

RÉPUBLIQUE ALGÉRIENNE DÉMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITÉ MOULOU D MAMMERRI DE TIZI OUZOU
FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES SCIENCES DE GESTION
DÉPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIÈRES ET COMPTABILITÉ



MÉMOIRE DE FIN DE CYCLE

En vue de l'obtention du
Diplôme de Master en Sciences Financières et Comptabilité
Spécialité : **Finances de l'Entreprise**

Thème :

**ÉVALUATION DE L'OPÉRATION D'INTRODUCTION EN
BOURSE ET ANALYSE DES COMPORTEMENTS DU
COURS DE L'ACTION DANS LE MARCHÉ SECONDAIRE
– CAS DU CRÉDIT POPULAIRE D'ALGÉRIE –**

Réalisé par :

Mlle. MAHOUR Nassima

M. TAZEROUT Tarik

Encadré par :

M. ACHIR Mohammed

Soutenu le **15 juin 2025**, devant les membres du jury :

M. KEHRI Samir MCA, UMMTO Président

M. SEDDIKI Abderrahmane MAA, UMMTO Examineur

M. ACHIR Mohammed MCA, UMMTO Rapporteur

Année Universitaire 2024/2025

Remerciements

*Nous rendons grâce à **Allah** pour le courage, la persévérance et la patience qui nous ont permis de mener à bien ce travail.*

Ce mémoire a été rendu possible grâce à la contribution de plusieurs personnes.

*Nous exprimons notre profonde gratitude à notre directeur de mémoire, M. **ACHIR Mohammed**, pour son encadrement attentif et ses conseils avisés.*

Nous remercions aussi les membres du jury qui ont accepté d'évaluer ce travail.

Nous remercions également à l'ensemble des professeurs de l'Université Mouloud Mammeri pour la qualité de leur enseignement.

*Une mention particulière à M. **HADDADI Lounes** dont les conseils nous ont été précieux dans l'orientation de notre problématique.*

*Nous adressons également nos sincères remerciements à M. **MAZARI Sofiane**, notre encadrant au **Crédit Populaire d'Algérie**, pour son accueil, son accompagnement attentif et la richesse de ses retours durant notre stage.*

*Nous sommes également reconnaissant envers M. **BATOUCHE Belkacem**, directeur des opérations et de développement du marché à la **SGBV**, d'avoir partagé son expertise sur les marchés financiers, élément essentiel à la contextualisation de notre étude.*

*Un grand merci au personnel de la **bourse d'Alger**, ainsi que celui du **CPA** pour leur collaboration et leur aide précieuse dans l'accès aux ressources nécessaires.*



Dédicaces

Je dédie ce travail,

*À la mémoire de ma grand-mère, partie trop tôt, avant de voir ce moment...
mais sans elle, je n'en serais pas là.*

*À ma mère, pour son amour inébranlable et sa force silencieuse qui m'ont porté
jusqu'ici.*

À mes sœurs, merci d'avoir toujours cru en moi.

À mon binôme.

À mes amis, pour leur encouragement et leur soutien moral.

*Et à une personne particulière qui se reconnaîtra dans ces lignes pour sa
douceur et sa bienveillance*

Nassima M.

Dédicaces

À l'encre de ma gratitude,

Je dédie ce travail,

À ma famille, en particulier à mes parents,

Pour leur amour et leur soutien constants.

À Nassima Mahour,

Pour sa confiance et ses efforts.

À mes amis, compagnons de route,

Dont l'optimisme et la bienveillance ont apaisé mes doutes.

À toutes ces lumières qui, de près comme de loin,

Ont guidé mes pas, et continuent d'illuminer mon chemin.

Tarik T.

Sommaire

Introduction Générale	01
Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA	07
Section 1 : Fondements des introductions en bourse	09
Section 2 : Les introductions en bourse dans les marchés émergents : région MENA	24
Section 3 : Spécificités et perspectives du marché financier algérien	32
Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents	42
Section 1 : Méthodes ajustées d'évaluation de l'entreprise avant l'introduction en bourse	44
Section 2 : Mesures de la volatilité et de la performance de l'action après l'introduction	57
Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA	72
Section 1 : Contexte et Modalités de l'Introduction en Bourse du CPA	74
Section 2 : Analyse de la performance du titre de l'action CPA et enseignements	96
Conclusion Générale	123

