l'intégralité des actions émises et que chaque actionnaire bénéficiera d'un nombre d'ANG en fonction de sa participation.

⁴¹ THIBAUT CLERMONT « La comptabilisation d'une augmentation de capital » Article publié Sur [compta-facile LE 17/12/2013](#).

⁴² Salah Eddine KARTOBI, Op.Citée, page 176.

⁴³ « Incorporation des réserves », publié sur [ActuFinance.fr](#) .

⁴⁴ Pascal Barneto « finance » (manuel et application) 3^{ème} édition-manu.

Ces deux remarques conduisent un calcul d'un droit d'attribution (DA) que reçoit chaque actionnaire au prorata de ce qu'il possède. Il s'agit d'un droit à recevoir une action gratuite, qui peut bien sûr être vendu.

On présente un exemple pour bien comprendre le DA

Si la valeur d'une action avant l'augmentation du capital est de 100 da, et qu'après l'augmentation est devenue 90 da, donc on remarque qu'il ya une perte de 10 da engendrée de cette augmentation ; cette perte représente le DA.

En analysant ce cas, on constate que cette perte est acceptable par les actionnaires souscripteurs car ils vont assumer le résultat de leurs engagements ; mais contrairement au non souscripteurs qui n'acceptent jamais la perte de 10 da/ action alors qu'ils ne veulent pas souscrire. Donc la loi leur offre le droit de vendre leur DA aux souscripteurs pour qu'ils récupèrent la vraie valeur de l'action.

Source : Nos regroupements.

« Notons à ce niveau que les différentes modalités d'augmentation de capital sont peu sollicitées par les entreprises algériennes notamment NCA Rouïba qui est cotée en bourse. Ceci revient en partie à la volonté de discrétion et d'indépendance du capital manifestées par les dirigeants. En effet, les entreprises sont dans l'obligation de dévoiler leurs informations comptables et financières en public lorsqu'elles décident d'émettre des titres. Cette obligation exigée par le marché offre aux concurrents des informations précieuses qui peuvent nuire l'entreprise»⁴⁵.

Dans le cadre de la théorie des marchés en équilibre, le coût de l'augmentation de capital est égal au coût des capitaux propres, compte tenu de la valorisation de l'actionnaire. Les enseignements des autres approches théoriques sont riches. L'augmentation de capital tend à favoriser les prêteurs au détriment des actionnaires dans la mesure où les dettes se revalorisent du fait de la réduction du risque lié à la structure financière. Elle tend à favoriser l'ancien actionnaire par rapport au nouveau si la rentabilité des nouveaux investissements est correctement anticipée (transfert de valeur). L'augmentation de capital fait l'objet d'après discussions entre dirigeants et actionnaires. Elle entraîne une réduction temporaire de l'asymétrie d'information (théorie du mandat).

⁴⁵ Salah Eddine KARTOBI, OP. Citées page 177.

Si l'on se place du côté de l'actionnaire le coût des fonds propres doit correspondre au taux de rentabilité minimum qu'il exige pour acheter ou conserver les titres d'une société.

2. L'endettement comme principale source externe de financement

L'endettement constitue la première source de financement externe de l'entreprise. Il représente un instrument de croissance dans la mesure où il permet de collecter des fonds plus facilement et plus rapidement que les capitaux propres externes.

Il est sollicité par les entreprises pour plusieurs raisons, tout d'abord l'avantage fiscal traduit par la déductibilité des charges, ensuite le financement par dettes contrairement aux augmentations de capital n'affecte pas la structure de propriété de l'entreprise ; enfin il permet de transférer, dans certaines conditions une partie du risque économique des actionnaires vers les créanciers. Mais cette source de financement externe présente une contrainte qui est l'augmentation du risque financier.

2.1. Les emprunts à long et moyen terme

Il existe deux types d'emprunt à long terme : les emprunts indivis et les emprunts obligataires.

2.1.1. Les emprunts indivis

Cet emprunt, dit indivis c'est-à-dire non divisible, est contracté au près d'un seul prêteur (Banque, établissement financier spécialisé...) ; il établit ainsi une relation bilatérale entre un seul prêteur et un seul emprunteur. L'entreprise s'engage, selon un échéancier fixé à l'avance à rembourser le capital et à verser des intérêts périodiques, ce type d'emprunt est spécialisé et le financement accordé est accompagné d'une prise de garantie.

Avant de consentir un emprunt, les prêteurs étudient la situation de l'entreprise et en particulier sa capacité d'endettement d'une part qui dépend du montant de ses capitaux propres et des dettes préexistantes, et aussi de l'autre part sa solvabilité qui veut dire la capacité de l'entreprise à rembourser l'intégralité de ses dettes par la cession de ses actifs⁴⁶.

Les emprunts indivis peuvent prendre la forme de prêt ou de crédit selon la durée du concours financier et son mode de versement (remboursement) qui se fait entre la somme qui participe au remboursement du capital emprunté (L'amortissement) et la somme qui participe au remboursement de l'intérêt.

⁴⁶ Michel ALBOUY « Décisions financières et création de valeur », Economica, paris, page n°237.

2.1.2. Les emprunts obligataires

Au lieu de recourir à l'endettement auprès des établissements spécialisés et des banques, les entreprises cotées en bourse ont le privilège d'émettre des titres de créance négociables dits obligations, Ainsi l'appel à l'épargne public s'agit de contrats financiers qui précisent les obligations.

L'émission d'un emprunt obligataire nécessite l'autorisation du ministère des Finances. Les sociétés par actions doivent avoir nécessairement au moins deux années d'existences et présenter deux bilans successifs régulièrement approuvés, et leur capital doit être entièrement libéré. Elles doivent également obtenir le visa de la Commission des opérations de bourses (COB).

La dette bénéficie d'un avantage fiscal sur les fonds propres du moment où les intérêts sont déductibles du bénéfice imposable, avec l'endettement les charges financières d'intérêt augmentent et contraignent plus fortement les possibilités de générer un résultat net positif. Ce risque financier provient de ce que la rémunération de la dette est prioritaire par rapport à la rémunération des capitaux propres et diminue celle-ci.

Afin de financer leur investissement, les entreprises peuvent financer en interne comme elles peuvent emprunter. Lorsque les taux d'intérêt auxquels l'entreprise peut emprunter sont inférieurs au taux de rentabilité des investissements que l'entreprise souhaite effectuer, l'entreprise accroît le taux de rentabilité de son capital en choisissant de financer son investissement par endettement plutôt que par capitaux propres⁴⁷.

L'endettement permet à l'entreprise, sous certaines conditions, de faire jouer l'effet de levier financier en faveur d'une meilleure rentabilité des capitaux propres, comptable ment il sert à déterminer les conséquences de l'apport de capitaux externes par rapport aux capitaux propres d'une entreprise ; cette évaluation détermine le montant maximum d'endettement acceptable pour une société sans mettre en risque ses capitaux propres⁴⁸.

⁴⁷ Michel ALBOUY « Décisions financières et création de valeur », Op.citée, page 242.

⁴⁸ Groupe FIGARO CCM Benchmark « Effet de levier », Article publié sur le journal du net en juillet 2017.

2.2. Le crédit-bail

Le crédit-bail couramment appelé le « leasing » est un contrat par le quel une personne le *crédit bailleur* (société de financement ou banque) achète un bien et le met à la disposition d'une autre personne le *preneur* (le locataire), moyennant le paiement d'un loyer, le locataire dans ce cas n'est pas juridiquement propriétaire du bien mis à sa disposition, cependant dans une logique de comptes Consolidés, les biens acquis en crédit bail sont assimilés à des immobilisations⁴⁹.

Tableau n°1 : Représentation des types du crédit bail⁵⁰

<i>Crédit mobilier</i>	<i>Crédit immobilier</i>	<i>Cessions bail</i>
<p>Le contrat de crédit-bail est une location assortie d'une promesse unilatérale de vente, il se distingue donc de la location simple car cette dernière ne comporte pas de promesse de vente. Tant que l'opération d'achat n'est pas levée, le propriétaire de bien est le bailleur. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les équipements financés par crédit-bail ne figurent pas dans</p> <p>Le bilan de l'entreprise qui les utilise. En général ce contrat ne s'accompagne pas de garanties dans la mesure où le matériel reste la propriété du bailleur.</p>	<p>Le principe du crédit-bail immobilier est le même que le précédant, ses modalités de fonctionnement sont réservées à un type spécial de sociétés : les SICOMI (sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie). Il s'agit des sociétés soumises au statut des banques et des établissements financiers ayant uniquement pour objet le financement à long terme des investissements immobiliers.</p>	<p>Il s'agit d'une forme particulière de financement qui permet à une entreprise propriétaire de biens immobiliers de les céder à une société de leasing en vue d'obtenir, de cette dernière, un contrat de crédit-bail lui permettant de garder l'usage des biens concernés.</p>

Source : Nos regroupements d'après la lecture d'ouvrage de M.ALBOUY

⁴⁹YAZAMI Jaouad « Crédit-bail et financement des entreprises », mémoire de fin d'étude, Université d'Agadir, 2010.

⁵⁰ Michel ALBOUY « Décisions financières et création de valeur », Op.Citée, page n° 282.

3. Le financement par les quasi-fonds propres

Les quasi-fonds propres sont des sources de financement hybrides dont la nature se situe entre fonds propres et dettes financières, et à partir du bilan qu'on distingue l'actif qui détermine l'emploi des ressources et le passif qui permet à l'investisseur de connaître l'origine des capitaux de la société qu'il s'agisse des capitaux propres ou des dettes, les quasi-fonds propres sont l'une de ces ressources. En effet ils sont des ressources stables et peuvent pour certains être transformés en fonds propres à l'échéance. Ils regroupent notamment les comptes courants d'associés, les obligations convertibles, et les prêts participatifs⁵¹.

« Les quasi-fonds propres peuvent être intéressants lors de crises financières et boursières »⁵² Lorsque les indices chutent lourdement, il est difficile pour une entreprise de faire appel au marché pour augmenter son capital quelque soit la qualité de l'émetteur, donc l'opération financière sera entachée par le climat pessimiste du marché, les besoins financiers peuvent ne pas attendre, ce qui pousse l'entreprise à privilégier d'un financement externe provenant d'une augmentation en capital et non d'une hausse de l'endettement.

3.1. Les comptes courants d'associés

Le compte courant d'associé est un des moyens les plus flexibles à la disposition des actionnaires pour financer leur entreprise, en effet les actionnaires déposent sur un compte nominatif de l'argent (en jargon comptable dit apport en compte courant). Cet argent avancé à l'entreprise peut ensuite être utilisé pour financer l'activité.

Cet instrument de financement fait partie des quasi fonds propres parce qu'il peut être adapté suivant la situation pour prendre soit des caractéristiques proches de la dette, soit des caractéristiques proches des fonds propres. Par exemple si une société a besoin d'une avance de trésorerie sur quelques mois, les actionnaires peuvent apporter l'argent via le compte courant d'associé, puis récupérer ensuite leur avance, ou encore, si la société doit financer un investissement et que la banque demande aux actionnaires de contribuer au financement en injectant des fonds propres supplémentaires avant d'accorder un emprunt, les actionnaires peuvent apporter les fonds sur un compte courant d'associé bloqué sur la durée de l'emprunt, la banque a alors la garantie que les fonds apportés par les actionnaires resteront en place

⁵¹ Article : « Quasi fonds propres », publié cette année sur les Echos BUSINESS.

⁵² Article : « Quasi fonds propres », publié le 20/09/2013 sur EduBourse.

jusqu'au remboursement de l'emprunt, et les actionnaires ont la flexibilité de récupérer l'argent immédiatement après le remboursement de la dette.

*Le compte courant d'associé se fonction selon la manière et sous les conditions suivantes*⁵³ :

3.1.1. Les conditions liées au compte courant d'associé

Pour pouvoir effectuer valablement des apports en compte courant d'associé, des conditions doivent être respectées par le titulaire :

- Dans les SARL et SPA (sauf SAS) il faut être associé ou actionnaire et détenir au moins 5% du capital social de la société, ou être gérant, ou membre du directoire, administrateur ou membre du conseil de surveillance.
- Dans les SAS, les dirigeants et les associés doivent détenir au moins 5% du capital pour avoir un compte courant d'associés.

3.1.2. Le fonctionnement du compte courant d'associé

Le fonctionnement d'un compte courant d'associé est très simple car il ne nécessite aucun formalisme particulier, contrairement aux augmentations de capital.

Le compte courant d'associé peut être débiteur, c.à.d. négatif ou encore que l'associé à une dette envers la société, dans les sociétés civiles et dans les SNC, par contre dans les SARL et SA et SAS et SCA, les découverts en comptes courants sont interdits par le code de commerce.

3.1.3. Le blocage d'un compte courant d'associé

Afin de pouvoir conserver l'apport sur une durée définie au sein des fonds propres de l'entreprise, cette dernière à la possibilité de conclure une clause de blocage. Il ne sera pas possible pour le prêteur d'obtenir le remboursement des sommes mis à disposition avant la fin de la période négociée⁵⁴.

⁵³ Pierre FACON «le compte courant d'associé », article publié le 10/10/2016 sur le coin des entrepreneurs.

⁵⁴ GRANGER Raphaël « L'essentiel à savoir au sujet des comptes courants d'associés » publié le 03/02/2017 sur Manager-Go.com

3.2. Les obligations convertibles

L'obligation convertible est une obligation qui donne à son détenteur, pendant la période de conversion, la possibilité de l'échanger contre une ou plusieurs actions de la société émettrice.

L'obligation convertible est un titre obligataire dont le porteur peut demander la conversion en actions, le détenteur de l'obligation a le droit, mais pas l'obligation, de la convertir en action. Ce droit peut suivant les conditions de l'émission être exercé à tout moment ou sur une période donnée, cependant le contrat d'émission peut prévoir le rappel anticipé des obligations qui permet à l'émetteur de faire passer la dette en fonds propres (conversion).

Les emprunts obligataires convertibles en actions et à bon de souscription d'achat (OBSA)⁵⁵ sont des instruments de financement complexes du moment où ils rapprochent deux catégories de valeurs mobilière : l'action et l'obligation.

L'obligation convertible s'analyse ainsi comme une obligation classique à laquelle s'ajoute une option d'achat sur des actions nouvelles de l'émetteur. Elle a une double facette de titre d'endettement et de titre donnant vocation.

Les obligations convertibles assurent une protection pour les investisseurs en cas de variation du risque. Les investisseurs peuvent ainsi gagner sur la composante « dette » ce qu'ils perdent sur la composante « fonds propres ». Le coût des obligations convertibles est évalué à partir du coût de la dette et des fonds propres de l'entreprise⁵⁶.

L'analyse de l'apport des obligations convertibles dans la détermination d'une structure optimale du capital montre que l'intérêt de ces titres apparait surtout en présence de certaines imperfections au niveau des marchés tels que la fiscalité, les coûts de transactions, la segmentation des marchés, l'existence de problèmes d'agence, etc.⁵⁷.

⁵⁵ Les OBSA confèrent à leur titulaire le droit d'acheter des actions grâce au bon de souscription qui a l'avantage d'être détachable et négociable.

⁵⁶ Frank BANCEL « le coût du capital : Théories, mesures et pratiques », revue banque, paris, page 72, 73.

⁵⁷ OLFA BENOUDA « Le financement par obligations convertibles : le cas français », Thèse de doctorat, université Paris 9, 1996.

3.3. Les prêts participatifs

3.3.1. Définition et caractéristiques

Le prêt participatif désigne une opération de crédit qui est réalisée entre les entreprises ou entre les entreprises et l'Etat. C'est une créance du dernier rang, c.à.d. qui ne peut être remboursée que si l'ensemble des créanciers de l'entreprise a été désintéressé mais avant que les détenteurs de parts sociales ne le soient. C'est pourquoi ce type de prêt n'est pas enregistré en emprunts chez la société qui en bénéficie mais plutôt en *quasi-fonds propres*.

- Les professions libérales et agricoles ne peuvent bénéficier d'un prêt participatif et les activités comme le rachat de parts et les expansions à l'international ne sont pas admis.
- Les prêts participatifs sont octroyés sans durée maximale (mais généralement pour une durée de 60 ou 84 mois), dans la limite du double du montant des capitaux propres de l'emprunteuse, sans caution et sans garantie.
- La rémunération d'un prêt participatif est dotée d'une double composante, elle comporte une partie fixe qui est le taux d'intérêt du marché et une partie variable qui est proportionnelle au solde restant dû et à certains paramètres d'exploitation⁵⁸.

3.3.2. Les avantages du prêt participatif

Ces prêts permettent aux entreprises de bénéficier de fonds conséquents sur le long terme, de façon quasi-permanente comme les capitaux propres, qui permettront de financer leur exploitation, sans toucher à la trésorerie et sans changer la structure du capital. Par conséquent, l'emprunteur ne souffre d'aucune dilution de pouvoir ou de perturbation dans sa gestion. En outre, ils s'obtiennent suivant une procédure simple et rapide qui ne dépasse pas les 72 heures, sans qu'il ne soit demandé de garantie ou de caution.

⁵⁸ About mat « Le prêt participatif : ce qu'il faut savoir », article publié le 26/02/2014 sur tout savoir sur la création d'entreprise.

3.3.3 L'accès au prêt participatif et son fonctionnement

Le prêt participatif est un moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation. Son remboursement peut être subordonné au remboursement des autres dettes. Il est accordé en contrepartie d'un intérêt fixe, généralement majoré d'une participation au bénéfice net de l'emprunteur.

Il peut être accordé par :

- L'État,
- Des établissements de crédit ;
- Des sociétés commerciales ;
- Des établissements publics dont la liste est fixée par décret en Conseil d'État ;
- Des sociétés et mutuelles d'assurance ;
- Des associations sans but lucratif ;
- Des organismes de retraite complémentaire ;
- Des institutions de prévoyance.

Pour pouvoir solliciter les prêts participatifs auprès des entreprises il ya l'obligation d'intervention des courtiers⁵⁹ qui possèdent dans leur portefeuille des clients demandeurs et des clients donneurs. Pour en trouver, il suffit de lancer une recherche sur internet et d'opérer une sélection judicieuse en se basant sur des critères tels que :

- Leur portefeuille ;
- Leur rémunération ;
- Le délai de conclusion des prêts ;
- Leur notoriété.

Le principal enjeu du choix de financement des investissements de l'entreprise réside dans sa capacité à maintenir sa solvabilité et sa liquidité. Pour ce faire, l'entreprise initie des montages financiers engageant aussi bien ses ressources internes comme autofinancement, l'augmentation du capital et externes comme l'endettement et même hybrides (quasi- FP)⁶⁰.

⁵⁹ Les courtiers sont des personnes morales ou physiques dont le rôle est de mettre en relation les entreprises qui sollicitent et celles qui octroient les prêts participatifs.

⁶⁰ Jean-Bernard EPONOU, Op.Citée, page 19.

Conclusion

La première section de ce chapitre nous a permis d'élargir le champ de la connaissance empirique sur la structure financière. La remise en question progressive des hypothèses de base du modèle de Modigliani et Miller (1958) a permis de grouper les hypothèses suivantes : les hypothèses d'agence, les hypothèses de signal, les hypothèses de risque de faillite.

D'après la deuxième section, nous constatons que les entreprises disposent de plusieurs modalités pour financer leurs activités et leur croissance. Ainsi, elles peuvent se financer par trois modes : fonds propres qui constituent une source de financement interne ; endettements qui représentent une source de financement externe ; et enfin les quasi-fonds propres considérés comme un financement hybride.

Comme on l'a vu dans le premier chapitre, il existe des sources très diverses concernant l'origine des moyens servant à financer l'entreprise, mais comme tout facteur de production, ces sources de financement, que ce soit fonds propres ou dettes, ne sont malheureusement pas gratuites et engendrent un coût, dit coût du capital, ce dernier est une notion fondamentale pour les entreprises en matière de politique financière car il est au cœur des mesures de la création de valeur. Cela fera l'objet de notre deuxième chapitre intitulé : Impact du coût du capital sur la création de valeur.

CHAPITRE 2 : IMPACT DU COÛT DU CAPITAL SUR LA CRÉATION DE VALEUR

CHAPITRE 2 : IMPACT DU COÛT DU CAPITAL SUR LA CRÉATION DE VALEUR

Introduction

La théorie financière a identifié plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir sa pérennité, l'accroissement du chiffre d'affaire, la minimisation des coûts, mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent la création de valeur.

La création de valeur sert de fondement à la définition de toute stratégie et de justification aux opérations de fusions-acquisitions, de scissions ou de restructurations. Elle constitue la base de nombreux systèmes d'évaluation de performance et de rémunération des cadres dirigeants. Une entreprise crée de la valeur lorsque la rentabilité de ses capitaux engagés est supérieure à leur coût⁶¹.

Ce coût représente un facteur déterminant du niveau d'activité économique et de la compétitivité des entreprises, il représente le taux de rendement requis par les apporteurs de capitaux au sein de la firme (actionnaires et bailleurs de fonds). Il est apprécié par le coût moyen pondéré du capital ; à cet effet la détermination du coût de capital impose la détermination du coût spécifique de chaque catégorie de source de financement utilisée mais aussi la mesure du poids respectifs et de l'incidence de chacune d'entre elle sur le financement global et la création de valeur, et ce contexte fera l'objet de ce chapitre.

Section 1 : L'analyse de la rentabilité exigée par les actionnaires

Ce n'est pas parce que le compte de résultat ne comptabilise pas le coût des fonds propres que ceux-ci sont gratuits. Ce coût n'est pas explicite, en effet il constitue la rentabilité requise par un actionnaire sur son investissement dans une société et pas ailleurs compte tenu du risque pris.

⁶¹ MARC BERTONECHE « Création de valeur et coût du capital », article publié le 14/03/2016 sur Les Echos BUSINESS.

Par conséquent, on retient deux méthodes essentielles pour l'estimation de ce coût : les modèles actuariels, et le modèle d'équilibre des actifs financiers « *MEDAF* ».

1. L'estimation du coût des fonds propres par les modèles actuariels

Ces modèles permettent d'estimer le coût des fonds propres en se basant sur les perspectives à long terme de l'entreprise. Ces modèles stipulent que pour connaître le coût, il faut avant tout, voir comment les actions sont évaluées sur le marché. Ils supposent alors que l'actionnaire en plaçant ses fonds dans le capital de l'entreprise, désire en plus de tirer un dividende (D), vendre à une période déterminée, le titre à un prix (P₁) lui assurant une plus-value. Donc, l'actionnaire évalue l'action à partir des dividendes espérés et le cours futur tout en connaissant la rentabilité qu'il attend (r) qui est supposée constante⁶².

1.1. Les dividendes et les plus-values

Le dividende n'est pas la seule source de gain pour l'actionnaire, il y a aussi les plus values. Soit (P₀) le prix actuel d'une action (i) est égal par construction à la somme du dividende et de la plus value divisée par la valeur initiale de l'action, soit⁶³ :

$$E(Ri) = \frac{(P1 - P0) + D1}{P0}$$

Le dividende est prélevé en très grande partie sur les bénéfices de l'entreprise, cela signifie que si l'entreprise n'est pas ou pas assez rentable, l'assemblée générale peut décider de ne rien distribuer. Par conséquent, l'actionnaire au contraire du détenteur d'obligations qui touchera ses coupons-revenus de l'obligation tant que l'entreprise ne fait pas faillite, n'est pas sûr de percevoir un revenu. L'actionnaire peut toutefois encaisser d'autres revenus que le

⁶²Jean-Bernard EPONOU, Op.Citée, page 19.

⁶³ Michel ALBOUY « Financement et coût du capital des entreprises », Edition EYROLLES, Paris 1991, page 58.

dividende, pendant cette période, avec les plus-values, en revendant ses actions plus chères que leur valeur d'achat⁶⁴.

1.2. Modèle d'actualisation des dividendes de Gordon-Shapiro

Un bon nombre de méthodes se basent sur le patrimoine de l'entreprise ou sur des données historiques. La méthode de G&S dite méthode de croissance perpétuelle se base elle sur l'avenir de l'entreprise, cette démarche estime que la valeur actuelle d'un actif financier correspond à la somme des flux que percevra son détenteur. Autrement dit, la valeur d'une action est la valeur actualisée des dividendes à recevoir⁶⁵.

La formule est la suivante :

$$P_x = \frac{D}{k - g} \quad \longrightarrow \quad k = \frac{D}{P_x} + g$$

Avec :

P_x : Prix théorique de l'action

D : Premier dividende à venir

K : taux de rentabilité demandé par les investisseurs

g : Taux de croissance attendu des dividendes

Trois aspects doivent être retenus pour cette formule, D'une part *l'absence d'horizon*, Le calcul se fait à l'infini, On estime que chaque année, la croissance attendue du dividende se répétera. D'autre part, *la non-prise en compte des plus-values*, En effet, selon les théoriciens, les plus-values dégagées ne sont pas significatives à très long terme. Dernier point, *le taux de rentabilité attendu doit être constamment supérieur au taux de croissance des dividendes*.

Cette méthode est utilisée quotidiennement par les analystes pour calculer la valorisation d'une action lors d'une introduction en bourse. Toutefois, cette méthode n'est pas utilisée

⁶⁴ www.edubourse.com/guide/Dividende, le revenu de l'investisseur à long terme.

⁶⁵ [www.edubourse.com/guide/Gordon Shapiro](http://www.edubourse.com/guide/Gordon%20Shapiro), une méthode de valorisation rapide.

seule. Elle doit être mise en place dans un environnement sectoriel, ainsi elle est utile pour comparer plusieurs valeurs du même secteur

1.3. Bénéfice par action et taux de capitalisation des capitaux propres

Les financiers utilisent souvent un ratio appelé « *price earning ratio* » pour juger l'évaluation d'un titre ; ce ratio est défini par le rapport suivant : $PER = \frac{\text{cours du titre}}{\text{bénéfice par action}}$

L'inverse de ce ratio « $\frac{\text{bénéfice par action}}{\text{cours du titre}}$ », est parfois utilisé pour représenter le taux de capitalisation qui définit la valeur des capitaux propres. Or il s'avère que l'inverse du PER qui est assimilé au coût des fonds propres⁶⁶, dit aussi coefficient de capitalisation des bénéfices, n'est significatif du vrai coefficient de capitalisation de l'entreprise que dans certains cas⁶⁷.

Le modèle de la valeur du titre sous-jacent au coefficient de capitalisation du bénéfice courant est construit à partir de deux hypothèses :

Hypothèse ① : Le bénéfice est entièrement distribué

Formellement, le modèle s'écrit comme suit :

$$\boxed{Px = \frac{B}{k}} \quad \longrightarrow \quad \boxed{k = \frac{B}{Px}}$$

Avec :

- B : le bénéfice par action de l'entreprise
- K' : le coefficient de capitalisation des bénéfices
- P_x : La valeur du titre

Si l'hypothèse est vérifiée, le bénéfice est entièrement distribué, k' est alors équivalent à k, si k désigne le vrai coefficient de capitalisation recherché :

$$Px = \frac{B}{k'} = \frac{B}{k} \quad \text{Si } B=D \quad \longleftrightarrow \quad k = \frac{B}{Px} = \frac{D}{Px} = k$$

⁶⁶ Michel ALBOUY « Financement et coût du capital des entreprises », Op.Citée, page 64.

⁶⁷ Nathalie Mourgues, Op.Citée, pages : 72, 73,74

Hypothèse © : Une partie du bénéfice est réinvestie

Dans ce cas il existe une croissance par autofinancement et une valeur attendue des projets d'investissement futurs, donc la valeur du titre dépend aussi de la valeur actuelle des opportunités de croissance. D'où l'estimation de la valeur du titre est égale à :

$$Px = \frac{B}{k} + VAC \quad \longleftrightarrow \quad \frac{B}{k} < \frac{B}{k'}$$

Avec :

- VAC : valeur actuelle des opportunités de croissance autofinancées

Par conséquent, si l'investissement d'une partie des bénéfices est rentable, $VAC > 0$, le coefficient de capitalisation du bénéfice courant k' sous-estime la vraie valeur du coefficient de capitalisation k . De même si la $VAC < 0$, l'investissement n'est pas rentable, le coefficient de capitalisation des bénéfices surestime le coefficient de capitalisation des capitaux propres. L'équivalence entre k et k' n'existe que si la VAC est nulle.

Si la $VAC > 0$, la relation entre k et k' est donnée par :

$$k = k' \left\{ \frac{Px}{Px - VAC} \right\}$$

Jusqu'à là nous avons vu comment calculer le coût des fonds propres d'une entreprise à partir des modèles actuariels. Bien que ces derniers présentent un intérêt pratique et évident, ils souffrent de plusieurs lacunes, d'abord ils nécessitent de connaître ou d'anticiper correctement, le taux de croissance futur de l'entreprise à long terme, ce qui n'est pas une chose facile, ensuite ils permettent d'estimer le coût des fonds propres à partir des variables internes à la gestion de l'entreprise et on remarque que ces modèles sont en quelque sorte déconnectés des conditions du marché financier (taux d'intérêt et prime de risque...). D'où l'importance des modèles d'évaluation des actifs financiers qui tiennent en compte d'une prime de risque sur le marché dans la détermination du coût des fonds propres⁶⁸.

⁶⁸ Michel ALBOUY « Décision financière et création de valeur », Op.Citée, page 181.

2. L'estimation du coût des fonds propres par les modèles d'évaluation des actifs financiers

Issus de la théorie de portefeuille, les modèles d'évaluation des actifs financiers établissent le lien entre la rentabilité et le risque d'un titre. Ils permettent ainsi, de déterminer le taux de rentabilité attendu par le marché sur un titre de propriété. Ce taux correspond à un coût d'opportunité pour l'actionnaire et au coût des fonds propres pour l'entreprise. Avant de présenter le principal modèle d'évaluation des actifs financiers, à savoir le modèle d'équilibre des actifs financiers « MEDAF », il est nécessaire d'introduire la notion de risque qui est à la base de ce modèle.⁶⁹

2.1. Risque d'un actif financier

Le risque d'un actif financier se définit, pour un investisseur, comme étant l'incertitude qui existe quant à la valeur de cet actif à une date future et constitue une composante majeure des décisions d'investissement. Markowitz (1952) définit le risque d'un titre comme étant la dispersion de ses rentabilités autour de leur valeur moyenne. Sous certaines hypothèses, il démontre que le risque d'un portefeuille provient des covariances entre les actifs qui le composent.

Le risque total d'une action se décompose ainsi en :

- Risque systématique qui est du à l'influence du marché ;
- Risque spécifique qui correspond aux variations de cours d'un titre qui lui sont spécifiques et que l'on peut réduire par la diversification⁷⁰.

2.2. Le modèle d'équilibre des actifs financiers « MEDAF »

Le modèle d'équilibre des actifs financiers est venu remédier aux lacunes des modèles actuariels, notamment celui de Gordon et Shapiro. En 1964, William Sharpe et d'autres économistes ont cherché à évaluer les primes de risque relatives des différents titres, du moins dans une situation d'équilibre. Ce fut l'acte de naissance du *MEDAF*⁷¹, fondé notamment sur la théorie de portefeuilles de Marché, ce dernier évalue la rentabilité d'un titre en fonction de

⁶⁹ Salah Eddine Kartobi, Op.Citée, page 27.

⁷⁰ Salah Eddine Kartobi, OP. Citée, pages 27-28.

⁷¹ Jean-Bernard EPONOU, Op.Citée, page 23.

la rentabilité du marché, il permet ainsi d'estimer le taux de rentabilité attendu par le marché sur un actif risqué –comme une action- à partir de trois variables ⁷² :

- Le taux d'intérêt sur les actifs sans risque ;
- L'espérance de rentabilité au marché ;
- Risque systématique de l'action appelé « Bêta ».

Formellement le MEDAF s'écrit comme suit⁷³ :

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_i$$

Avec :

- $E(r_i)$: Le taux de rentabilité espéré par le marché sur un actif i ;
- r_f : Le taux de rentabilité espéré de l'actif sans risque ;
- $E(r_m)$: Le taux de rentabilité espéré du portefeuille de marché ;
- β_i : Le coefficient de risque systématique de l'action i .

⁷⁴En outre, le coût des fonds propres estimé par le MEDAF n'est autre que le taux de rentabilité exigée par le marché sur les actions d'une entreprise.

Cependant, ce modèle est confronté à plusieurs difficultés, en effet, le MEDAF suppose que la distribution de probabilité des taux de rentabilité des titres est constante, mais la réalité montre bien que ces taux ne le sont pas et les coefficients bêtas ne sont pas stables.

Ainsi l'utilisation du MEDAF suppose la connaissance de la composition du portefeuille de marché qui est censé contenir tous les actifs financiers et réels, mais en pratique on constate que ce portefeuille est assimilé à l'indice de marché qui ne contient que les titres cotés. Malgré ces limites, le MEDAF semble acceptable puisqu'il est le plus pratique des modèles d'estimation du coût des fonds propres.

⁷² Michel ALBOUY « Financement et coût du capital des entreprises », Op.Citée, page 68.

⁷³ Michel ALBOUY « Financement et coût du capital des entreprises », Op.Citée, page 72.

⁷⁴ Salah Eddine Kartobi, OP. Citée, pages 30-31.

2.3. Le bêta et la rentabilité des actions

Le bêta représente la volatilité ou le risque d'une action en particulier par rapport à la volatilité de la totalité du marché, il est utilisé pour évaluer son rendement attendu. Le bêta constitue, avec les ratios de dette et de prix, un des indicateurs fondamentaux que les analystes observent lorsqu'ils choisissent des actions pour leurs portefeuilles. La moyenne du bêta de l'ensemble des titres est appelé «bêta du marché » il est égal à 1.

Dans les grandes lignes, il faut retenir que plus le bêta d'une entreprise est élevé, plus celle-ci amplifie les tendances de marché, qui est un élément essentiel de rentabilité (et inversement). Si le bêta est élevé, la promesse de rentabilité de l'action doit être assez forte pour compenser le surcroît de volatilité du titre et le risque qu'il occasionne; il ya donc un lien entre la rentabilité et le risque : plus le cours est censé pouvoir progresser fortement quand le marché est haussier, plus il a de risque de baisser fortement quand il est baissier.

Le coefficient bêta est le coefficient clé du MEDAF, il est utile dans la mise en place d'une stratégie de diversification des risques⁷⁵.

L'entreprise a divers moyens pour se financer : le premier moyen c'est les fonds propres qui engendrent un coût, dit implicite, déjà traité dans la première section et le deuxième moyen c'est le recours à l'endettement, « les dettes, comme les fonds propres, font supporter à l'entreprise un coût explicite dit taux d'intérêt. Ce dernier représente le taux de rentabilité exigé par les créanciers financiers⁷⁶ ».

La détermination du coût du capital suppose non seulement la détermination du coût des fonds propres mais aussi le coût de la dette qui sera analysé dans cette deuxième section.

⁷⁵ [https://epargne.ooreka.fr/coefficient Bêta](https://epargne.ooreka.fr/coefficient-Beta).

⁷⁶ ASSOUS Nassima « L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger : cas de SAIDAL et l'E.G.H-AURASSI », Thèse de doctorat, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, page 94.

Section 2 : Le coût généré par le financement externe

Les dettes financières sont accordées aux entreprises moyennant une rémunération des créanciers qui est le taux d'intérêt de la dette I_d . Cependant, pour l'entreprise le coût réel de la dette financière est inférieur au taux d'intérêt, car l'entreprise, si elle est bénéficiaire, réalise des économies fiscales du fait de la déductibilité des charges financières.

Le coût de la dette représente le taux de rendement interne de l'ensemble des flux monétaires empruntés. Ce coût est mesuré par le taux d'intérêt qui est le prix de renonciation à la liquidité. Il est donc d'abord l'expression de l'équilibre du marché d'offre et de la demande de monnaie. A ce taux d'intérêt sans risque du marché, s'ajoute une prime de risque qui est influencée par le niveau de risque que représente l'emprunteur et le degré d'aversion au risque du prêteur. Ce taux final est sans doute l'élément principal du coût de cette ressource de financement.

Toutefois, d'autres facteurs non négligeables interviennent comme les frais de dossiers pour un emprunt indivis, frais de paiement des intérêts ou de remboursement, etc. Ces frais alourdissent les charges financières de l'entreprise, ce qui fait qu'ils doivent être intégrés pour calculer le taux représentatif du coût de la dette.

Si k représente le coût de la dette, après impôt, sa valeur doit vérifier l'équation suivante⁷⁷ :

$$\begin{aligned} P_0 - F(1 + T) \\ &= \frac{(iP_1 + F_1)(1 - T) + R_1}{(1 + k)} + \frac{(iP_2 + F_2)(1 - T) + R_2}{(1 + k)^2} \\ &+ \dots + \frac{(iP_n + F_n)(1 - T) + R_n}{(1 + k)^n} \end{aligned}$$

Avec, i : taux d'intérêt ;
 P : Capital restant dû ;
 R : amortissement du capital ;
 k : le coût de la dette ou taux actuariel ;
 F : les frais de dossiers ;
 T : taux d'imposition des bénéfices.

⁷⁷ Nathalie MOURGUES, OP.Citée, page 61.

L'estimation du coût de la dette « k » après impôt s'obtient à partir de la formule suivante⁷⁸ :

$$k \text{ après impôt} = k \text{ avant impôt}(1 - \text{Taux d'imposition})$$

Pour la plupart des entreprises, surtout les grandes entreprises, le financement par dette peut inclure plusieurs types de dettes : dettes à long terme, dette à court terme, leasing, etc. Dans tous les cas⁷⁹, les coûts pour chacun de ces types doivent être additionnés pour déterminer le coût de la dette totale de l'entreprise.

Le coût moyen de la dette est la somme des coûts pondérés des dettes que l'entreprise détient. Pour plus de précision, on utilise les données après impôt, car il s'agit des chiffres utilisés par la plupart des entreprises.

Pour ce faire, il convient à l'entreprise de calculer le coût de chaque type de dette qu'elle détient, et cela revient à déterminer chaque coût individuel, puis calculer la moyenne pondérée de ces coûts.

Formellement :

$$CMPD = \sum Kd \times p$$

Tel que :

- $CMPD$: le coût moyen de la dette ;
- kd : coût de chaque dette⁸⁰ ;
- p : proportion de chaque dette de la dette totale.

Le coût de la dette représente le niveau des taux d'intérêt facturés par une banque sur une maturité donnée. Ce coût est un coût d'opportunité et non un coût historique, cela veut dire qu'on ne calcule pas la moyenne des taux d'intérêt payés par l'entreprise sur ses différentes

⁷⁸ Nathalie MOURGUES, OP.Citée, page 61.

⁷⁹ www.wikiHow.com, comment calculer le coût de la dette,

⁸⁰ On parle du coût de la dette après impôt.

dettes existantes mais plutôt le taux qui serait facturé maintenant si l'entreprise devait emprunter⁸¹.

Il ya plusieurs raisons de penser que l'endettement est attractif pour une entreprise, on retient deux qui semblent primordiales. La première, est que le coût de la dette est inférieur au coût des capitaux propres, Et la seconde est que le recours à l'endettement est intimement lié à « la fiscalité qui représente un avantage non négligeable »⁸², et que les intérêts de la dette peuvent être déduits des résultats de l'entreprise afin de baisser le montant des impôts.

L'avantage de l'endettement est d'augmenter les revenus de l'exploitation et donc le rendement des capitaux propres. Mécaniquement, lorsque l'entreprise s'endette, les détenteurs des capitaux propres augmentent leur risque parce qu'ils devront en priorité rembourser les créanciers. « Ainsi ce risque accru induit par l'endettement mérite une rémunération supérieure. C'est ce que l'on appelle un *effet de levier*. En effet, cet indicateur désigne l'utilisation de l'endettement pour augmenter la capacité d'investissement d'une entreprise, d'un organisme financier ou d'un particulier et l'impact de cette utilisation sur la rentabilité des capitaux propres investis. L'effet de levier augmente la rentabilité des capitaux propres tant que le coût de l'endettement est inférieur à l'augmentation des bénéfices obtenus grâce à l'endettement. Dans le cas inverse il devient négatif »⁸³.