Liste des Tableaux & Graphiques

Tableau 1 : Comparatif des contraintes structurelles (MENA vs autres marchés émergents)	27
Tableau 2 : Calcul de la valeur de la Banque par la méthode de l'actif net au 30 juin 2023...	86
Tableau 3 : Flux de trésorerie actualisés de la Banque.....	87
Tableau 4 : Méthode des multiples comparables.....	88
Tableau 5 : Synthèse de valorisation du CPA.....	89
Tableau 6 : Récapitulatif des résultats de la souscription par segments.....	90
Tableau 7 : Stratégie de communication financière mise en œuvre pour l'OPV du CPA.....	94
Tableau 8 : Comparaison des caractéristiques de quelques IPO algériennes	95
Tableau 9 : Rendement journaliers des dates clés	98
Tableau 10 : Cours moyens mensuels et les rendements associés.....	106
Tableau 11 : Rendements trimestriel du titre CPA.....	107
Tableau 12 : Volumes d'ordre d'achat et de vente des titres cotés à la Bourse d'Alger	113
Graphique 1 : Evolution du titre CPA.....	97
Graphique 2 : Volumes mensuels d'actions CPA échangées.....	105
Graphique 3 : Volumes d'ordre d'achat et de vente des titres cotés à la Bourse d'Alger	114

Liste des abréviations

ABS : Algerian Bank of Sénégal

AGEX : Assemblée générale extraordinaire

ANR : Actif Net Réévalué

APS : Agence de Presse Service

BADR : Banque de l'agriculture et du développement rural

BDL : Banque du développement local

BEA : Banque extérieure d'Algérie

BNA : Banque nationale d'Algérie

BOAL : Bulletin Officiel des Annonces Légales

BRVM : Bourse régionale des valeurs mobilières

BTPH : Bâtiment travaux publics et hydrauliques

BVMT : Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis

CDS : Credit Default Swaps

CMA : Comptoir Multiservices Agricole

CMPC : Coût moyen pondéré du capital

CNB : Conseil National de la Bourse

CNEP : Caisse nationale d'épargne et de prévoyance

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

CPA : Crédit populaire d'Algérie

CPE : Conseil des participations de l'État

DCF : Discounted Cash Flow

EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

EFSA : Egypt Financial Supervisory Authority

EGX : Egyptian Exchange

EPE : Entreprise publique économique

EVA : Economic Value Added

FMI : Fond monétaire international

IFRS : International Financial Reporting Standards

IOB : Intermédiaire en opérations de banque

IPO : Initial Public Offering

ISO : International Organization for Standardization

IVSC : International Valuation Standards Committee

MEDAF : Modèle d'évaluation des actifs financiers

MENA : Moyen-Orient et Afrique du Nord

MSCI : Morgan Stanley Capital International

OCDE : Organisation de coopération et de développement économique

OPV : Offre publique de vente

PER : Ratio cours/bénéfice

PEX : Palestine Exchange

PIB : Produit intérieur brut

PNB : Produit net bancaire

ROI : Return on Investissement

SGBV : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières

SPA : Société par action

SPAS : Société par actions simplifiée

Introduction Générale

Introduction Générale

En Algérie, l'épargne des ménages est substantielle, mais elle est souvent conservée sous forme de liquidités ou investie dans l'immobilier, plutôt que d'être utilisée pour financer des entreprises innovantes. Les petites et moyennes entreprises (PME), qui jouent un rôle essentiel dans l'économie, rencontrent des difficultés d'accès au financement, en partie en raison de la forte présence de l'État dans le secteur bancaire. L'Algérie affiche des ambitions de croissance économique et dispose d'un potentiel significatif, mais son système financier nécessite des réformes pour mieux soutenir le développement économique.

Ce constat, loin d'être généralisé, trouve un écho inattendu dans une initiative récente. En 2024, une étape historique est franchie : le Crédit Populaire d'Algérie (CPA), banque publique emblématique, ouvre une partie de son capital à la Bourse. Une première saluée comme une avancée majeure. Mais aujourd'hui, cette initiative soulève autant d'espoirs que d'interrogations. Les cours varient, les investisseurs hésitent, et les PME attendent des résultats. Loin d'être un échec, cet événement devient un cas pratique : peut-il amorcer une transformation profonde du système financier, ou restera-t-il une action isolée dans un environnement résistant au changement ? Ce dilemme illustre un défi commun aux économies émergentes : comment réveiller une épargne inactive pour en faire un moteur de développement, grâce à la finance directe.