Afin de mieux comprendre l'effet de levier de la dette et son influence sur la rentabilité des fonds propres, nous utiliserons les variables suivantes⁸⁴ :

- AE : l'actif économique ;
- FP : le montant des fonds propres ;
- DF : le montant des dettes financières ;
- BN : le bénéfice net de l'entreprise ;
- BAI : le bénéfice avant impôt ;
- FF : le montant des frais financiers.

⁸¹ Monder CHERIF, Stéphane DUBREUILLE « Création de valeur et capital-investissement », Synthèse de cours & exercices corrigés, collection Synthex, page 08.

⁸² ASSOUS Nassima, Op.citées, page 94.

⁸³ www.lafinancepourtous.com.

⁸⁴ Michel ALBOUY « Financement et coût du capital des entreprises », Op.Citée, page 5.

Soit, k_A la rentabilité de l'actif économique avant impôt, k_D le coût de la dette avant impôt, et k_S la rentabilité financière des fonds propres après impôt. Par définition⁸⁵ :

$$k_A = \frac{BAI}{AE} \quad ; \quad k_D = \frac{FF}{DF} \quad ; \quad k_S = \frac{BN}{FP}$$

Si τ représente le taux d'imposition des bénéfices, et λ le levier financier ($\lambda = \frac{DF}{FP}$).

On peut écrire les relations suivantes : $BN = (BAI - FF)(1 - \tau)$.

Soit, en remplaçant BN, BAI et FF par leurs expressions :

$$k_S \times FP = (k_A \times AE - k_D \times DF)(1 - \tau)$$

Et comme : $AE = FP + DF$, du fait de l'équilibre comptable du bilan, on obtient après transformation :

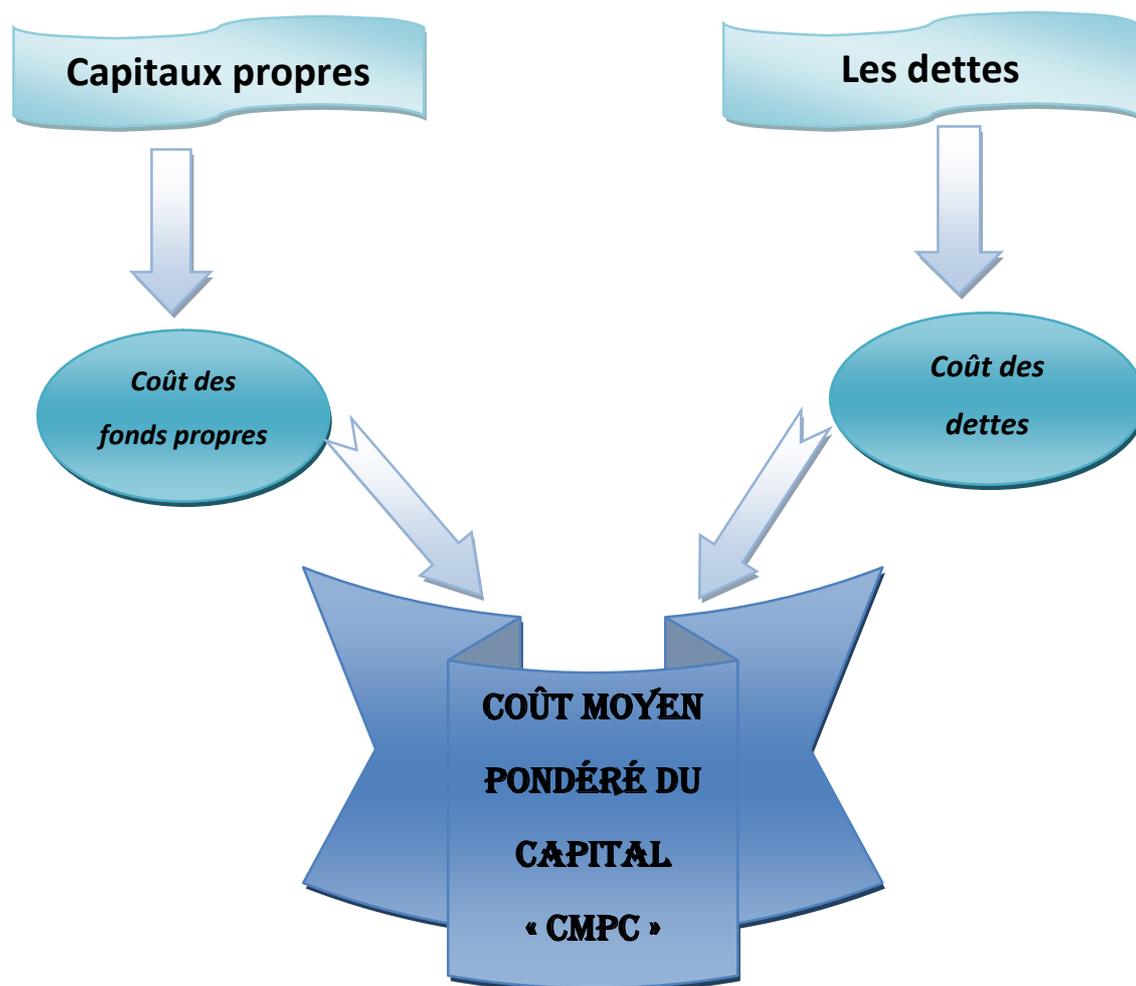
$$k_S = [k_A + (k_A - k_D)\lambda](1 - \tau)$$

Pour que la dette ait des effets positifs sur la rentabilité des fonds propres, son coût doit être inférieur à la rentabilité économique de l'entreprise.

Pour que l'entreprise réalise un projet d'investissement, elle peut se financer, soit par ses propres moyens ou par l'emprunt ou par la combinaison des deux, mais quelque soit le mode choisi, l'un ou l'autre n'est gratuit.

⁸⁵ Michel ALBOUY « Financement et coût du capital des entreprises », Op.Citée, page 5.

Schéma n°1 : Représentation du coût moyen pondéré du capital



Source : Nos regroupements.

Le coût moyen pondéré du capital suppose calculer les coûts des diverses sources de financement. Il est la somme des coûts des différents financements, chacun étant pondéré par l'importance relative de la source de financement dans le capital total de la firme.

Il existe ainsi une différence fondamentale entre le coût des fonds propres « k_{cp} » et le coût de la dette « k_d ». La rémunération versée aux créanciers financiers (les intérêts) est fiscalement déductible pour l'entreprise, alors que la rémunération versée aux actionnaires, sous la forme de dividendes, n'entraîne aucune économie d'impôts⁸⁶.

Le coût moyen pondéré du capital est ainsi la moyenne pondérée du coût des fonds propres « k_c » et du coût de la dette « k_d », compte tenu de la part respective de ces deux sources de financement « V_{cp} » et « V_d » et de l'impôt sur les sociétés au taux « T ».

⁸⁶ Nathalie MOURGUES, OP.Citée, page 79.

Le CMPC est donnée par l'équation suivante⁸⁷ :

$$CMPC = k_{cp} \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} + k_d(1 - T) \frac{V_d}{V_{cp} + V_d}$$

La pertinence du CMPC dépend de la bonne estimation des coûts de chaque mode de financement⁸⁸. Par conséquent, des règles s'appliquent dans le choix du système de pondération. D'abord, les coefficients de pondération doivent être déterminés à partir des valeurs de marché et non des valeurs comptables des capitaux propres et de la dette.

L'évaluation du coût du capital nécessite une concentration et une compréhension des différentes variables qui peuvent influencer sa détermination. Cette dernière, revient à analyser le coût individuel de chaque ressource : coût des fonds propres, coût de la dette.

La définition du coût du capital est une étape très importante et fondamentale en finance, c'est un élément qui sert au choix d'investissement ainsi qu'à l'évaluation de la création de valeur au sein de l'entreprise.

Il n'y a pas si longtemps, l'objectif des entreprises était de gonfler leur chiffre d'affaire, d'augmenter leur taille, leur part de marché voire leur bénéfices nets annuels. Mais dans les dernières décennies, une entreprise est jugée performante dès lors qu'en plus d'être rentable au sens comptable, elle maximise la richesse des actionnaires, ainsi crée de la valeur. La mesure de cette création de valeur fera l'objet de la section suivante.

⁸⁷ Nathalie MOURGUES, OP.Citée, page 79.

⁸⁸ Financement par capitaux propres et financement par dettes.

Section 3 : Indicateurs de mesure de la Création de Valeur

Dans le cadre d'une mondialisation des économies, une exigence de compétitivité croissante s'impose, les politiques de management des entreprises sont soumises à une contrainte de performance. Dans ce contexte, l'objectif principal des entreprises est la création de valeur.

Cependant, performance et création de valeur sont devenues deux notions étroitement liées l'une à l'autre, en outre pour assurer une bonne performance financière à l'entreprise les dirigeants sont tenus de maximiser la valeur créée pour les actionnaires, en effet une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires⁸⁹ dès lors que la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût des différentes sources de financement utilisées ou coût du capital. Cela signifie en clair qu'il ne suffit pas qu'une entreprise soit bénéficiaire au sens comptable pour qu'elle crée de la valeur.

On ne peut parler sur la création de valeur sans avoir défini la performance de l'entreprise et étudier ses types

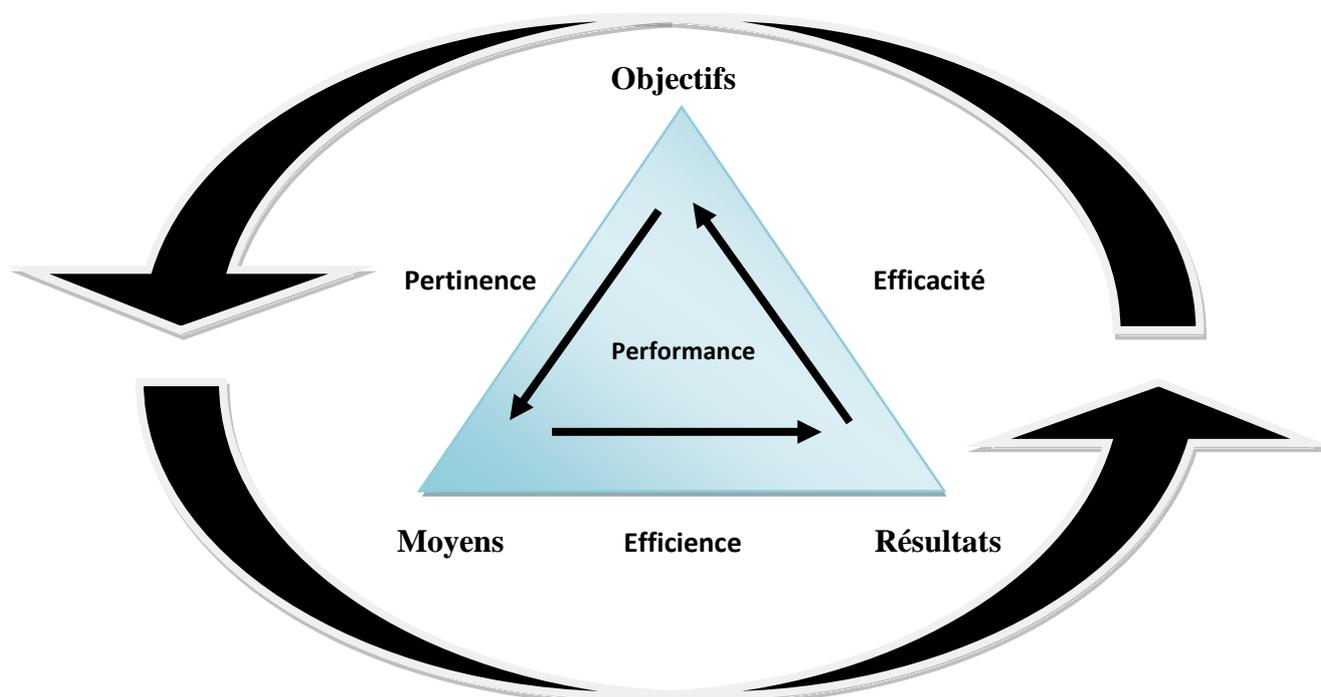
1. La performance d'une entreprise

D'une manière générale, la performance est un résultat chiffré obtenu dans le cadre d'une activité réalisée par une entreprise. Elle implique l'idée de réalisation, de finalisation, du comportement, et de la tenue d'un produit ou d'une personne face à une situation donnée. Une entreprise est considérée performante du moment où elle est à la fois *efficace*, *efficiente* et *pertinente*. Elle est efficace lorsqu'elle atteint les objectifs qu'elle s'est fixés, cette efficacité est mesurée par le rapport entre le résultat obtenu et l'objectif visé ; l'entreprise est efficiente lorsqu'elle minimise les moyens mis en œuvre pour atteindre ses objectifs, cette efficacité est mesurée par le rapport entre le résultat obtenu et les moyens mis en œuvre, et elle est pertinente lorsqu'elle atteint les objectifs initiaux par les ressources acquises.

Cette définition de la performance s'applique à tout système ordonné (individu, organisation, système, etc.) qui produit des résultats à partir de ressources de base.

⁸⁹ Michel Albouy, revue française de gestion « Théorie, application et limites de la mesure de la création de valeur » 2006/1 (n° 160), page 332.

Schéma n°2 : Les axes de la mesure de la performance



Source : Nos regroupements

Cette performance peut être mesurée au niveau interne en se basant sur des indicateurs à l'intérieur de l'entreprise, comme elle peut être mesurée au niveau externe en utilisant des indices externes.

Avant de passer aux types de la performance, on doit distinguer entre une entreprise libre qui se limite seulement à sa valeur interne, et celle qui est cotée en bourse, en plus de sa valeur intrinsèque, elle possède une autre valeur dite valeur boursière (capitalisation boursière).

L'introduction en bourse sur les marchés des actions⁹⁰ est une étape importante dans la vie des sociétés. De nos jours, la bourse des valeurs est un marché public sur lequel se négocient des valeurs mobilières. Comme tout marché, les transactions s'y opèrent selon la loi de l'offre et de la demande. C'est une composante d'un ensemble plus vaste, le marché financier, celui-ci se structure en deux types de marchés : le marché primaire sur lequel s'effectue les nouvelles émissions des titres, et le marché secondaire sur lequel s'effectue des transactions des valeurs préalablement émises et souscrites sur le marché primaire.

⁹⁰ MOHAMED Adjoua « L'impact de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières » mémoire présenté au CENTRE AFRICAIN D'ETUDES SUPERIEURES EN GESTION, promotion (2001-2003).

La bourse des valeurs, à la différence des autres marchés, a la particularité d'être un marché organisé et spécialisé, car son fonctionnement est régi par des textes réglementaires.

Qu'est ce que la capitalisation boursière ?

La capitalisation boursière correspond à la valeur marchande d'une société cotée c'est-à-dire la valeur de l'ensemble des actions d'une entreprise en circulation sur le marché. Il est important de distinguer la valeur théorique des capitaux propres indiqués au passif du bilan, et celle du marché. Cette valeur représente la valeur réelle des capitaux propres d'une entreprise. C'est le prix auquel la société pourrait en théorie être rachetée si un investisseur voulait s'emparer de la totalité des actions.

Les investisseurs utilisent la capitalisation boursière comme déterminant de la taille d'une entreprise, plutôt que le volume des ventes ou la valeur de l'actif⁹¹.

1.1. La performance économique⁹²

La performance économique se rapporte à la création de valeur ajoutée par l'entreprise. Celle-ci contribue à l'amélioration de la rentabilité. La performance économique est analysée à partir des comptes de résultat qui informent sur la rentabilité de l'entreprise⁹³.

La réussite d'une entreprise se résume dans la majorité des cas, aux résultats économiques et à la hausse du capital. La performance économique correspond aux résultats présentés par la comptabilité. Il s'agit principalement des soldes intermédiaires de gestion :

- ◆ La production et marge commerciales : pour les entreprises exerçant une mesure commerciale, le flux global de l'activité est mesuré par la marge commerciale qui est égale à la vente de marchandise diminuée du coût d'achat des marchandises vendues, mais pour celles qui exercent une activité de production ce flux correspond à la production de l'exercice qui est la production immobilisée, vendue, stockée.

⁹¹ Groupe FIGARO « Capitalisation boursière : définition et calcul » publié sur le Journal du net le 01/07/2017.

⁹² PECASSIOH VENANCE QUATTARA « Diagnostic financier et performance d'une entreprise en Cote d'Ivoire » mémoire de fin d'étude, Ecole Supérieure de gestion, Paris, 2007.

⁹³ Abderrahman JAHMANE « La fidélisation des parties prenantes centrales (Actionnaires et Personnels) et leur impact sur la performance financière de l'entreprise », Thèse de doctorat, Université de Lille 1, 2012, page 98.

- ◆ La valeur ajoutée : ce solde représente la contribution productive ou la valeur économique créée par l'entreprise.
- ◆ L'excédent brut d'exploitation : il correspond au résultat économique brut lié à l'activité opérationnelle de l'entreprise (il désigne la véritable rentabilité).
- ◆ Le résultat brut d'exploitation : ce solde correspond aux ressources additionnelles permettant le financement des investissements futurs et l'efficacité de l'exploitation après la soustraction des charges financières.
- ◆ Le résultat net qui permet aux actionnaires et aux analystes financiers d'apprécier la performance et la rentabilité de l'entreprise.

Le calcul et l'analyse objective de la performance économique d'un processus peuvent être envisagés selon 3 techniques⁹⁴ :

✓ **Par vérification et quantification de l'atteinte des objectifs assignés aux processus**

Le processus doit atteindre des objectifs qui lui sont assignés. L'analyse de performance consiste à identifier puis suivre des indicateurs d'atteinte de ces processus. La qualité de l'analyse dépend :

- De la capacité à exprimer des objectifs précis et adaptés (quantitatifs et/ou qualitatifs) pour chaque processus,
- De la possibilité de déduire des indicateurs pertinents à partir des objectifs,
- Et enfin de la possibilité de suivre les indicateurs périodiquement.

✓ **Par apport aux ressources dépensées par le processus**

La mise en œuvre du processus a un **coût**, car le processus consomme des ressources pour fonctionner (RH, matières premières, SI,...) Indépendamment de toute autre considération le calcul et l'analyse de la structure de coûts du processus permet de mieux le connaître et de mieux le maîtriser. L'amélioration de sa performance économique consistera des optimisations d'utilisation de ressources et des réductions de coûts (économie d'échelles).

⁹⁴ JEAN Baptiste Clément « La performance économique des processus » Conseil en organisation et systèmes d'information, publié sur www.aldea.fr.

✓ Par comparaison entre les coûts engagés et la Valeur Ajoutée produite

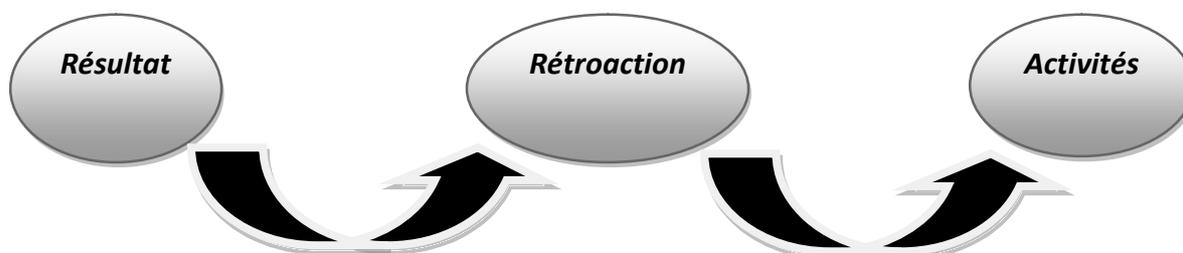
Ce type d'analyse consiste à mettre en regard du coût du processus, la valeur du résultat qu'il a produit (quand le calcul est possible), afin de les comparer. La différence constitue la marge opérationnelle dégagée par le processus.

1.2. La performance financière

La performance financière est l'un des indicateurs utilisés pour mesurer la réussite d'une institution en termes de rendement financier. On la considère souvent comme un barème de référence que les investisseurs utilisent pour réaliser des enquêtes préalables ou évaluer le statut d'un investissement, ces données permettent aussi aux autorités publiques d'évaluer le respect de la réglementation et la santé générale du secteur financier⁹⁵.

La performance est une action, un événement fait de nombreux composants, non un résultat qui apparaît à un moment dans le temps, sa vision a été concrétisée à travers le graphique ci-après.

Schéma n°3 : La représentation de la performance



Source : Nos regroupements

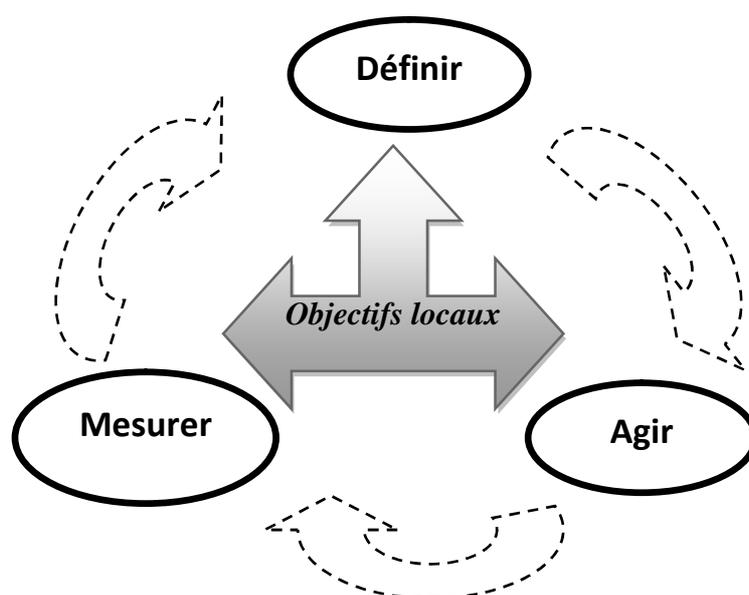
Les systèmes de mesure de performance ont pour but de mobiliser les membres d'une organisation afin d'atteindre les objectifs fixés par les dirigeants soit directement soit indirectement après actions correctives.

La performance est multidimensionnelle dès que les buts sont multiples, la performance est un sous-ensemble de l'action, elle est subjective puisqu'elle est le produit de l'opération par nature subjective qui consiste à rapprocher une réalité à un souhait.

⁹⁵ROLAND Dominicé « Performance financière » article publié sur le portail MICROFINANCE LE 20/12/2016.

Les indicateurs de la performance d'une entreprise sont des grandeurs financières qui permettent de mesurer la performance des entreprises en valeur monétaire et de présenter une information synthétique et visuelle sur la situation d'une banque, d'un secteur, d'un marché. Autrement dit, un indicateur de performance est un ensemble de mesures orientées sur un aspect décisionnel de la performance globale c'est-à-dire ces indicateurs qui orientent les décisions (voir le schéma ci-dessous) sont multiples et dépendent d'une organisation à une autre⁹⁶.

Schéma n°4 : Représentation de la performance comme un ensemble de décisions



Source : Nos regroupements

De manière générale, ces indicateurs peuvent être regroupés en indicateurs de structure et ceux d'activité⁹⁷.

1.2.1. Les Indicateurs de la structure financière

Les indicateurs de structure sont ceux qui sont fournis par les éléments émanant du bilan tel que le fond de roulement, la solvabilité, la liquidité, etc.

⁹⁶ Houda BEN MAHMOUD « L'impact des innovations financières sur la performance financière des banques tunisiennes : cas des banques cotées en bourse » Institut supérieur de gestion de Gabès - Mastère de recherche en finance, 2012.

⁹⁷ Auréline NGALULA KADIMA « Appréciation de la performance financière des entreprises publiques à travers leur structures financières » mémoire de fin d'étude, Université de Kinshasa, 2012.

1.2.2. Indicateurs d'activités

Les indicateurs d'activité sont des grandeurs financières tirées du tableau de formation des résultats comme la rentabilité, le cash flow, l'autofinancement.

Il faut noter que deux ratios interviennent dans l'analyse de la performance financière :

- Le return on equity (ROE).
- Le return on assets (ROA).

2. La performance boursière⁹⁸

A l'inverse des mesures économiques et financières, les mesures boursières prennent en compte le risque et les particularités du secteur d'évolution de l'entreprise. En effet, de plus en plus les entreprises sont orientées, ces dernières années, vers les marchés financiers pour satisfaire leurs besoins de capitaux, par conséquent les actionnaires jouent un rôle de plus en plus important dans l'exigence de création de valeur⁹⁹. Si la performance comptable est orientée vers le passé, les mesures boursières de performance sont orientées vers la valeur future espérée de la firme, dans ce cas le prix du marché d'une action reflète le potentiel de performance à long terme de l'entreprise. La performance boursière est cohérente avec la maximisation de la richesse de l'actionnaire, et le cours d'une action représente la seule mesure directe de celle-ci¹⁰⁰.

Une entreprise peut créer de la valeur sur les marchés réels sans que cette valeur se reflète sur le marché boursier, parce qu'aussi bons qu'ils aient été, les résultats réalisés seraient insuffisants par rapport aux attentes des investisseurs. Dès lors, on comprend que la rentabilité que l'actionnaire obtient sur le marché financier c'est-à-dire la valeur boursière dépendrait plus de l'évolution des anticipations du marché.

Les indicateurs de performance boursière sont fortement influencés par la conjoncture boursière car ils reflètent beaucoup plus une anticipation de création de valeur dans l'avenir à travers le cours de l'action.

⁹⁸ ASSOUS Nassima, op.citées, page 117.

⁹⁹ Abderrahman JAHMANE, Op. Citée, page 101.

¹⁰⁰ Abderrahman JAHMANE, Op.Citée, page 102.

3. Les indicateurs de mesure de la création de valeur

3.1. L'EVA comme indicateur économique de la création de valeur

L'Economic Value Added (EVA) est développé par le cabinet de consultants Stern Stewart & Co, se propose d'être l'indicateur de mesure de la performance interne de l'entreprise. L'EVA est égale au résultat opérationnel de l'entreprise après impôt diminué de la rémunération du capital utilisé pour son activité.

Déjà en 1890, Alfred Marshall définissait le profit économique comme le bénéfice qui reste disponible pour les actionnaires après déduction de la rémunération du capital employé¹⁰¹ : « Ce qui reste de son gain (celui de l'actionnaire ou du dirigeant) après déduction du coût de son capital à un taux approprié peut être considéré comme son profit d'entrepreneur ou de dirigeant. » Cela signifie que la valeur créée par une entreprise pendant une période de temps doit prendre en compte non seulement les charges enregistrées en comptabilité mais également le coût d'opportunité des capitaux propres.

Par définition, le profit économique (ou EVA) est égal à¹⁰² :

$$\text{EVA} = \text{Capital investis} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Avec :

ROIC = Return On Invested Capital ou rentabilité sur les capitaux investis,

WACC = Weighted Average Cost of Capital, ou coût moyen pondéré des capitaux.

La mesure de la performance d'une entreprise est une affaire extrêmement délicate¹⁰³, plusieurs indicateurs et méthodes permettent d'évaluer une société sur des critères partiels.

Un indicateur financier connaît un succès grandissant non seulement pour l'évaluation de la valeur créée pour les actionnaires, mais aussi pour la mesure de l'impact de l'action des dirigeants, il s'agit de l'EVA. Cette dernière présente alors un intérêt par rapport à des méthodes utilisant des paramètres financiers comme le chiffre d'affaire, le résultat total, ou même le taux de rentabilité des actifs, car elle prend en compte le coût des capitaux investis.

¹⁰¹ Michel Albouy « Décision financières et création de valeur », Op.Citée,page 397.

¹⁰² Michel Albouy, Op. Citée,page 398.

¹⁰³ www.comprendrelabourse.com

Un inconvénient de l'EVA est de ne pas tenir compte des évolutions futures :

Valeur économique des actifs

=

Valeurs des actifs existants

Ou encore

Valeur de marché de la société

=

Valeur des actifs existants + Valeurs actuelle du potentiel de croissance

L'EVA correspond à un surprofit, c'est-à-dire à l'enrichissement des actionnaires au-delà de la rémunération qu'ils ont exigé. Autrement dit, une entreprise ne créera de valeur ou de richesse que si son EVA est positive.

- Une EVA positive signifie que l'entreprise a créé de la valeur pour l'actionnaire. En d'autres termes, la rentabilité de l'entreprise est supérieure à la rémunération des capitaux apportés pour financer l'actif économique.
- Une EVA nulle engendre une situation d'équilibre c'est à dire que l'entreprise n'est ni créatrice ni destructrice de valeur.
- Par contre, une EVA négative signifie qu'il y a eu une destruction de la valeur.

Le message central de l'EVA consiste donc à dire qu'il ne suffit pas d'avoir un résultat net positif ou un certain niveau de bénéfice par action mais l'entreprise doit gagner assez pour couvrir le coût de la dette et le coût d'opportunité du capital avant même de penser à créer de la valeur¹⁰⁴.

L'avantage de l'EVA réside d'une part dans sa simplicité conceptuelle, en effet il est facile de comprendre et d'appliquer le concept de l'EVA. Si on dispose des données financières adéquates on peut reconnaître parmi les facteurs qu'on contrôle ceux qui augmentent la valeur économique de l'entreprise ou la diminuent, d'autre part l'EVA n'est pas seulement un outil de mesure de la performance de l'entreprise, c'est aussi un moyen de motivation des dirigeants et facilite les activités économiques à tous les niveaux de l'entreprise. En effet, l'EVA constitue un outil de gestion financière décentralisé car elle permet à tous les niveaux

¹⁰⁴ Inès ZEKRI « L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA) », communication dans un congrès, Université Sfax, Tunisie, 2005, page 6.

de l'entreprise de mesurer la performance d'une unité en lui appliquant un taux de rentabilité exigé individuel¹⁰⁵.

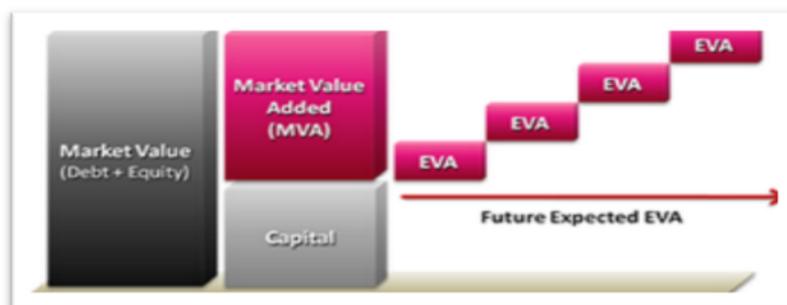
Si l'EVA est une méthode de mesure interne de la création de la valeur, un autre indicateur de la valeur créée s'impose pour les entreprises cotées en bourse, il s'agit de la MVA qui est une méthode externe de la performance d'entreprise, susceptible de déterminer l'utilisation que l'entreprise a faite de ses capitaux et ce sur la base de critères des marchés.

3.2. Market Value Added « MVA » et création de valeur

La MVA, comme l'EVA, a été développée par le cabinet américain Stern et Stewart. Elle représente une autre méthode de détermination de la valeur de l'entreprise. C'est une référence de comparaison de sociétés. Elle sert d'indicateur de classement des entreprises notamment par le cabinet Stern et Stewart (Paliard, 1999)¹⁰⁶.

La MVA est définie comme étant la différence entre la valeur de marché de l'entreprise (soit la capitalisation boursière) et la valeur comptable des capitaux engagés. La MVA représente la valeur actualisée de la valeur future de l'EVA, cette valeur de marché est la somme des flux de création de valeur annuelle actualisée, il s'agit de la capitalisation boursière nette des capitaux investis qui est la richesse accumulée envers les actionnaires, depuis l'introduction en bourse. La MVA n'augmente que si le rendement opérationnel des capitaux investis est supérieur au coût du capital¹⁰⁷.

Figure n° 1: Market Value Added « MVA »



Source: Stern, Stewart in <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=mva>

¹⁰⁵ Fatma Ben Moussa « Gouvernance et création de valeur » Mémoire de Mastère, Ecole supérieure de commerce, Tunis, 2005, page 7.

¹⁰⁶ Fatma Ben Moussa, Op.Citée, page 8.

¹⁰⁷ Dominique Jean Jacquet « Rentabilité et valeur : EVA & MVA », revue analyse financière, septembre 1997, page 12.

Plus simplement, la MVA correspond à l'accroissement de la valeur, mesuré comme une performance par rapport au marché.

$$MVA = VM - VCI$$

Avec :

VM : Valeur de marché des capitaux investis (la capitalisation boursière)

VCI : Valeur comptable des capitaux investis.

La MVA croît lorsque les capitaux investis donnent lieu à un profit dépassant leurs coûts, c'est-à-dire lorsque l'investissement a une valeur actuelle nette positive.

3.3. Les ratios de rentabilité

Il s'agit des ratios qui comparent le résultat aux ressources mises à la disposition de l'entreprise¹⁰⁸, ce sont :

3.3.1. Le ratio de rentabilité économique

Il représente l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise les capitaux mis à sa disposition et n'est pas affectée par la structure financière de l'entreprise.

Ce ratio est exprimé par le rapport suivant¹⁰⁹ :

$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Actif économique net}}$$

Ce ratio est à la mode chez les analystes financiers (C'est à dire un ratio fondamental de l'analyse financière) ; il s'agit du **ROCE** (return on capital employed) qui est égal au résultat d'exploitation sur l'actif économique net. Ce ROCE est destiné à être comparé à la rentabilité espérée par les actionnaires ; si le ROCE est supérieur à ce dernier, il y a accroissement de la valeur économique de l'entreprise.

Le principal inconvénient de ce ratio est qu'il prend en compte la valeur comptable d'actifs qui se déprécie, alors que le résultat d'exploitation a tendance à croître avec l'inflation.

¹⁰⁸ Article « les ratios de rentabilité et cours de comptabilité générale » publié sur dicens.mines-paristech.fr.

¹⁰⁹ Charles-Henri d'Arcimoles & Jean-Yves Saulquin « Finance appliquée : Analyse financière », EDUCAPOLE gestion, page 157.

Dans le cadre d'une comparaison d'entreprise ayant la même activité, les actifs les plus dépréciés auront une ROCE plus élevée, même si les actifs les plus récents sont peut-être plus efficaces.

3.3.2. Le ratio de rentabilité des capitaux propres ou de rentabilité financière

Il est également appelé return on equity (ROE), ce ratio permet de mesurer les profits dégagés par la société avec l'argent investi par les actionnaires, il permet de comparer la rentabilité d'une société par rapport aux autres entreprises intervenant dans le même secteur d'activité¹¹⁰.

Opérationnellement le ratio de rentabilité financière est égal à¹¹¹ :

$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Capitaux propres}}$$

Cette section montre que La place prise par le thème de la création de valeur en finance a conduit au développement de nombreux d'indicateurs qui tentent de la mesurer : on dénombre des critères comptables comme le ROE et ROCE ; des critères boursiers comme MVA ; et des critères hybrides comme EVA¹¹².

Conclusion

L'objectif poursuivi dans ce chapitre consiste à estimer le coût de chaque source de financement, et analyser son impact sur la création de valeur. En effet, d'une part il est possible d'estimer le coût des fonds propres d'une entreprise puisque ceux-ci ne sont pas gratuits, et cela en utilisant plusieurs méthodes essentiellement le MEDAF. D'une autre part, avant que l'entreprise s'engage à financer ses investissements par les dettes, elle doit calculer le coût de celles-ci.

¹¹⁰ Philippe Bouvard « L'entreprise et la bourse : Ratios de rentabilité » publié sur easyBOURSE (ESPACE PEDAGOGIQUE).

¹¹¹ Charles-Henri d'Arcimoles & Jean-Yves Saulquin, Op.Ciée, page 158.

¹¹² « Mesure de la création de valeur » article publié sur les Echos.fr le 14/03/2017.

Chapitre 2 : Impact du coût du capital sur la création de valeur

Le financement soit par les fonds propres, soit par les dettes n'est sans incidence sur la création de valeur, en effet, ce principe est devenu une obligation pour les entreprises. Ces dernières ne créent de la valeur que si la rentabilité de leurs projets d'investissement soit supérieure au coût des capitaux investis. Cette création de richesse est mesurée par plusieurs indicateurs, principalement l'EVA et la MVA pour les entreprises cotées en bourse.

Pour bien comprendre le principe de la création de valeur, et sa liaison avec la structure financière ainsi que le coût du capital, il convient d'étudier un cas réel. En outre, étudier le cas de l'entreprise NCA Rouïba qui est cotée à la bourse d'Alger, estimer le coût de son capital, mesurer sa création de valeur et enfin analyser sa performance fera l'objet du dernier chapitre.

**CHAPITRE 3 : CAS DE « NCA ROUÏBA » COMME
ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS
THÉORIQUES**

CHAPITRE 3 : CAS DE « NCA ROUÏBA » COMME ILLUSTRATION DES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES

Introduction

A travers ce chapitre nous allons présenter l'entreprise NCA Rouïba, analyser les importants événements qui l'ont marqué, étudier l'origine et les objectifs de sa cotation à la bourse d'Alger. L'objectif de cette partie est d'appliquer tout ce qui est analysé en théorie pour estimer réellement son coût du capital et détecter si elle est performante et créatrice de valeur tout en se basant sur les différentes formules précitées.

Ce chapitre est divisé en deux sections :

- La première traite de la présentation de l'entreprise NCA Rouïba, et de son historique ainsi que les événements majeurs qui l'ont marqué.
- La deuxième traite de l'évolution de la création de valeur intrinsèque et boursière en s'appuyant sur le coût du capital.

Section 1 : Historique de NCA Rouïba

Cette section a pour objectif de présenter l'entreprise à travers son activité, son histoire, ses objectifs d'introduction en bourse, etc.

1. Présentation de l'entreprise

La Nouvelle Conserverie Algérienne est une entreprise dont les activités principales sont la fabrication, le conditionnement et la commercialisation des jus de fruits sous la marque « ROUÏBA ». Elle a été créée le 02 mai 1966 par la famille OTHMANI, elle est située dans la zone industrielle de Rouïba à 30 Km d'Alger, elle emploie plus de 530 personnes et occupe une surface d'environ 2,4 ha¹¹³.

¹¹³ Notice d'information NCA-Rouïba spa, page 24.

❖ *Fiche signalétique*

- Raison sociale : NCA-ROUIBA SPA
- Registre de commerce: 16/00 0008627
- Président du conseil d'administration : Slim OTHMANI
- Directeur Général : Sahbi OTHMANI
- Statut juridique : SPA
- Objet: Production & Commercialisation JNSD
- Adresse : Route Nationale n°5 zone industrielle de Rouïba
- Capital social : 849195000 DA

2. Date et lieu de dépôt des statuts

La société a été constituée en vertu d'un acte sous seing privé en date du 8 avril 1966, enregistré à Alger en date du 12 avril 1966, volume 337 A, Folio 15.

A sa constitution, la société a été dénommée «S.A.R.L Nouvelle Conserverie Algérienne» et son objet social consistait en la fabrication, la transformation, l'importation, l'exploitation et le commerce de toutes les denrées alimentaires. Son siège social était établi à 38-40, Rue DIDOUCHE-Mourad, Alger¹¹⁴.

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

Tableau n°2: répartition du capital initial à la constitution (en 1966)¹¹⁵

Nom et prénom	Parts	%
M. Salah OTHMANI (fondateur et père de M. Slim OTHMANI actuel Président du Conseil d'Administration)	250	83%
M. Mohamed Saïd OTHMANI (père de M. Salah OTHMANI fondateur de la société)	50	17%
Total	300	100%

Source : Notice d'information NCA

¹¹⁴ Notice d'information, Op.Citée, page 26.

¹¹⁵ Notice d'information, Op.Citée, page 27.