Pour saisir l'enjeu, il faut remonter aux fondamentaux théoriques. La finance directe, qui permet aux entreprises de lever des fonds directement auprès des investisseurs sans passer par les banques, est un outil clé pour stimuler la croissance. Les marchés financiers encouragent l'innovation en finançant des projets risqués mais porteurs d'avenir.¹ Dans les pays développés, comme aux États-Unis, des plateformes comme le NASDAQ ont permis à des entreprises technologiques comme Nvidia ou Apple de devenir des leaders mondiaux grâce à des levées de fonds ambitieuses. En Chine ou en Inde, des milliers de PME ont grandi grâce à ces mécanismes, créant des emplois et attirant des investisseurs internationaux. Pour les économies émergentes, la finance directe offre une chance de diversifier les sources de financement et d'inclure davantage d'acteurs. Ces réussites montrent un principe universel : lorsque l'épargne circule, l'économie se dynamise. Cependant, cela nécessite des règles claires, une confiance dans les marchés et une éducation financière adaptée.

¹ Levine, R. (1997). *Financial development and economic growth: Views and agenda*. Journal of Economic Literature, 35(2), 688–726. (p. 695)

Introduction Générale

Or, en Algérie, la théorie se heurte à une réalité complexe. Le p présente un paradoxe frappant : une épargne importante (une grande partie orientée vers l'immobilier ou l'or) coexiste avec une Bourse peu active, où très peu d'entreprises sont cotées. Les PME, essentielles à l'économie, manquent cruellement de soutien financier. Ce blocage s'explique par des règles complexes, une méfiance ancrée envers les marchés financiers et la domination des banques publiques, qui contrôlent l'essentiel des ressources. Malgré des réformes récentes, comme l'ouverture partielle du capital des entreprises publiques, le marché financier reste timide, avec des échanges très limités comparés à d'autres pays.

Des pays voisins comme la Tunisie ou l'Égypte, dont les Bourses ont progressivement intégré des PME et attiré des capitaux étrangers malgré des défis similaires, montrent que des avancées sont possibles. En Tunisie, par exemple, des réformes réglementaires ont permis à des start-ups technologiques de lever des fonds, tandis qu'en Égypte, des privatisations partielles ont dynamisé le marché. Même la Palestine, malgré un contexte politique complexe, a développé des mécanismes alternatifs pour financer des PME via des plateformes collaboratives. Ces exemples régionaux offrent des pistes adaptées aux réalités maghrébines et moyen-orientales.

C'est dans ce contexte que l'expérience du CPA prend tout son sens. L'introduction en Bourse du CPA en 2024 marque une volonté de changement. En cédant 30 % de son capital, l'État cherche à moderniser le secteur bancaire, impliquer les citoyens et redynamiser la Bourse. Les premiers jours ont suscité un engouement médiatique et une participation forte des petits épargnants, un phénomène souvent observé dans les marchés émergents. Cependant, les variations rapides des cours révèlent des défis structurels : manque de transparence, absence d'investisseurs de long terme et méfiance persistante. Les introductions en Bourse dans ces contextes exigent patience, pédagogie et amélioration de la gouvernance. L'exemple de Saudi Aramco, dont l'entrée en bourse a finalement convaincu malgré les scepticismes, montre que des solutions existent.

Dans un monde en constante mutation, la capacité des entreprises à mobiliser des financements à long terme conditionne leur croissance et leur compétitivité. L'introduction en bourse s'impose comme un levier stratégique permettant à l'entreprise non seulement de lever des capitaux, mais également de gagner en visibilité, en crédibilité et en gouvernance. Si cette opération est bien documentée dans les économies développées, sa dynamique dans les marchés émergents reste marquée par des spécificités qui en complexifient l'analyse.

Introduction Générale

Dans les pays de la région MENA (Moyen-Orient et Afrique du Nord) et plus particulièrement en Algérie, le recours aux marchés financiers pour le financement des entreprises reste marginal. Les introductions en bourse y sont rares, souvent limitées à des entreprises publiques, et s'inscrivent dans des environnements marqués par une faible liquidité, une culture boursière peu développée et une régulation encore en maturation. Dans ce contexte, l'évaluation de la valeur d'une entreprise à l'entrée en bourse devient un exercice délicat, nécessitant des ajustements méthodologiques significatifs. De plus, le comportement du cours de l'action dans les mois suivant l'introduction traduit souvent les limites structurelles du marché secondaire, à travers une volatilité excessive, un flottant réduit et une sous-réaction du marché.