3. Forme juridique

NCA

-Rouïba est une société privée de droit algérien qui a été créée en 1966 sous la forme juridique de Société A Responsabilité Limitée (S.A.R.L). Elle a été transformée en Société Par Actions (S.P.A) au mois de mars 2003.

La durée de vie de la société, initialement limitée à 50 ans, a été étendue à 99 ans par l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGEX) qui s'est réunie le 5 février 2006.

4. Lieu de consultation des documents juridiques

L'ensemble des documents ci-après peuvent être consultés au siège social de la société sis Route nationale N°5, Zone industrielle de Rouïba, Alger :

- Les statuts,
- Les procès-verbaux des assemblées générales (ordinaires et extraordinaires),
- Les comptes sociaux,
- Les rapports annuels d'activité,
- Les rapports des commissaires aux comptes.

Les documents précités peuvent également être consultés sur le site Internet de la société (www.rouiba.com.dz) dans sa rubrique "relation investisseurs" accessible au public et notamment aux actionnaires et aux analystes.

5. Assemblées Générales

Les

Assemblées Générales de la société sont organisées conformément aux dispositions du Code de Commerce. L'Assemblée Générale Ordinaire « AGO » se réunit autant que de besoin et au moins une fois chaque année durant les six mois qui suivent la clôture de l'exercice. L'Assemblée Générale Extraordinaire « AGEX » se réunit autant de fois que nécessaire pour débattre de toutes les décisions portant sur la modification des statuts.

Les Assemblées Générales se réunissent sur convocation du Conseil d'Administration de la société ; mais peuvent également, dans les cas prévus par le Code du Commerce et les statuts de la société, être convoquées par les commissaires aux comptes ou par un mandataire désigné par ordonnance judiciaire.

6. L'origine Et objectifs de l'introduction en bourse

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

La décision d'introduction en bourse a également été entérinée par les actionnaires de la société NCA-Rouïba, réunis en séance extraordinaire le 31 janvier 2012 ayant 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 a été présentée aux actionnaires de la Société réunis en séance Ordinaire le 22 mai 2012¹¹⁶.

Les raisons de l'introduction à la bourse d'Alger se présentent comme suit :

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

¹¹⁶ Notice d'information, Op.Citée, page 10.

7. Les principaux événements ayant marqué l'entreprise

Tableau n°3 : Présentation des principaux événements marquant NCA pendant la période 1966-2013

<i>Année</i>	<i>Description</i>
1966	Création de la société : Démarrage de la production et la distribution de conserves alimentaires en boîtes métalliques (Harissa, Tomates, etc.)
1978	Entrée de nouveaux associés héritiers et ayants droit de Feu Mohamed Saïd OTHMANI.
1984	Démarrage de l'activité de boissons à base de fruits (jus, nectars et boissons).
1989	Acquisition des équipements pour le traitement et le conditionnement aseptique en carton de boissons à base de fruits.
1999	Changement au niveau de la gérance à travers la désignation de Monsieur Salah OTHMANI au poste de Gérant et de Monsieur Slim OTHMANI au poste de Directeur général de la société
2000	Certification ISO 9002 (première entreprise algérienne à être certifiée).
2003	Changement de la forme juridique en Société par Actions. Dégâts importants occasionnés par le « séisme de Boumerdès » ce qui a conduit à la délocalisation de la distribution vers un nouveau site situé à Oued-Smar.
2004	Démarrage de l'activité production de lait UHT.
2005	Entrée de la société de capital investissement non résidente Africinvest Ltd dans le capital de la société et mise en place du comité stratégique ayant adopté le programme de mise à niveau et de développement articulé autour des actions suivantes : <ul style="list-style-type: none">• Mise en place d'un ERP (MFG/Pro), logiciel intégré couvrant les différents volets opérationnels de la société ;• Mise en place d'un programme de mise à niveau industrielle ; Arrêt de (i) l'activité lait suite à la forte hausse des prix de poudre de lait et (ii) l'activité conserve alimentaire qui ne sont plus stratégiques pour l'entreprise ; <ul style="list-style-type: none">• Démarrage d'un plan de formation concernant l'ensemble des ressources humaines ; Construction d'une plateforme logistique aux normes internationales.

<p>2007</p>	<p>Mise en place d'un plan de restructuration financière à travers notamment la mobilisation d'un financement accordé par la Banque Européenne d'Investissement (BEI). Certification ISO 14001. Achèvement, avec succès, du 1er programme de mise à niveau industrielle initié en 2005 et adoption d'un plan d'action centré autour des produits et de la marque.</p>
<p>2008</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Obtention du Prix National de l'Environnement délivré par les autorités nationales ; • Certification ISO 14001. <p>Achèvement, avec succès, du 1er programme de mise à niveau industrielle initié en 2005 et adoption d'un plan d'action centré autour des produits et de la marque.</p>
<p>2009</p>	<p>Démarrage de la mise en œuvre du plan d'action marketing à travers notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La modernisation du Logo de la marque ; • L'adoption de nouveaux packagings ; • La dynamisation de la gamme de produits avec l'introduction des gammes Mon Energie, Fresh et Light ainsi que le lancement du projet Fruits Mixés en packaging PET (bouteilles en plastique) ; <p>L'approbation d'un budget de communication et de promotion en adéquation avec les objectifs visés en vue de rapprocher davantage la société de ses consommateurs.</p>
<p>2010</p>	<p>Démarrage de la production et de la distribution de la gamme Fruits Mixés en packaging PET ; Finalisation du plan d'action adopté en 2008 ayant permis de doubler le chiffre d'affaires entre 2007 et 2010 et adoption d'un programme de développement articulé autour des axes suivants :</p> <p>Renforcement de gouvernance de la société par :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la désignation de Monsieur Salah OTHMANI comme Président d'honneur de la société, Monsieur Slim OTHMANI en qualité de Président du Conseil d'Administration et Monsieur Mohamed Sahbi OTHMANI en tant que Directeur Général ; - l'Adoption d'un code de bonne gouvernance et mise en place d'un comité d'audit et d'un comité de rémunération ; - Mise en place d'un second plan de mise à niveau industrielle et commerciale s'appuyant notamment sur la consolidation de l'outil de production et le renforcement de la plateforme de distribution ; - Etude de la possibilité de développer l'exportation sur les pays du Maghreb et des modalités pour assurer l'introduction des produits Rouïba sur ces marchés ; <p>Décision d'Introduction de la société à la Bourse d'Alger.</p>

2011	<p>Démarrage de la mise en oeuvre du programme de développement adopté en 2010 à travers les actions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none">• Aménagement de nouveaux locaux administratifs, élargissement des voies de circulation et extension de plateforme logistique en vue d'optimiser les espaces de stockage ;• Installation de la nouvelle ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed ;• Modernisation des packagings et du Logo de la marque Rouïba et optimisation des caractéristiques organoleptiques et nutritionnelles de la gamme « Mon Energie » ;• Démarrage de l'activation des modules GPAO et GMAO de l'ERP ; <p>Initiation du processus de certification du système de sécurité alimentaire selon le référentiel ISO 22000.</p>
2012	<p>Poursuite du programme de développement adopté en 2010 et entamé en 2011 à travers les actions suivantes :</p> <p>Mise à niveau des ateliers de productions afin de se conformer aux exigences de la norme ISO 22000, à savoir (i) le réaménagement des sols, (ii) l'organisation des flux matières et du personnel, et (iii) l'audit documentaire (première phase) ;</p> <ul style="list-style-type: none">• Installation d'une seconde ligne de conditionnement Tetra Pack A3 Speed et mise à niveau industrielle de la ligne de conditionnement en bouteilles PET ;• Initiation du processus de « Responsabilité sociétale des organisations et leur contribution au développement durable » selon le référentiel ISO 26000 ; <p>Adoption du business plan de la société pour la période 2012-2016.</p>
2013	<p>Les principales orientations stratégiques pour l'année 2013 se présentent comme suit :</p> <ul style="list-style-type: none">• Renforcement des capacités de conditionnement en carton via l'installation d'une troisième ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed ;• Remplacement de l'ancienne ligne de conditionnement en PET par une nouvelle ligne Aseptique ;• Optimisation des caractéristiques organoleptiques et nutritionnelles de la gamme PET ;• Certification ISO 22000 ;• Acquisition de nouveaux terrains pour abriter de nouvelles plateformes logistiques; <p>Introduction en Bourse.</p>

Source : Notice d'information NCA-Rouïba SPA.

Section 2 : Analyse du coût du capital et de la création de valeur de NCA Rouïba, avant et après sa cotation à la bourse d'Alger

La décision de financement est l'une des principales décisions financière que prend l'entreprise NCA Rouïba. En effet, pour qu'elle puisse réaliser son objectif principal qui est la création de valeur, elle doit choisir la structure du capital la plus adéquate, cela revient à estimer le coût de chaque source de financement, et opter pour la moins coûteuse.

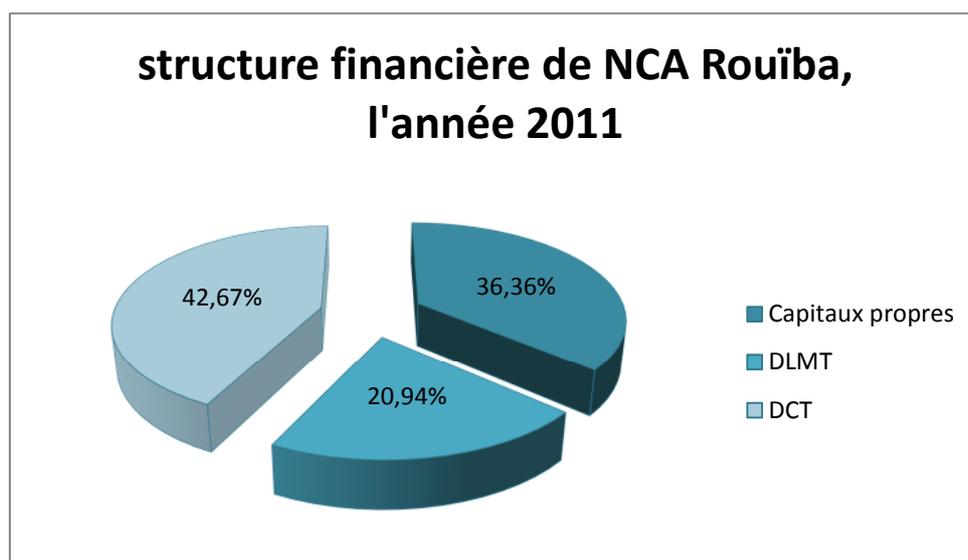
1. L'impact de la structure financière sur le coût du capital et la création de valeur avant l'introduction en bourse de NCA Rouïba, pour la période allant de 2011 à 2012

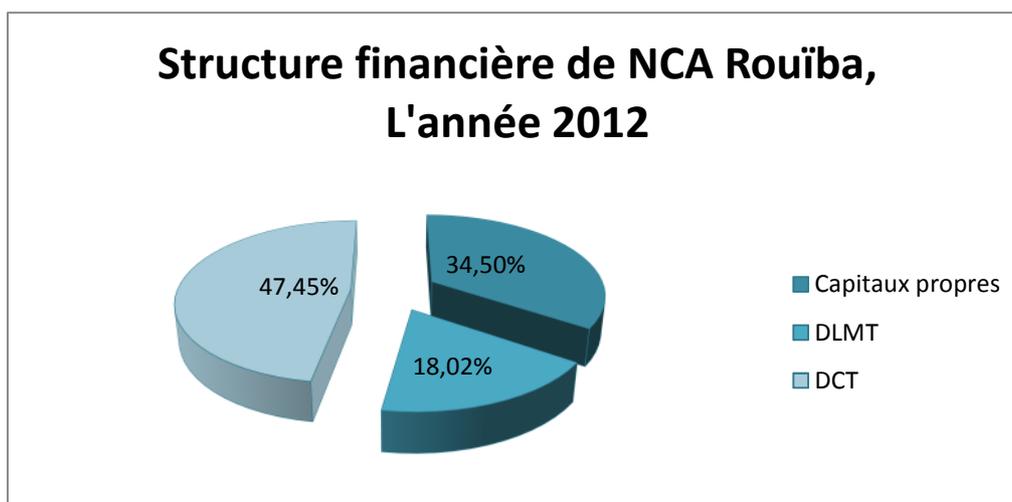
Pour financer leurs projets d'investissement, les dirigeants de NCA ont sollicité plusieurs modes de financement. Pour cela, on devra étudier l'incidence du choix de la structure de financement sur le coût du capital ainsi la création de valeur et cela avant la cotation en bourse.

1.1. Analyse de la structure du capital

La structure financière de NCA Rouïba pour les années 2011-2012 est présentée dans les figures suivantes :

Figure n°2 : La structure financière de NCA Rouïba pour les années 2011-2012





Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise.

D'après les figures ci-dessus et en comparant les deux exercices 2011 et 2012, nous constatons que l'entreprise pour son financement s'est basée sur les dettes à court terme comme première source de financement avec un taux de 42.67% pour 2011 et 47.45% pour 2012; elle a ensuite utilisée les capitaux propres comme deuxième source avec un taux de 36.36% pour 2011 et 34.50% pour 2012 et enfin les dettes à long terme comme dernière source avec un taux de 20.94% pour 2011 et 18.02% pour 2012.

1.2. Calcul du coût du capital

Pour un actif qui aurait été financé en partie par des fonds propres et en partie par des dettes, le coût global du capital (coût des capitaux engagés) sera un coût moyen pondéré du coût des fonds propres et du coût de la dette, en fonction du poids respectif de chaque type de financement.

Ce coût du capital est calculé selon la formule suivante :

$$CMPC = k_{cp} \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} + kd(1 - T) \frac{V_d}{V_{cp} + V_d}$$

Avec : **K_{cp}** = Coût des fonds propres

V_{cp} = Fonds propres

V_d = Endettement net

K_d = Coût de la dette

T = Taux d'imposition sur les bénéfices estimé à 22%

Remarque :

La valeur des dettes représente l'endettement net qui est calculé à partir de la formule suivante :

$$\text{Endettement net} = (\text{Dettes de financement} + \text{Trésorerie passive}) - (\text{Valeur mobilières de placement} + \text{Trésorerie passive})$$

- L'entreprise NCA Rouïba a utilisé la méthode du MEDAF dans l'estimation du coût des fonds propres, ce dernier est calculé de la manière suivante :

$$K_{cp} = r_f + [r_m - r_f] \beta_i$$

Avec: r_f = Taux sans risqué estimé à 3%

$(r_m - r_f)$ = Prime de risqué estimé à 10%

β_i = Bêta endetté estimé à 1.41.

Ainsi: $K_{cp} = 3\% + (10\%) * 1.41 = 17.1\%$

- Le coût de la dette avant impôt est estimé à 5.7%, donc: $K_d = 5.7\%$.

Tableau n°4: Calcul du coût du capital pour l'année 2011, 2012

Désignation \ Années	2012
Kcp	17.1%
$\frac{V_{cp}}{V_{cp} + VD}$	$\frac{1\ 585\ 472\ 493}{2\ 766\ 165\ 496}$
Kd*(1-T)	4.5%
$\frac{VD}{V_{cp} + VD}$	$\frac{1\ 180\ 693\ 000}{2\ 766\ 165\ 496}$
Résultat	11.8%

Source : Nos regroupements d'après les données collectées au sein de NCA.

Pour des raisons de confidentialité et d'insuffisance des données, on n'a pas pu calculer le coût du capital de NCA Rouïba pour l'année 2011, mais pour l'année 2012 on a procédé à son calcul en tenant compte des données que les experts ont utilisé.

1.3. Indicateurs de mesure de la création de valeur

Pour répondre aux hypothèses posées dans le début de ce travail, il y a lieu de mesurer la création de valeur au sein de l'entreprise NCA Rouïba, et de faire le lien avec la structure du capital, et ce à travers plusieurs indicateurs.

1.3.1. Les indicateurs de rentabilité économique et financière

1.3.1.1. La rentabilité économique

Le ratio de rentabilité économique appréhendé par le ROCE, est un indicateur de la rentabilité mesurée en termes d'efficacité du processus productif. Ce ratio est exprimé par la formule suivante :

$$\text{Rentabilité économique} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Actif économique net}}$$

Notons bien que l'actif économique est donné par la formule suivante :

$$\text{Actif économique net} = \text{Immobilisations nettes} + \text{BFR} + \text{Disponibilités}$$

Et le Besoin en Fonds de Roulement est trouvé par la formule ci-dessous :

$$\text{BFR} = \text{Stocks et encours} + \text{Créances} - \text{Dettes à court terme}$$

Tableau n°5 : Calcul du Besoin en Fonds de Roulement pour les années 2011, 2012

	Avant la cotation	
Années Désignations	2011	2012
Stocks et encours	847 513 861	907 407 607
Créances	902 947 926	1 063 842 011
Dettes à court terme	(1 732 110 175)	(2 180 505 842)
BFR	18 351 612	-209 256 224

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

L'analyse de l'actif et du passif courant de NCA Rouïba démontre que la diminution du BFR de 2011 à 2012 est due à l'accroissement des dettes à court terme de 25.88 %. De là, durant l'année 2012, on constate que l'entreprise est en bonne santé financière, et dispose de suffisamment d'argent pour être capable de financer intégralement ses emplois à court terme.

Ainsi le calcul de l'actif économique net est présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau n°6 : Actif économique net de 2011, 2012

Années Désignations	Avant la cotation	
	2011	2012
Immobilisations nettes	2 049 308 061	2 440 688 175
BFR	18 351 612	(209 256 224)
Disponibilité	260 126 767	182 861 752
Actif économique net	2 327 786 440	2 414 293 703

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

On remarque que l'actif économique net de NCA a augmenté légèrement de 3.71% en 2012 par rapport à 2011. La diminution du BFR n'a pas affecté le montant de l'actif économique net, parce que les immobilisations nettes ont augmenté de la même proportion.

Tableau n°7 : Calcul de la rentabilité économique pour les années 2011, 2012

Années Désignations	Avant la cotation	
	2011	2012
Résultat d'exploitation	361 991 104	336 137 127
Actif économique	2 327 786 440	2 414 293 703
Rentabilité économique	15.55	13.92

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

Les rendements obtenus de l'actif économique net sont positifs durant les deux années avant la cotation en bourse de NCA. On remarque une légère diminution de la rentabilité économique en 2012 par rapport à 2011 (soit de 1.63%), cela s'explique essentiellement par la baisse du résultat d'exploitation. L'entreprise est ainsi jugée efficace dans la mesure où elle a dégagé des résultats d'exploitation positifs.

1.3.1.2. La rentabilité financière

Elle représente la capacité de NCA à servir un résultat à ses actionnaires, elle détermine aussi le profit qui rémunère leurs apports. La rentabilité financière doit être suffisamment élevée pour séduire les investisseurs.

Le ratio de rentabilité financière est exprimé par le rapport suivant :

$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$$

Tableau n°8 : Calcul du ratio de rentabilité financière pour les années 2011, 2012

		Avant la cotation	
Années		2011	2012
Désignations			
Résultat net		188 041 941	168 602 699
Capitaux propres		1 476 869 797	1 585 472 496
Rentabilité financière		12.73	10.63

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

Ce tableau montre que la rentabilité financière de NCA Rouïba est suffisamment large durant l'année 2011, mais elle a connue une légère baisse (soit de 2%) en 2012, et cela est dû à la diminution du résultat net. Le niveau de rentabilité financière trouvé montre que les actionnaires de NCA tirent une rémunération du résultat, et ce en contre partie de leurs capitaux apportés à l'entreprise.

1.3.2. Calcul de l'EVA

Comme on l'a vu dans le chapitre précédent, l'EVA représente un indicateur de mesure de la création de valeur intrinsèque. Pour analyser cette dernière au sein de NCA, il est nécessaire d'étudier l'évolution de chaque composante de l'indice de valeur « EVA ».

La formule de l'EVA se présente comme suit :

$$EVA = \text{Capital investi} * (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Avec :

- Capital investi : il représente les fonds propres et les dettes (Total passif) ;
- ROIC « Rendement sur les capitaux investis » : désigne la rentabilité générée par les capitaux employés, il est présenté par le rapport entre le résultat d'exploitation et le capital investi.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Capital investi}}$$

Pour aboutir à des résultats qui reflètent la situation réelle de l'entreprise, les analystes utilisent le résultat d'exploitation avant impôt au lieu du résultat net, car ce dernier est jugé comme un indicateur trompeur. En effet, une entreprise peut dégager un résultat bénéficiaire et ne pas rémunérer le capital apporté par les actionnaires¹¹⁷.

Tableau n°9 : Le calcul du ROIC pour les années 2011, 2012

Années	Avant la cotation	
	2011	2012
Désignation		
Résultat d'exploitation	361 991 104	336 137 127
Capital investi	4 059 896 615	4 594 799 546
ROIC	8.91	7.31

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

¹¹⁷ ASSOUS Nassima, OP.Citées, page 119.

Pendants les deux années avant la cotation (2011/2012), NCA a dégagé des retours sur investissement positifs. Cela montre bien que les capitaux engagés pour le financement des investissements ont été rentables. Néanmoins, on remarque une baisse insignifiante du ratio de rendement du capital investi en 2012, et cela revient à la diminution du résultat d'exploitation.

Tableau n°10 : Le calcul de l'indice de la création de valeur intrinsèque « EVA » pour 2011, 2012

Désignation	Années	Avant la cotation	
		2011	2012
Capital investi		4 059 896 615	4 594 799 546
ROIC		8.91	7.31
WACC		11.8	11.8
EVA		-11 733 101 217	-20 630 649 962

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

D'après le tableau ci-dessus, on remarque bien que la rentabilité de l'entreprise est inférieure à la rémunération du capital apporté pour financer l'actif durant les deux années (2011-2012). Malgré que l'entreprise ait dégagé des résultats nets positifs, elle n'a pas été en mesure de créer de la richesse au niveau interne, c'est-à-dire pour ses actionnaires, cela est bien reflété par l'indice de valeur « EVA » qui est négatif en 2011 ainsi qu'en 2012, soit -11 733 101 217 et -20 630 649 962.

Par ailleurs, la diminution de l'EVA en 2012 par rapport à 2011 est très forte soit de 75.83%, malgré que le capital investi ait augmenté de 13.2%.

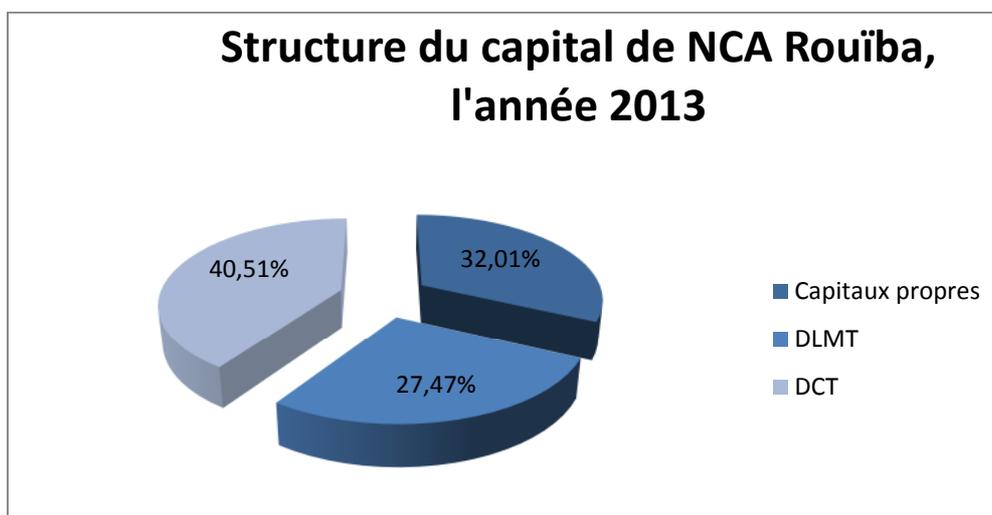
2. L'impact de la structure financière sur le coût du capital et la création de valeur après la cotation pour la période allant de 2013 à 2015

Dans le premier point on a analysé la structure financière de NCA avant sa cotation en bourse. Dans ce deuxième point, on étudier sa structure pendant et après l'année de cotation pour voir si cette dernière a eu une influence sur la structure financière de l'entreprise.

2.1. La structure financière après la cotation

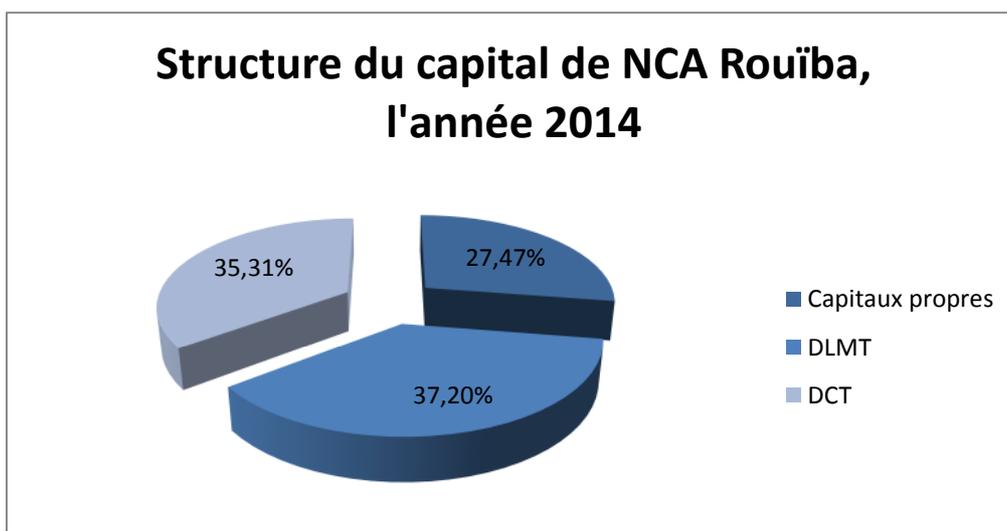
La structure du capital de NCA Rouïba pour l'année de cotation (2013) et les deux années après la cotation (2014-2015) est présentée par les figures suivantes :

Figure n°3 : La structure du capital de NCA Rouïba pour les trois années : 2013, 2014, 2015

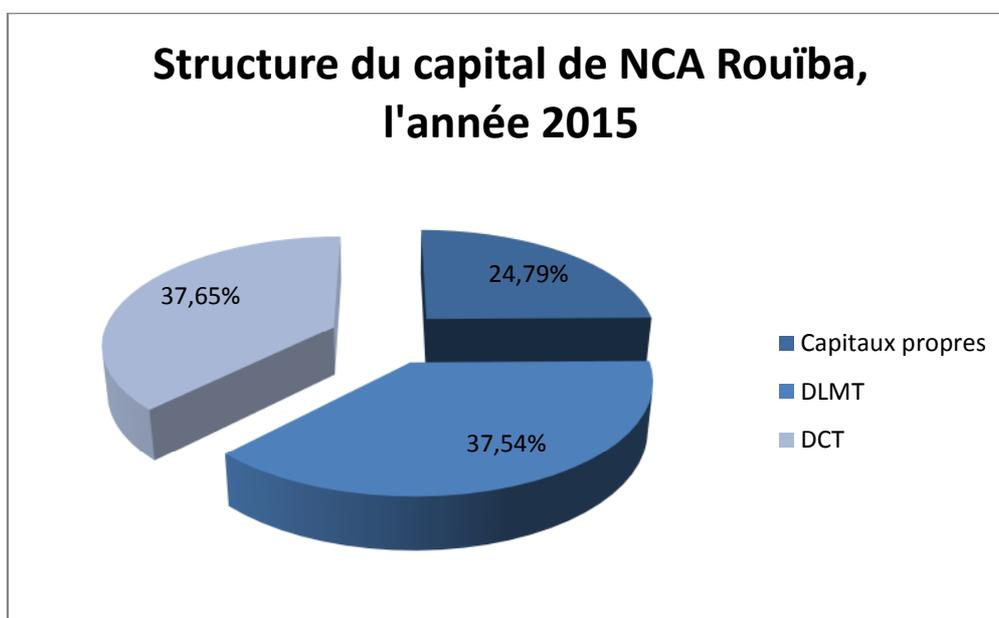


Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise.

Comme on l'a signalé dans la première section de ce chapitre, NCA Rouïba s'est introduit en bourse pour l'ouverture de 25% de son capital, mais n'a pas procédé à son augmentation. D'ailleurs en analysant la figure ci-dessus, on remarque que l'entreprise détient des fonds propres positifs d'un chiffre qui n'a pas connu un grand changement par rapport à 2012, ils représentent 32.01% de la totalité des ressources de financement. NCA a augmenté ses dettes à long et moyens terme de 9.45% par rapport à 2012, quant aux dettes à court terme elles restent la première source de financement avec un taux de 40.51%.



Source : Nos regroupements à partir des données de l'entreprise.



Source : nos regroupements à partir des données de l'entreprise

Pour les années 2014 et 2015, la situation financière se résume comme suit :

Des fonds propres d'un taux de 24.79% du total passif, des dettes à long et moyens terme avec un taux de 37%, soit 10% de plus par rapport à 2013, et des dettes à court terme de 35% et 37% respectivement en 2014 et 2015.

2.2. Calcul du coût des ressources après la cotation en bourse

Le coût moyen pondéré du capital comme son nom l'indique est le coût moyen de toutes les sources de financement de l'entreprise. Il représente la pondération de la rentabilité exigée par les actionnaires en retour du capital qu'ils ont apporté à l'entreprise, et le taux de l'endettement net. Cet indicateur est un élément fondamental de la finance d'entreprise, dans la mesure où il permet à l'entreprise de mieux choisir les sources de financement de ses investissements, et d'analyser la création de valeur au niveau interne qu'externe.

D'après l'expert comptable qui a fait l'évaluation de l'entreprise en 2013, le coût du capital est estimé à 11.8% et ne change sur toutes les années d'étude.

2.3. Indicateurs de mesure de la création de valeur après la cotation

On a mesuré la création de valeur au sein de l'entreprise NCA Rouïba par plusieurs indicateurs avant sa cotation en bourse, soit pour les années 2011 et 2012. Dans ce point, on va analyser cette création de richesse pendant et après l'année de cotation, pour pouvoir signaler si cette dernière a eu une influence positive ou négative sur cette richesse, en utilisant plusieurs indicateurs.

2.3.1. Les indicateurs de rentabilité économique et financière

2.3.1.1. La rentabilité économique

Pour calculer la rentabilité économique, on doit tout d'abord calculer le BFR et l'actif économique suivant les formules précitées.

Tableau n°11 : Appréciation du BFR pour les trois années 2013, 2014, 2015

Années	Après la cotation		
	2013	2014	2015
Stocks et encours	1 059 612 751	1 043 003 061	1 164 305 624
Créances	1 057 668 087	1 386 693 346	1 633 134 795
Dettes à court terme	2 221 107 869	2 546 409 218	3 140 848 630
BFR	-103 827 031	-116 712 811	-343 408 211

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

D'après le tableau ci-dessus, on constate que NCA a dégagé un besoin en fonds de roulement négatif durant l'année de cotation, cela montre que les ressources cycliques recouvrent parfaitement les emplois cycliques. On remarque aussi que le BFR a diminué durant les deux années suivant la cotation 2014 et 2015 de 17.7% et 11.6% respectivement, cela revient à l'augmentation des dettes à court terme de 23.3% en 2015 par rapport à 2013.

Tableau n°12 : Actif économique net de 2013, 2014, 2015

Années / Désignations	Après la cotation		
	2013	2014	2015
Immobilisations nettes	3 190 938 414	4 553 849 211	5 302 557 992
BFR	-103 827 031	-116 712 811	-343 408 211
Disponibilité	174 363 692	226 128 876	240 206 347
Actif économique net	3 261 475 075	4 663 265 276	5 199 356 128

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

L'actif économique net a augmenté en 2014 par rapport à 2013 de 42.9%, et de 11.4% en 2015 par rapport à 2014, cette hausse a été le résultat de l'accroissement des immobilisation nettes de 42.7% en 2014 par rapport à 2013, et de 16.4% en 2015 par rapport à 2014.

Tableau n°13 : Calcul de la rentabilité économique pour les années 2013, 2014, 2015

Années / Désignations	Après la cotation		
	2013	2014	2015
Résultat d'exploitation	382 619 322	454 397 817	439 791 029
Actif économique	3 261 475 075	4 663 265 276	5 199 356 128
Rentabilité économique	11.73	9.74	8.45

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

On remarque une baisse progressive du rendement de l'actif économique net, soit de 1.99% en 2014 par rapport à 2013, et 1.29% en 2015 par rapport à 2014. En comparant la rentabilité économique obtenue au coût moyen pondéré du capital qui est de 11.8%, on déduit que l'entreprise NCA Rouïba durant l'année 2013, elle a dégagé une rentabilité économique égale au coût des ressources employé, tandis qu'en 2014 et 2015 sa rentabilité économique est inférieure au coût du capital ce qui montre qu'elle a détruit de la valeur.

2.3.1.2. La rentabilité financière

Tableau n°14 : Calcul de la rentabilité financière pour les années 2013, 2014, 2015

	Après la cotation		
Années	2013	2014	2015
Désignations			
Résultat net	228 869 539	310 853 613	188 985 195
Capitaux propres	1 754 898 385	1 981 114 938	2 068 196 733
Rentabilité financière	13.04	15.69	9.13

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

D'après le tableau ci-dessus, on a observé que NCA a réalisé une rentabilité financière importante en 2013, ainsi qu'en 2014 avec une hausse de 2.65% par rapport à 2013. Cela est expliqué par l'accroissement d'une part du résultat net de 35%, et d'autre part par les capitaux propres de 12.8%. Mais en 2015, elle a connue une forte baisse par rapport à 2014 soit de 6.5% justifiée par la diminution du résultat net de 39% malgré que les capitaux propres aient augmenté de 4.3%.

2.3.2. Mesure de l'EVA après la cotation

Dans la première partie, on a calculé l'EVA de l'entreprise NCA Rouïba avant sa cotation à la bourse d'Alger. Pour apprécier l'évolution de cet indice, on va le calculer pour l'année de cotation et les deux années qui la suivent.

Tableau n°15 : Calcul du ROIC pour les années 2013, 2014, 2015

Années / Désignation	Après la cotation		
	2013	2014	2015
Résultat d'exploitation	382 619 322	454 397 817	439 791 029
Capital investi	5 482 582 945	7 209 674 495	8 340 204 758
ROIC	6.97	6.30	5.27

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

A partir de ces résultats, on constate que malgré l'augmentation du capital investi, son rendement est en diminution continue, d'où on retient que les capitaux employés dans l'investissement durant les années 2014 et 2015 n'ont pas apporté un grand rendement pour l'entreprise.

Tableau n°16 : calcul de l'EVA pour les années 2013, 2014, 2015

Années / Désignation	Après la cotation		
	2013	2014	2015
Capital investi	5 482 582 945	7 209 674 495	8 340 204 758
ROIC	6.97	6.30	5.27
WACC	11.8	11.8	11.8
EVA	-26 480 875 624	-39 653 209 723	-54 461 537 070

Source : Nos regroupements à partir des états financiers collectés de NCA Rouïba.

D'après les résultats de ce tableau, on remarque que l'indice de valeur EVA est négatif durant les trois années 2013, 2014 et 2015 : -26 480 875 624, -39 653 209 723 et -54 461 537 070 respectivement. Cela est expliqué par le fait que les rendements du capital investi sont en baisse continue, et sont inférieurs au coût moyen pondéré du capital. En se référant à ce qu'on a vu dans le deuxième chapitre, on conclut que NCA n'a pas créé de la valeur au niveau interne durant les trois années, bien au contraire elle a détruit de la valeur.

2.3.3. Mesure de la création de valeur par l'indicateur « MVA »

L'objectif de toute entreprise ne se résume pas seulement à la réalisation des résultats nets positifs, mais aussi à la création de valeur. Pour les entreprises cotées en bourse, cette dernière doit être réalisée sur deux niveaux : au niveau interne, on parle de la création de valeur intrinsèque, et au niveau externe on parle alors de la création de valeur boursière.

Dans le cas qu'on a pris : NCA Rouïba, qui est une entreprise cotée à la bourse d'Alger, la création de valeur est mesurée au niveau interne par l'indice EVA, mais aussi au niveau externe par l'indice MVA.

La formule de l'indice MVA se présente comme suit :

$$MVA = VM - VCI$$

Avec, VM : Valeur de marché des capitaux investis (capitalisation boursière)

VCI : Valeur comptable des capitaux investis (Capitaux propres)

Pour la capitalisation boursière, elle est calculée par la formule suivante :

$$Capitalisation\ boursière = Cours\ boursier * nombre\ d\ action$$

Notant bien qu'on a pris le cours boursier de la clôture de chaque année d'étude, c'est-à-dire au 31/12.

Tableau n°17 : Calcul de la capitalisation boursière pour les trois années 2013, 2014, 2015

Années / Désignation	Après la cotation		
	2013	2014	2015
Cours boursiers	405	365	355
Nombre d'action en circulation	8 491 950	8 491 950	8 491 950
Capitalisation boursière	3 439 239 750	3 099 561 750	3 014 642 250

Source : Nos regroupement à partir des données collectée de NCA et sur le site de la bourse d'Alger.

On remarque que la valeur de marché des capitaux investis baisse durant les trois années, en effet elle diminue de 2014 par rapport à 2013 d'un taux de 9.8%, et de 2015 par rapport à 2014 de 2.73%. Cela est expliqué par la diminution de la valeur de l'action sur le marché boursier de 405 DA à 355Da.

Tableau n°18 : Appréciation de l'indice MVA pendant la période 2013-2015

Années / Désignation	Après la cotation		
	2013	2014	2015
Capitalisation boursière	3 439 239 750	3 099 561 750	3 014 642 250
Valeur comptable des capitaux propres	1 754 898 385	1 981 114 938	2 068 196 733
MVA	1 684 341 365	1 118 446 812	946 445 517

Source : Nos regroupement à partir des données collectée de NCA et sur le site de la bourse d'Alger.

Suite aux résultats obtenus dans le tableau ci-dessus, on remarque que la MVA est positive durant les trois années, cela revient au fait que la valeur du marché des capitaux propres est supérieure à leur valeur comptable.

Ces résultats montrent que NCA Rouïba est créatrice de valeur d'un point de vue externe, indiquant de ce fait que le marché est optimiste quant à la capacité de NCA Rouïba à créer de la valeur.

A l'appui de ces résultats, il semble qu'il y a une bonne appréciation du marché malgré une destruction de valeur au niveau interne. Ainsi, à des EVA négatives correspondent des MVA positives.

Conclusion

L'objectif de ce dernier chapitre, était de mesurer la création de valeur au sein de NCA Rouïba à travers plusieurs indicateurs, et ce pour pouvoir porter un jugement sur sa situation financière. A partir des résultats qu'on a obtenus, on peut juger NCA Rouïba, qui est cotée à la bourse d'Alger, comme une entreprise destructrice de valeur au niveau interne, mais créatrice de valeur au niveau externe.

En termes de rentabilité comptable, l'entreprise NCA Rouïba a dégagé des bénéfices rentables durant les cinq années qu'on a étudié mais en les comparants au coût du capital, « NCA Rouïba » ne crée guère de la valeur intrinsèque.

Par ailleurs, la création de valeur nécessite une meilleure compensation du coût des ressources appréhendé par le coût du capital.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Conclusion générale

L'objectif de notre mémoire était d'étudier le choix de la structure financière et son impact sur le coût du capital d'une entreprise cotée en bourse.

Pour atteindre cet objectif, nous avons présenté dans le premier chapitre les fondements théoriques des décisions de financement. En effet, la conception de la structure financière des entreprises, entendue comme la répartition des dettes financières et des fonds propres, est très importante. L'objet du premier chapitre de notre mémoire est de présenter le débat existant à ce propos. Il s'agit ici de relater l'importante littérature théorique développée au cours des années précédentes sur le sujet des déterminants de la structure financière et aussi de souligner la variété des approches conduisant à des hypothèses divergentes¹¹⁸.