L'exemple de la banque CPA, récemment introduite en bourse en Algérie, illustre à la fois les promesses et les difficultés d'un processus d'introduction en bourse dans une économie en transition. Cette opération constitue une opportunité unique pour analyser, à travers une étude de cas concrète, les enjeux d'évaluation, les réactions du marché secondaire et les enseignements à tirer pour les futures introductions. Au-delà des chiffres, cette initiative interroge la capacité de l'Algérie à rediriger son épargne vers des projets concrets, réduire sa dépendance aux hydrocarbures et construire une économie plus diversifiée. Le CPA sert d'un exemple pour tester si la finance directe peut s'adapter aux réalités locales. Pour réussir, il faudra combattre les réticences culturelles, simplifier les démarches et démontrer que la Bourse n'est pas un pari risqué, mais un outil au service du développement.

Finalement, l'enjeu dépasse la simple modernisation financière. Ce mémoire explore si l'entrée en Bourse du CPA peut déclencher un changement profond vers une finance plus inclusive en Algérie. En comparant les attentes de la finance directe (mobiliser l'épargne, diversifier l'économie) aux réalités du marché local (instabilité, manque de liquidités), il pose une question vitale pour les économies émergentes : une réforme symbolique peut-elle impulser une vraie transformation, ou sera-t-elle absorbée par les blocages qu'elle cherche à résoudre ? Comme le soulignent Pagano et al. (1998), « une IPO (introduction en bourse) réussie ne se mesure pas à son jour de lancement, mais à sa capacité à transformer les comportements d'épargne et à stabiliser le marché secondaire ». Dans cette optique, l'introduction en Bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) représente un test crucial pour un marché dominé par l'épargne inactive et les banques publiques.

Problématique

La complexité des marchés émergents, marqués par des contraintes structurelles, une liquidité réduite et une gouvernance parfois déficiente, rend l'analyse d'une introduction en bourse et la performance d'un titre particulièrement délicate. Dès lors, une double-question se pose :

« Comment évaluer de manière rigoureuse une opération d'introduction en bourse dans un marché émergent comme l'Algérie, et quelles dynamiques expliquent le comportement du cours de l'action sur le marché secondaire dans un tel contexte structurellement contraint ? »

À partir de cette problématique, nous formulons les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1

Dans les marchés émergents comme l'Algérie, l'évaluation initiale d'une entreprise introduite en bourse est systématiquement sous-évaluée en raison d'asymétries d'information et d'un manque de profondeur du marché.

Hypothèse 2 (méthodes d'évaluation)

L'utilisation d'un modèle DCF ajusté aux risques pays et à l'illiquidité permet une évaluation plus réaliste des entreprises cotées dans un contexte algérien.

Hypothèse 3 (performance post-IPO)

Le cours de l'action du CPA post-introduction reflète une forte volatilité due à l'absence d'investisseurs institutionnels, à une faible liquidité et à des comportements spéculatifs des investisseurs individuels.

Hypothèse 4 (cas du CPA comme catalyseur)

L'introduction en Bourse du CPA constitue un levier crédible de modernisation du marché financier algérien, à condition que des réformes de gouvernance et de transparence accompagnent cette démarche.

Ces hypothèses seront examinées à travers une analyse théorique, une étude de cas du CPA, et des données empiriques sur le comportement du titre sur le marché secondaire.

Importance et intérêt du thème

Ce thème revêt une importance stratégique en explorant comment l'introduction en bourse opère une transformation profonde des entreprises. Cette opération va au-delà d'une simple levée de capitaux : elle modernise en profondeur leur gouvernance, renforce significativement leurs fonds propres pour soutenir une croissance ambitieuse, et consolide leur image, les positionnant comme des acteurs crédibles et solides sur le marché. Parallèlement, la recherche met en lumière le rôle de l'introduction en bourse comme catalyseur pour l'épargne nationale, à travers l'analyse de la performance d'un titre après sa cotation, et sa capacité à convaincre les investisseurs. Enfin, ce thème aborde l'introduction en bourse comme un indicateur clé de la santé économique nationale, diversifiant les sources de financement et réduisant la dépendance aux secteurs traditionnels. Le présent thème de recherche est donc particulièrement pertinent car il offre une perspective unique pour comprendre comment une opération financière majeure peut engendrer des répercussions positives en cascade, non seulement au niveau de l'entreprise cotée, mais aussi sur l'ensemble de l'écosystème financier et économique du pays.

Objectif de la recherche

Ce mémoire vise à analyser les modalités d'évaluation de l'introduction en bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) ainsi que l'évolution de son cours sur le marché secondaire algérien. Il poursuit quatre objectifs spécifiques :

1. Identifier les caractéristiques propres aux introductions en bourse dans les marchés émergents et mesurer leur incidence sur la valorisation initiale ;
2. Proposer des ajustements méthodologiques adaptés à l'évaluation d'une entreprise dans un environnement structurellement contraint ;
3. Examiner les déterminants de la volatilité post-introduction et les facteurs influençant la performance du titre ;
4. Apprécier le rôle du CPA en tant que levier potentiel de transformation du système financier algérien.

Méthodologie de recherche

La démarche combine :

1. Un cadre théorique s'appuyant sur :
 - a. La théorie du signal et la théorie d'agence pour expliquer les motivations et les asymétries d'information lors d'une introduction en bourse.
 - b. Le MEDAF et ses limites dans les marchés peu liquides.
 - c. Les modèles de valorisation ajustés aux risques pays et à l'illiquidité.
 - d. Des études comparatives régionales (Tunisie, Égypte) mettent en lumière les bonnes pratiques et les contraintes structurelles.
2. Des modèles quantitatifs adaptés DCF avec prime de risque pays, ajustements de bêta pour illiquidité, analyse de volatilité (écart-type, bêta post-introduction).
3. Une analyse qualitative centrée sur l'étude de cas du CPA, incluant l'examen de son prospectus, des données boursières et des rapports réglementaires.
4. Des entretiens semi-directifs via l'analyse des réactions des médias et des investisseurs.

Limites : Accès restreint à certaines données confidentielles et recul temporel limité pour évaluer la performance à long terme.

Structure du mémoire

Le mémoire est organisé en trois chapitres organisé ainsi :

1. **Un cadre théorique et contextuel portant sur** : les fondements des introductions en bourse, les spécificités des marchés émergents, et un état des lieux du marché financier algérien.
2. **Un cadre méthodologique expliquant** : les Méthodes d'évaluation pré-introduction adaptées, et facteurs d'influence et les mécanismes d'analyse du comportement d'un titre sur le marché secondaire.
3. **Une étude de cas explorant** : l'analyse stratégique du CPA, l'évaluation de son introduction en bourse et de la performance de son titre, et les enseignements pour le marché financier algérien.

CHAPITRE I :
Cadre théorique et contextuel des
introductions en bourse dans les
économies émergentes :
Algérie et région MENA

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Introduction du chapitre

Les introductions en bourse (IPO) représentent un levier stratégique majeur pour les entreprises souhaitant mobiliser des capitaux, renforcer leur gouvernance et accroître leur visibilité, tout en jouant un rôle clé dans le développement des marchés financiers au sein des économies émergentes. Dans la région MENA, ces opérations s'inscrivent dans un environnement où les opportunités de croissance se mêlent à des contraintes structurelles spécifiques.

Ce premier chapitre cherche à poser le cadre théorique et contextuel des introductions en bourse, avec une concentration particulière sur l'Algérie, en s'articulant autour de trois axes essentiels : d'abord, une analyse approfondie des fondements des IPO, englobant leur processus, leurs acteurs et les théories économiques sous-jacentes telles que le signal et l'agence, tout en mettant en lumière le phénomène de sous-évaluation, particulièrement marqué dans les contextes émergents ; ensuite, une exploration des marchés financiers de la région MENA, scrutant leurs caractéristiques, leurs contraintes comme la liquidité limitée et la gouvernance défaillante, illustrées par des exemples concrets tels que la Tunisie, l'Égypte et la Palestine.

Enfin, un examen détaillé du marché financier algérien, retraçant son historique, ses institutions clés comme la COSOB, ses défis structurels liés à la dépendance aux hydrocarbures, ainsi que ses perspectives de développement à travers des réformes et la digitalisation. Ainsi, ce chapitre établit les bases fondamentales pour appréhender les enjeux des introductions en bourse dans les économies émergentes, notamment en Algérie, et ouvre la voie aux analyses plus approfondies des chapitres suivants.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Section 1 : Fondements des introductions en bourse

Les introductions en bourse (IPO) constituent une étape charnière dans la vie d'une entreprise, marquant son ouverture au public et son insertion dans le système financier formel. Dans les marchés émergents, elles prennent une dimension stratégique particulière, à la fois comme levier de financement, instrument de réforme structurelle et outil de développement économique. Cette section expose les bases théoriques essentielles pour comprendre les IPO, leur fonctionnement, les acteurs impliqués ainsi que les spécificités des processus dans les économies émergentes.