Sur la base de la première hypothèse : la structure financière est neutre selon Modigliani et Miller (MM). En 1958, ils étaient les premiers à traiter ce sujet. Ces auteurs ont démontré à travers leurs propositions, qu'en présence de marché parfait et en absence de conflits d'objectifs, de coûts de faillite et des anomalies liées à la fiscalité, la valeur de la firme est indépendante de sa structure de financement, c'est-à-dire qu'il n'y a aucune influence sur la création de valeur de l'entreprise quelque soit le mode de financement : une source de financement interne à l'entreprise qui s'agit des fonds propres ou une source de financement externe à l'entreprise qui représente l'endettement.

Sur la base de la seconde hypothèse selon laquelle la structure financière est optimale, de nombreux travaux ont remis en cause l'hypothèse de perfection des marchés (la neutralité); Suite à ces critiques, Plusieurs théoriciens et en particulier Modigliani et Miller ont corrigé leur première approche par l'élaboration de leur article de 1963. Dans cet article, ils réintroduisent l'influence de la fiscalité, les coûts de faillite et les coûts d'agence, ainsi ils reconnaissent le rôle important de la dette dans le financement de l'entreprise du fait de la déductibilité fiscale de la charge financière qu'elle entraîne. Il résulte alors que la valeur de l'entreprise endettée est plus grande que la valeur de celle qui ne l'est pas. Par conséquent, une structure financière optimale peut exister et correspond, selon MM (1963), à une combinaison de fonds propres et dettes.

¹¹⁸Ydriss ZIANE, Op.citées, page 20.

Pour financer ses investissements, l'entreprise peut donc opter pour différentes sources de financement. Comme on l'a vu dans la deuxième section du premier chapitre on distingue généralement trois formes : les fonds propres, les dettes et les quasi-fonds propres.

Dans le deuxième chapitre, nous avons étudié le coût du capital et son impact sur la création de valeur. Tout d'abord, une première partie qui porte sur le coût du capital, lequel est un concept majeur et essentiel de la finance d'entreprise. Défini comme la moyenne des coûts des différentes sources de financement, il sert essentiellement à évaluer la rentabilité des projets d'investissement, et est au centre de la mesure de la création de valeur.

Nous avons vu que la détermination du coût moyen pondéré du capital, ou simplement du coût du capital, nécessite l'appréciation de deux coûts.

En premier lieu, le coût des capitaux propres qui représente le rendement exigé par les apporteurs de fonds propres (les actionnaires), dont on a fait l'estimation suivant deux méthodes principales : les modèles actuariels et le MEDAF. En deuxième lieu, le coût de la dette qui représente le taux de rendement interne des flux monétaires empruntés. Ce coût exprime la moyenne des coûts de chaque type de dette que détient l'entreprise.

Ensuite, une deuxième partie qui porte sur la création de valeur, ce sujet est devenu une préoccupation pour les entreprises. Pour qu'une entreprise attire des investisseurs, et soit jugée performante, il ne suffit plus de dégager des résultats bénéficiaires, mais en plus de ça elle doit créer de la valeur. Une firme créatrice de valeur est une firme qui arrive à générer des profits supérieurs à la rentabilité que les actionnaires exigent ; autrement dit, créer de la valeur c'est pouvoir rémunérer les capitaux apportés par les actionnaires.

On a tenu compte de trois indicateurs essentiels pour la mesure de la création de valeur :

- L'indice EVA qui mesure la création de valeur intrinsèque ;
- La MVA qui mesure la création de valeur boursière ;
- Les autres indicateurs : les ratios de rentabilité économique et financière.

Pour mettre en évidence les recherches qu'on a tenues dans le premier et le deuxième chapitre, on a étudié l'impact du choix de la structure financière sur le coût du capital d'un cas réel qui est l'entreprise cotée en bourse NCA Rouïba.

Dans le dernier chapitre, nous avons réalisé une étude empirique sur l'estimation du coût du capital et la mesure de la création de valeur, dans le but d'appliquer le contexte des deux premiers chapitres sur un cas réel, et de vérifier les hypothèses posées tout au début de ce travail.

Pour cela, nous avons scindé ce chapitre en deux sections, la première a porté sur la présentation du cas étudié « La Nouvelle Conserverie Algérienne » qui est une entreprise dont les activités principales sont la fabrication, le conditionnement et la commercialisation des jus de fruits sous la marque « Rouïba ».

Dans la deuxième section, nous avons procédé à l'appréciation du coût du capital, et à l'analyse de la création de valeur au sein de NCA, avant et après sa cotation à la bourse d'Alger, en s'appuyant sur des données qu'on a tirées des états financiers de l'entreprise, nous signalons que celles-ci ne sont pas retraitées.

Pour la contrainte d'insuffisance de données, on n'a pas pu calculer le coût du capital mais on a pris celui estimé par le cabinet d'expertise comptable qui est de 11.8%.

A partir de ce coût, on a analysé la création de valeur au sein de NCA avant et après sa cotation à la bourse. A partir du moment où le rendement des capitaux investis est inférieur au coût de ceux-ci durant la période allant de 2011 à 2015, nous avons obtenu l'indice EVA, qui représente un indicateur de mesure de la création de valeur intrinsèque, négatif pour les cinq années, cela montre que NCA n'a pas été en mesure de créer de la valeur au niveau interne.

Nous n'avons pas limité la mesure de la création de valeur au niveau interne, mais nous avons aussi analysé la création de richesse au niveau boursier par l'indice MVA, durant les trois années après sa cotation en bourse (2013, 2014 et 2015). Les calculs de la MVA sont ressortis positifs, et cela revient au fait que la valeur de marché des capitaux propres est supérieure à leurs valeurs comptables et ce durant les trois années (2013, 2014 et 2015). Ceci montre que NCA, malgré qu'elle soit destructrice de valeur au niveau interne, elle en crée au niveau externe.

Selon les résultats qu'on a obtenus lors de nos recherches, l'hypothèse où « le choix d'une structure financière comportant en partie des fonds propres, et en partie des dettes a influencé la création de valeur au sein de NCA Rouïba » est vérifiée. Cependant la deuxième hypothèse énonçant « il n'existe aucun impact de la structure financière sur le coût du capital de l'entreprise » se voit rejetée.

Comme tout travail de recherche, le nôtre présente des insuffisances qui restent au tant de pistes de recherche à développer dans le futur.

BIBLIOGRAPHIE

Bibliographie

Ouvrages

- **ALBOUY M.** « Financement et coût du capital des entreprises », EYROLLES, Paris 1991.
- **ALBOUY M.** « Décision de financement et création de valeur », ECONOMICA, Paris, 2005.
- **BERK J. et DEMARZO P.** « Finance d'entreprise », 2^{ème} Edition.
- **CHARREAUX G.** « Le gouvernement des entreprises, corporate governance, théories et faits », ECONOMICA, Paris 1997.
- **D'ARCIMOLES CH. et SAULQUIN JY.** « Finance Appliquée : Analyse financière », EDUCAPOLE gestion.
- **DE LA BRUSLERIE H.** « Analyse financière : Information financière, diagnostic et évaluation », 4^e édition, DUNOD, Paris 2010.
- **BERK J. et DeMarzo P.** « Finance d'entreprise », Adaptation française par : **CAPELLE-BLANCARD G. et COUDERC N.** Avec la collaboration de **NALPAS N.**, Pearson, 2014.
- **MOURGUES N.** « Financement et coût du capital de l'entreprise », ECONOMICA, Paris 1993.

Revue

- **ALBOUY M.** « Théories, applications et limites de la mesure de la création de valeur », revue française de gestion, 2006/1, n°160.
- **BANCEL F.** « Le coût du capital : théories, mesures et pratiques », Revue - Banque, PARIS, 2014.
- **CHARREAUX G.** « Théorie financière et stratégie financière », revue française de gestion, 2006/1, n°160.
- **GUY N.** « Théorie de l'agence et concession des chemins de fer français au 19^{ème} siècle », revue d'économie industrielle, n°125.
- **JEAN JACQUET D.** « Rentabilité et valeur : EVA et MVA », revue analyse financière, Septembre 1997.

- **ZEKRI I.** « L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée EVA », Communication dans un congrès, Comptabilité et connaissance, France, MAI 2005.

Thèses et mémoires

- **ASSOUSS N.** « L'impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger : cas de SAIDAL et l'E.G.H AURASSI », Thèse de doctorat, UMMTO de Tizi Ouzou , Juin 2015.
- **ADJOUA M.** «L'impact de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises cotées à la bourse régionale des valeurs mobilières », Mémoire présenté au centre africain d'étude supérieur en gestion, promotion 2001/2003.
- **BAKKOUR D.** « Etude et synthèse : un essai de définition du concept de gouvernance », mémoire présenté au niveau d'laboratoire MONTPELLIERAIN d'économie théorique et appliquée, Décembre, 2013.
- **BEN MAHMOUD H.** « L'impact des innovations financières sur la performance financière des banques tunisiennes : cas des banques cotées en bourse », Institut supérieur de gestion de GABES, Mastère de recherche en finance, 2012.
- **BEN MOUSSA F.** « Gouvernance et création de valeur », Mémoire de Mastère, Ecole supérieure de commerce, Tunis, 2005.
- **BENOUDA O.** « Le financement par obligations convertibles : le cas français », Thèse de doctorat, Université Paris 9, 1996.
- **BERKAL S.** « Les relations banques / entreprises publiques : portées et limites », Mémoires de magister, UMMTO de Tizi Ouzou, juin 2012.

- **BOUSSADIA H.** « La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant : cas de l'entreprise publique algérienne », Thèse de doctorat, Université Abou Bekr Belkaid, Tlemcen, 2014.
- **CHERIF M. et DUBREUILLE S.** « Création de valeur et capital-investissement », Synthèse de cours & exercices corrigés, collection Synthex.
- **JAHMANE A.** « La fidélisation des parties prenantes centrales (actionnaires et personnels) et leur impact sur la performance financière de l'entreprise », Thèse de doctorat, Université de Lille 1, 2012.
- **KARTOBI SE.** « Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement : cas des sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca », Thèse de doctorat, Université de CADI AYYAD et Université de NICE SOPHIA ANTIPOLIS, Avril 2013.
- **KERKENI I.** « Vers un nouveau cadre d'analyse du gouvernement d'entreprise : la gouvernance des PME », mémoire de Mastère, Tunis 2008.
- **MAHAWA D.** « L'intangibilité du capital social et la protection juridique des créanciers sociaux », Mémoire de fin d'étude, Université GASTON BERGER de SAINT LOUIS, 2006.
- **MARION F.** « La conversion de créance en capital », Mémoire master, Université Paris II Panthéon-Assas, Mai 2011.
- **NGALULA KADIMA A.** « Appréciation de la performance financière des entreprises publiques à travers leur structure financières », Mémoire de fin d'étude, Université de KINSHASA, 2012.
- **PECASSIOH VENANCE Q.** « Diagnostic financier et performance d'une entreprise en cote d'Ivoire », Mémoire de fin d'étude, Ecole supérieure de gestion, PARIS, 2007.

- **STIRIBA L.** « L'impact de la décision de financement et de la politique de dividende sur la valeur actionnariale et partenariale : vers une modélisation pour l'aide à la prise de décision financière et managériale au sein des entreprises marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca », Thèse de doctorat, Ecole Nationale de commerce et de gestion, AGADIR, Février 2013.
- **YAZAMI J.** « Crédit-bail et financement des entreprises, Mémoire de fin d'étude, Université D'AGADIR 2010.
- **ZIANE Y.** « Structure financière, relations bancaires de long terme et financement inter-entreprise des PME Françaises », Thèse de doctorat, Université de PARISX-NANTERRE, Novembre 2004.

Sites web

- Cours d'économie d'entreprise, Thème « Le financement de l'entreprise » : <http://www.oeconomia.net/private/cours/economieentreprise/themes/Lefinancementdesentreprise.pdf>.
- « Le coût du capital », extrait d'un cours : <http://leguidedurentier.free.fr/documents/cmpe.pdf>.
- **PHILIPPE B.** « Le modèle de Black-Scholes », page 1.
- Black & Scholes : Une première approche, publié le 08/07/2011 par Stratégies Options : <http://www.strategies-options.com/fic/5-black-scholes-une-premiere-approche.html>.
- MODÈLE D'évaluation des options de BLACK & SCHOLES, publié sur : Cours gratuits d'Eco. Et gestion : <http://gestion.coursgratuits.net/economie/modele-d-evaluation-des-options-de-black-et-scholes.php>.
- Modèle Black-Scholes D'EVALUATION DU PRIX D'UNE OPTION, publié sur [lexinter.net](http://www.lexinter.net) : http://www.lexinter.net/JF/modele_black_scholes.htm.

- **MEDDEB H.** « La théorie de la gouvernance d'entreprise », publié Aout 2012 sur le monde des sciences.com : <http://le-monde-des-sciences.blogspot.com/2012/08/la-theorie-de-la-gouvernance-dentreprise.html>.
- Théorie financière de signalisation, publié en mai 2007 sur études et analyses.com : <https://www.etudes-et-analyses.com/administratif/finance/memoire/theorie-financiere-signalisation-319851.html>.
- Crédit professionnels.com « Les fonds propres : Financer son entreprise en interne », publié le 06/02/2014 par Portail des PME.fr : <http://portail-des-pme.fr/financer-son-entreprise/les-fonds-propres-financer-son-entreprise-en-interne>.
- **GAETAN B.** « Capacité d'autofinancement, calcul et analyse », publié sur le club MY BUSINESS PLAN, <http://www.my-business-plan.fr/caf>.
- « L'autofinancement » publié le 18/03/2017 sur L-Expert-comptable.com : <https://www.l-expert-comptable.com/a/529851-l-autofinancement.html>.
- **THIBAUT C.** « La comptabilisation d'une augmentation de capital » Article publié Sur compta-facile LE 17/12/2013 : <https://www.compta-facile.com/comptabilisation-d-une-augmentation-de-capital/>.
- « Incorporation des réserves », publié sur ActuFinance.fr : <http://definition.actufinance.fr/incorporation-de-reserves-783/>.
- **FACON P.** « Le compte courant d'associé », publié sur le coin des entrepreneurs.fr le 10/10/2016 : <https://www.lecoindesentrepreneurs.fr/compte-courant-associe/>.
- « Le revenu de l'investisseur à long terme », publié sur www.edubourse.com: <https://www.edubourse.com/guide-bourse/dividendes.php>.

**Liste des tableaux et des figures et des
abréviations**

Liste des tableaux

N° tableau	Titre du tableau	Page
1	Représentation des types du crédit bail	30
2	Répartition du capital à la constitution (en 1966)	67
3	Présentation des principaux évènements marquant NCA pendant la période 1966-2013	69
4	Calcul du coût du capital pour l'année 2011, 2012	75
5	Calcul du Besoin en Fonds de Roulement pour les années 2011, 2012	76
6	Actif économique net de 2011, 2012	77
7	Calcul de la rentabilité économique pour les années 2011, 2012	77
8	Calcul de la rentabilité financière pour les années 2011, 2012	78
9	Le calcul du ROIC pour les années 2011, 2012	79
10	Le calcul de l'indice de création de valeur intrinsèque « EVA » pour les années 2011, 2012	80
11	Appréciation du BFR pour les trois années : 2013, 2014, 2015	83
12	Actif économique net de 2013, 2014, 2015	84
13	Calcul de la rentabilité économique pour les années 2013, 2014, 2015	84
14	Calcul de la rentabilité financière pour 2013, 2014, 2015	85
15	Le calcul du ROIC pour 2013, 2014, 2015	86
16	Calcul de l'EVA pour 2013, 2014, 2015	86
17	Calcul de la capitalisation boursière pour 2013, 2014, 2015	88
18	Appréciation de l'indice MVA pendant la période 2013-2015	88

Liste des figures et schémas

N°	Titre des figures et des schémas	Page
Figure n°1	Market Value Added « MVA »	61
Figure n°2	La structure financière de NCA Rouïba pour les années 2011,2012	73
Figure n°3	La structure du capital de NCA Rouïba pour les trois années : 2013, 2014 et 2015	81
Schéma n°1	Représentation du coût moyen pondéré du capital	50
Schéma n°2	Les axes de mesure de la performance	53
Schéma n°3	La représentation de la performance	56
Schéma n°4	Représentation de la performance comme un ensemble de décisions	57

Liste des abréviations

Abréviations	Significations
NCA	Nouvelle Conserverie Algérienne
M&M	Modigliani et Miller
MEDAF	Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers
IFRS	International Financial Reporting Standards
B-S	Black et Scholes
CG	Corporate Governance
J&M	Jensen et Meckling
CAF	Capacité d'Autofinancement
EBE	Excédent Brut d'Exploitation
AGE	Assemblée Générale Extraordinaire
ANG	Action Nouvelle Gratuite
DA	Droit d'Attribution
COB	Commission des Opérations de Bourses
SICOMI	Sociétés Immobilières pour le Commerce et l'Industrie
SARL	Société A Responsabilité limitée
SPA	Société Par Action
SAS	Société par Action Simplifiée
SA	Société Anonyme
SNC	Société en Nom Collectif
SCA	Société en Commandite par Actions
OBSA	Obligation à Bon de Souscription d'Achat
G&S	Gordon et Shapiro
PER	Price Earning Ratio
CMPD	Coût Moyen Pondéré de la Dette

CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
RH	Ressources humaines
SI	Système d'Information
ROE	Return On Equity
ROA	Return On Assets
EVA	Economic Value Added
ROIC	Return On Invested Capital
WACC	Weighted Average Cost of Capital
MVA	Market Value Added
VM	Valeur de marché des Capitaux investi
VCI	Valeur Comptable des Capitaux investis
ROCE	Return On Capital Employed
DLMT	Dette à Long et Moyen Terme
DCT	Dette à Court Terme
Kcp	Coût des fonds propres
Vcp	Fonds propres
Vd	Endettement Net
Kd	Coût de la dette
T	Taux d'imposition sur les bénéfices
Rf	Taux sans risque
Rm	Rendement du marché
β	Coefficient de risque systématique de l'action
BFR	Besoins en Fonds de Roulement

ANNEXES

Table des matières

INTRODUCTION GENERALE	02
CHAPITRE 1 : Les fondements théoriques des décisions de financement	
Introduction	08
Section 1 : Les apports anciens et récents de la théorie financière	08
1. Les principales caractéristiques de l'approche financière	08
1.1. La finance académique avant 1958	08
1.2. Les travaux de Modigliani et Miller : quel apport à la théorie financière	09
1.3. L'évaluation du prix du risque et sa prise en compte dans le choix des investissements selon Sharpe et Litner	11
1.4. Le modèle de Black et Schools	12
2. Remise en cause du cadre traditionnel de la théorie financière	13
2.1. Risque de défaillance	13
2.2. L'émergence de la gouvernance d'entreprise.....	14
2.2.1. L'apport de la théorie de l'agence de Jensen et Meckling 1976	15
2.2.2. L'apport de la théorie de signal	16
2.2.3. L'apport de la théorie des coûts de transaction	17
Section 2 : Les décisions de financement	19
1. L'apport des fonds par les promoteurs de l'entreprise	19
1.1. La Capacité d'autofinancement	20
1.2. L'augmentation du capital	23
1.2.1. L'augmentation du capital en numéraire	23
1.2.2. L'augmentation du capital en nature	24
1.2.3. L'augmentation du capital par conversion des créances	25

1.2.4. L'augmentation du capital par incorporation des réserves	26
2. L'endettement comme principale source de financement	28
2.1. Les emprunts à long et moyen termes	28
2.1.1. Les emprunts indivis.....	28
2.1.2. Les emprunts obligataires	29
2.2. Les crédits-bails	30
3. Le financement par les quasi-fonds propres.....	31
3.1. Les comptes courant d'associé.....	31
3.2. Les obligations convertibles	33
3.3. Les prêts participatifs	34
Conclusion.....	36

Chapitre 2 : L'impact du coût du capital sur la création de valeur

Introduction	38
Section 1 : L'analyse de la rentabilité exigée par les actionnaires.....	38
1. L'estimation du coût des fonds propres par les modèles actuariels	39
1.1. Les dividendes et les plus values.....	39
1.2. Modèle d'actualisation des dividendes de Gordon-Shapiro.....	40
1.3. Le bénéfice par action et taux de capitalisation des capitaux propres.....	41
2. L'estimation du coût des fonds propres par les modèles d'évaluation des actifs financiers	43
2.1. Risque d'un actif financier	43
2.2. Le modèle d'équilibre des actifs financiers « MEDAF ».....	43
2.3. Le Bêta et la rentabilité des actions	45

Section 2 : Le coût généré par le financement externe	46
Section 3 : Indicateurs de mesure de la création de valeur	52
1. La performance d'une entreprise	52
1.1. La performance économique	54
1.2. La performance financière	56
2. La performance boursière.....	58
3. Les indicateurs de mesure de la création de valeur	59
3.1. EVA comme indicateur économique de la création de valeur	59
3.2. MVA et la création de valeur	61
3.3. Les ratios de rentabilité	62
3.3.1. Ratio de rentabilité économique.....	62
3.3.2. Ratio de rentabilité financière	63
Conclusion.....	63
Chapitre 3 : Cas de « NCA Rouïba » comme illustration des développements théoriques	
Introduction	66
Section 1 : Historique de NCA Rouïba	67
1. Présentation de l'entreprise.....	67
2. Date et lieu de dépôt des statuts.....	67
3. Forme juridique.....	68
4. Lieu de consultation des documents juridiques	68
5. Assemblées générale.....	68
6. L'origine et objectif de l'introduction en bourse	69
7. Les principaux événements ayant marqué l'entreprise	70
Section 2 : Analyse du coût du capital et la création de valeur avant et après la cotation de NCA Rouïba à la bourse d'Alger	73

1. L'impact de la structure financière sur le coût du capital et la création de valeur avant l'introduction en bourse pour la période allant 2011 à 2012.....	73
1.1. Analyse de la structure du capital	73
1.2. Calcul du coût du capital : définition et formule	74
1.3. Indicateurs de mesure de la création de valeur	76
1.3.1. Indicateur de rentabilité économique et financière.....	76
1.3.1.1. Indicateur de rentabilité économique.....	76
1.3.1.2. Indicateur de rentabilité financière	78
1.3.2. Calcul de l'Economic Value Added « EVA ».....	79
2. L'impact de la structure financière sur le coût du capital et la création de valeur après la cotation pour la période allant de 2013 – 2015	81
2.1. La structure financière après la cotation	81
2.2. Calcul du coût des ressources après la cotation.....	83
2.3. Indicateur de mesure de la création de valeur après la cotation	83
2.3.1. Les indicateurs de rentabilité économique et financière.....	83
2.3.1.1. La rentabilité économique	83
2.3.1.2. La rentabilité financière.....	85
2.3.2. Mesure de l'EVA après la cotation	85
2.3.3. Mesure de la création de valeur par l'indicateur MVA	87
Conclusion.....	88
CONCLUSION GENERALE	90
Bibliographie.....	93
Liste des Tableaux et des figures	101
Liste des abréviations.....	103
Annexes	104
Tables de matières	115

NCA-Rouiba en Chiffres

Bilan Actif, Bilan Passif, Compte de résultats

CHIFFRES EXPRIMÉS EN DOLLARS

BILAN ARRÊTÉ AU 31.12.2011					
ACTIF	NOTE	2011 BRUT	2011 AMO&PROV	2011 NET	2010
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	33 352 994	9 852 105	23 500 890	3 206 228
Immobilisations corporelles	4.2	3 225 603 973	1 227 815 570	1 997 788 403	1 605 265 411
Terrains		398 571 250	-	398 571 250	398 571 250
Bâtiments		350 349 201	71 181 219	279 168 171	296 533 972
Autres immobilisations corporelles		2 421 828 050	1 156 634 351	1 265 193 699	897 160 189
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations en cours		54 855 283	-	54 855 283	13 000 000
Immobilisations financières	4.3	28 018 760	-	28 018 760	43 502 767
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		4 260 000	-	4 260 000	30 520 339
Impôts différés actif		23 758 760	-	23 758 760	12 982 427
TOTAL ACTIF NON COURANT		3 286 975 796		2 048 308 061	1 651 874 405
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	893 821 077	46 307 217	847 513 861	494 660 340
Créances et emplois assimilés		1 036 639 466	133 691 540	902 947 926	499 559 317
Clients	4.5	693 825 190	133 691 540	560 133 650	445 615 300
Autres débiteurs	4.6	206 505 495	-	206 505 495	25 016 392
Impôts et assimilés	4.7	109 007 358	-	109 007 358	20 903 559
Autres créances et emplois assimilés	4.8	27 301 424	-	27 301 424	8 024 066
Disponibilités et assimilés		260 126 767	-	260 126 767	346 976 188
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie	4.9	260 126 767	-	260 126 767	346 976 188
TOTAL ACTIF COURANT		2 190 587 311		2 010 588 554	1 341 195 045
TOTAL GENERAL ACTIF		5 477 563 046		4 058 896 615	2 993 170 250

CHIFFRES EXPRIMÉS EN DOLLARS

BILAN ARRÊTÉ AU 31.12.2011			
PASSIF	NOTE	31.12.2011	31.12.2010
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		840 195 000	840 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		436 121 393	230 486 798
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		188 041 941	255 634 596
Autres capitaux propres		3 511 463	29 708 920
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 476 869 797	1 365 025 313
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	750 612 577	507 217 225
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	-	1 674 608
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	100 304 067	11 905 400
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		850 916 644	520 797 233
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 082 079 841	690 268 722
Impôts	5.5	166 185 048	117 046 683
Autres dettes	5.6	353 181 061	299 658 951
Trésorerie passif	5.7	130 664 225	373 347
TOTAL PASSIFS COURANTS		1 732 110 175	1 107 347 703
TOTAL GENERAL PASSIF		4 050 896 615	2 993 170 250

TABLEAU DE VARIATION DES CAPITALS PROPRES

Période du 01/01/2011 au 31/12/2011						
	Note	Capital social	Prime d'émission	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et résultat
Solde au 31 décembre 2009		840 195 000	137 687 166	-	-	140 508 552
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	-
Corrections d'erreurs significatives		-	-	-	-	-
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Dividendes payés		-	-	-	-	(18 000 000)
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	255 634 596
Solde au 31 décembre 2010		840 195 000	137 687 166	-	-	378 143 148
Réévaluation des immobilisations		-	-	-	-	-
Changement de méthodes comptables		-	-	-	-	(26 197 458)
Dividendes payés		-	-	-	-	(50 000 000)
Augmentation de capital		-	-	-	-	-
Résultat net de l'exercice		-	-	-	-	188 041 941
Solde au 31 décembre 2011		840 195 000	137 687 166	-	-	489 987 631

ANALYSE DE LA SITUATION FINANCIERE PAR LES RATIOS du nouveau Système de Rémunération

CHIFFRES EXPRIMÉS EN DOLLARS

	NOTE	31.12.2011	31.12.2010
Chiffre d'affaires	6.1	4 633 430 606	3 998 474 614
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	146 599 359	24 977 446
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		3 813 000	1 728 000
PRODUCTION DE L'EXERCICE		4 783 842 965	4 025 180 060
Achats consommés	6.3	(2 924 653 309)	(2 336 928 834)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(645 701 377)	(583 990 051)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(3 570 354 686)	(2 920 918 885)
VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION		1 213 488 280	1 104 261 176
Charges de personnel	6.5	(464 579 277)	(413 510 618)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(74 424 967)	(63 922 758)
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION		674 484 036	626 827 799
Autres produits opérationnels	6.7	5 011 701	25 975 850
Autres charges opérationnelles	6.8	(48 790 885)	(32 701 344)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(305 110 579)	(215 081 957)
Raprise sur pertes de valeur et provisions		36 396 830	-
RESULTAT OPERATIONNEL		361 991 104	405 020 349
Produits financiers	6.10	13 214 458	18 002 127
Charges financières	6.11	(109 221 283)	(76 322 708)
RESULTAT FINANCIER		(96 026 825)	(58 320 580)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMOTS		265 964 279	346 699 769
Impôts exigibles sur résultat ordinaire		(90 393 287)	(96 236 989)
Impôts différés sur résultats ordinaires		12 450 950	5 171 816
Total des produits des activités ordinaires		4 838 465 955	4 069 158 038
Total des charges des activités ordinaires		(4 650 424 014)	(3 813 523 442)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		188 041 941	255 634 596
Éléments extraordinaires (produits)		-	-
Éléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		188 041 941	255 634 596

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE PERIODE DU 01.01.2011 AU 31.12.2011

CHIFFRES EXPRIMÉS EN DOLLARS

	31.12.2011	31.12.2010
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles		
Résultat net	188 041 941	255 634 596
Ajustement pour :		
* Amortissements et provisions	235 733 677	215 081 957
* Variation des Impôts différés	(12 450 950)	(5 171 816)
* Variation des Stocks	(323 627 915)	(248 081 824)
* Variation des clients et autres créances	(301 041 981)	(88 890 332)
* Variation des Fournisseurs et autres dettes	345 246 819	140 990 736
* Plus ou moins values de cession nettes d'impôts	(1 700 000)	-
Flux de trésorerie générés par l'activité (A)	130 201 591	269 563 315
Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement		
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	(579 208 252)	(330 345 115)
Encaissements sur cession d'immobilisations	1 700 000	-
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières	26 260 339	-
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières	-	-
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (B)	(551 247 913)	(330 345 115)
Flux de trésorerie provenant des opérations de financement		
Dividendes versés aux actionnaires	(39 169 047)	(12 094 035)
Augmentation du capital en numéraire	-	-
Encaissements des subventions d'investissement	8 398 667	-
Emission d'emprunts	374 114 905	148 464 602
Remboursements d'emprunts	(139 438 501)	(114 544 626)
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement (C)	203 936 024	21 825 941
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)	(217 140 298)	(38 955 850)
Trésorerie au début de l'exercice	346 602 841	385 558 700
Trésorerie à la clôture de l'exercice	129 462 542	346 602 841
Variation de trésorerie	(217 140 298)	(38 955 850)

BILAN ARRETE AU 31.12.2013
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2013 BRUT	2013 AMO&PROV	2013 NET	2012 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	43 778 891	23 647 482	20 131 409	20 952 898
Immobilisations corporelles	4.2	4 753 169 011	1 623 217 678	3 129 951 333	2 384 759 181
Terrains		398 571 250	0	398 571 250	398 571 250
Bâtiments		447 994 117	100 161 465	347 832 652	312 422 769
Autres immobilisations corporelles		3 760 501 126	1 523 056 213	2 237 444 913	1 596 060 027
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations en cours		146 102 518	0	146 102 518	77 705 136
Immobilisations financières	4.3	40 855 673	0	40 855 673	34 976 096
Autres participations et créances rattachées		0	0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		3 060 000	0	3 060 000	5 010 000
Impôts différés actif		37 795 673	0	37 795 673	29 966 096

TOTAL ACTIF NON COURANT		4 837 803 574	1 646 865 160	3 190 938 414	2 440 688 175
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 122 849 330	63 236 578	1 059 612 751	907 407 607
Créances et emplois assimilés		1 195 373 445	137 705 358	1 057 668 087	1 063 842 011
Clients	4.5	928 052 214	137 705 358	790 346 856	680 918 960
Autres débiteurs	4.6	172 860 498	0	172 860 498	162 783 364
Impôts et assimilés	4.7	70 429 485	0	70 429 485	187 775 815
Autres créances et emplois assimilés	4.8	24 031 248	0	24 031 248	32 363 872
Disponibilités et assimilés		174 363 692	0	174 363 692	182 861 752
Placements et autres actifs financiers courants		4 788 000	0	4 788 000	0
Trésorerie	4.9	169 575 692	0	169 575 692	182 861 752
TOTAL ACTIF COURANT		2 492 586 467	200 941 936	2 291 644 531	2 154 111 370
TOTAL GENERAL ACTIF		7 330 390 041	1 847 807 097	5 482 582 945	4 594 799 546

BILAN ARRETE AU 31.12.2013
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2013	31.12.2012
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		676 833 846	564 163 334
Ecart de réévaluation		-	-
Résultat net		228 869 539	168 602 699
Autres capitaux propres		-	3 511 463
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 754 898 385	1 585 472 496
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	1 494 706 743	708 679 792
Impôts (différés et provisionnés)		3 645 260	-
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	8 224 687	120 141 415
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		1 506 576 690	828 821 207
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 334 090 677	1 121 817 918
Impôts	5.5	172 217 368	171 100 746
Autres dettes	5.6	516 970 256	386 695 528
Trésorerie passif	5.7	197 829 568	500 891 650
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 221 107 869	2 180 505 842
TOTAL GENERAL PASSIF		5 482 582 945	4 594 799 546

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2013 AU 31.12.2013

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NO TE	31.12.2013	31.12.2012
Chiffre d'affaires	6.1	6 032 294 441	5 669 817 158
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	14 508 722	166 504 084
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		6 046 803 162	5 836 321 243
Achats consommés	6.3	(3 562 949 876)	(3 616 401 032)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(949 581 759)	(828 514 468)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(4 512 531 635)	(4 444 915 500)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 534 271 527	1 391 405 743
Charges de personnel	6.5	(640 731 682)	(528 526 658)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(115 074 294)	(91 220 592)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		778 465 551	771 658 493
Autres produits opérationnels	6.7	7 606 478	39 643 564
Autres charges opérationnelles	6.8	(127 108 544)	(143 668 097)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(337 623 594)	(360 894 729)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		61 279 430	29 397 896
RESULTAT OPERATIONNEL		382 619 322	336 137 127
Produits financiers	6.10	22 103 744	15 091 358
Charges financières	6.11	(114 208 627)	(113 076 392)
RESULTAT FINANCIER		(92 104 883)	(97 985 034)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS		290 514 438	238 152 093
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(65 829 216)	(75 756 721)
Impôts différés sur résultats ordinaires		4 184 316	6 207 327
Total des produits des activités ordinaires		6 137 792 814	5 920 454 061
Total des charges des activités ordinaires		(5 908 923 276)	(5 751 851 362)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		228 869 539	168 602 699
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		228 869 539	168 602 699

BILAN ARRETE AU 31.12.2015
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2015 BRUT	2015AMO&PROV	2015 NET	2014 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	68 304 064	41 152 648	27 151 416	13 181 038
Immobilisations corporelles	4.2	7 688 147 300	2 443 435 530	5 244 711 770	4 486 129 061
Terrains		1 183 751 184	0	1 183 751 184	1 183 751 184
Bâtiments		922 838 083	171 070 774	751 767 309	797 757 546
Autres immobilisations corporelles		5 430 343 521	2 272 364 756	3 157 978 766	2 351 166 839
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations encours		151 214 512	0	151 214 512	153 453 493
Immobilisations financières	4.3	30 694 806	0	30 694 806	54 539 112
Prêts et autres actifs financiers non courants		2 034 391	0	2 034 391	1 614 391
Impôts différés actif		28 660 415	0	28 660 415	52 924 721
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 787 146 170	2 484 588 178	5 302 557 992	4 553 849 211
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 234 569 796	70 264 172	1 164 305 624	1 043 003 061
Créances et emplois assimilés		1 780 646 742	169 788 740	1 610 858 002	1 386 693 346
Clients	4.5	1 573 151 707	169 788 740	1 403 362 966	1 158 815 158
Autres débiteurs	4.6	80 974 412	0	80 974 412	134 907 092
Impôts et assimilés	4.7	74 868 544	0	74 868 544	65 911 892
Autres créances et emplois assimilés	4.8	51 652 079	0	51 652 079	27 059 205
Disponibilités et assimilés		240 206 347	0	240 206 347	226 128 876
Placements et autres actifs financiers courants		7 539 490	0	7 539 490	14 335 010
Trésorerie	4.9	232 666 857	0	232 666 857	211 793 866
TOTAL ACTIF COURANT		3 255 422 885	240 052 912	3 015 369 973	2 655 825 284
TOTAL GENERAL ACTIF		11 042 569 055	2 724 641 090	8 317 927 965	7 209 674 495

BILAN ARRETE AU 31.12.2015
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 030 016 538	820 783 885
Ecarts de réévaluation		-	-
Résultat net		188 985 195	310 853 613
Autres capitaux propres		-	282 440
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	2 068 196 733	1 981 114 938
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	3 117 402 307	2 676 780 567
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	5 143 251	1 728 774
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	8 613 837	3 640 997
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		3 131 159 396	2 682 150 338
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 367 058 312	1 255 300 864
Impôts	5.5	18 355 980	163 080 164
Autres dettes	5.6	806 802 573	718 996 498
Trésorerie passif	5.7	926 354 972	409 031 693
TOTAL PASSIFS COURANTS		3 118 571 837	2 546 409 218
TOTAL GENERAL PASSIF		8 317 927 965	7 209 674 495

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2015 AU 31.12.2015

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
Chiffre d'affaires	6.1	7 490 167 433	7 053 727 818
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	66 962 859	(8 788 499)
Subventions d'exploitation		-	1 251 776
PRODUCTION DE L'EXERCICE		<u>7 557 130 291</u>	<u>7 046 191 095</u>
Achats consommés	6.3	(4 520 098 571)	(4 150 717 902)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 157 586 303)	(1 038 591 810)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		<u>(5 677 684 874)</u>	<u>(5 189 309 712)</u>
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 879 445 417	1 856 881 382
Charges de personnel	6.5	(729 349 666)	(723 916 388)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(115 655 531)	(108 206 669)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 034 440 220	1 024 758 326
Autres produits opérationnels	6.7	12 238 979	11 592 505
Autres charges opérationnelles	6.8	(102 696 437)	(115 600 837)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(516 406 162)	(471 393 651)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		12 214 428	5 041 476
RESULTAT OPERATIONNEL		439 791 029	454 397 817
Produits financiers	6.10	33 609 894	27 595 211
Charges financières	6.11	(221 380 402)	(113 049 816)
RESULTAT FINANCER		(187 770 507)	(85 454 606)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		252 020 521	368 943 211
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(35 356 543)	(75 135 133)
Impôts différés sur résultats ordinaires		(27 678 783)	17 045 535
Total des produits des activités ordinaires		7 615 193 593	7 090 420 286
Total des charges des activités ordinaires		(7 426 208 398)	(6 779 566 672)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		188 985 195	310 853 613
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		188 985 195	310 853 613

le multiple de CA, le multiple d'EBITDA, le PER, le PER relatif, et le P/B (voir le glossaire à la fin de la notice pour les définitions).

1.4.1 La méthode des cash-flows actualisés (DCF)

Le principe de cette méthode est d'actualiser les flux futurs de trésorerie à un taux d'actualisation qui correspond au coût moyen pondéré du capital (ou WACC). La valeur des capitaux propres est obtenue en retranchant la valeur de la dette nette de la valeur d'entreprise.

Les paramètres suivants ont été utilisés pour la détermination du coût moyen pondéré du capital :

Tableau numéro 1 : coût moyen pondéré du capital

	2 012	2 013
Rf	3,0%	3,0%
Rm	13,0%	13,0%
Prime de risque (Rm - Rf)	10,0%	10,0%
Beta	0,9	0,9
Leveraged Beta	1,41	1,61
Coût des capitaux propres (Ke)	17,1%	19,1%
Moyenne Ke	18,1%	
Coût de la dette	5,7%	5,7%
Coût de la dette net d'impôt	4,5%	4,5%
WACC	11,8%	11,7%
Moyenne WACC	11,8%	

Il est utile de préciser que le taux sans risque a été calculé sur la base du taux estimé des Bons de Trésor sur 5 ans et majoré d'une prime de risque de 10 points de base fixée de manière prudente avec un décrochage par rapport aux primes de risque pratiquées sur les marchés financiers voisins (7 à 8% en Tunisie et 7,5% au Maroc).

Au-delà de la période de projection, une valeur terminale est calculée dans une perspective de continuité d'exploitation et d'une hypothèse de croissance à l'infini (au taux annuel de 2%) du flux de la dernière année de projection du business plan.