1.1. Définition, processus et acteurs d'une introduction en bourse

Pour bien appréhender les dynamiques d'une introduction en bourse, il est crucial d'en cerner les éléments constitutifs : qu'est-ce qu'une introduction en bourse, qui y participe et quelles sont les étapes qui en jalonnent le déroulement. Cette sous-section décrit le mécanisme global d'une IPO, en soulignant les particularités des marchés émergents à travers les rôles des différents intervenants et les défis spécifiques liés à chaque phase du processus.

1.1.1. L'introduction en bourse

Une Introduction en Bourse (IPO) désigne le moment où une entreprise, auparavant privée, offre ses actions au public pour la première fois sur un marché financier réglementé. Cela marque son entrée en bourse, où elle passe d'une structure privée à une structure cotée. Cette opération se déroule sur le marché primaire, où l'entreprise émet et vend directement ses actions aux investisseurs. En revanche, le marché secondaire concerne les échanges ultérieurs de ces actions entre investisseurs.²

Les IPO servent principalement à lever des capitaux externes, essentiels pour financer la croissance, réduire les dettes ou explorer de nouveaux secteurs d'activité.³ Dans les économies émergentes, comme l'Égypte et la Tunisie, ces fonds sont souvent investis dans des projets d'infrastructure ou la modernisation sectorielle. Cela semble particulièrement crucial pour soutenir le développement économique dans ces régions.

² Brealey, R. A., et al. (2020). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

³ Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*. (<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>)

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Au-delà de l'aspect financier, les IPO sont un levier de changement structurel. Elles imposent une discipline de marché par une gouvernance renforcée, avec transparence comptable et audits externes, réduisant les conflits d'agence. La cotation aligne les objectifs des dirigeants sur ceux des actionnaires, favorisant une meilleure allocation des ressources.

Dans les marchés émergents, les IPO jouent un rôle vital dans la modernisation des systèmes financiers. Elles diversifient les sources de financement, diminuant la dépendance aux banques ou à l'État.⁴ Cependant, ces marchés font face à des défis spécifiques, tels que l'asymétrie d'information et une liquidité limitée, qui peuvent affecter la valorisation initiale.⁵

1.1.2. Les acteurs clés de l'introduction

Les introductions en bourse (IPO) mobilisent une variété d'acteurs, chacun jouant un rôle clé dans le succès de l'opération. Ces acteurs interagissent selon des logiques complémentaires mais parfois opposées, influençant directement la structure, la valorisation et la distribution des titres.

1.1.2.1. L'Émetteur

Au centre du processus, l'émetteur initie l'IPO pour obtenir des fonds destinés à la croissance, réduire les dettes ou permettre une sortie partielle aux actionnaires historiques.⁶ Il prépare les documents réglementaires comme le prospectus, gère la communication financière et coordonne avec les autres parties. Dans les économies émergentes, notamment en MENA, ces émetteurs sont souvent des entités publiques en phase de privatisation cherchant à diversifier leurs activités.

1.1.2.2. Les Banques d'Investissement

Les banques d'investissement, ou souscripteurs, occupent une position centrale. Elles conseillent sur la valorisation, structurent l'offre et garantissent souvent la souscription des titres. Leur expertise en due diligence, bookbuilding et roadshows est cruciale pour attirer les investisseurs. Dans les contextes émergents, leur flexibilité peut être limitée par des marchés peu liquides ou des asymétries d'information.

⁴ La Porta, R., et al. (1997). Legal determinants of external finance. (<https://ssrn.com/abstract=8179>)

⁵ Ljungqvist, A. (2007). *IPO underpricing*. In B. E. Eckbo (Éd.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 1, p375–408. (<https://ssrn.com/abstract=609422>)

⁶ Ritter, J. R. (1991). op. cit.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

1.1.2.3. Les Régulateurs

Les autorités de régulation, telles que la SEC aux États-Unis, l'AMF en France ou l'EFSA en Égypte, la COSOB en Algérie, veillent au respect des normes légales et protègent les investisseurs. Elles valident le prospectus, assurent la transparence des informations et surveillent les pratiques de marché. En MENA, des régulateurs locaux peinent parfois à aligner leurs standards sur les meilleures pratiques internationales, entraînant des retards bureaucratiques.

1.1.2.4. Les Investisseurs Institutionnels et Particuliers

Ces acteurs, comme les fonds de pension, assureurs et fonds souverains, absorbent une part significative des titres émis. Leur participation renforce la crédibilité de l'IPO et contribue à stabiliser le cours post-introduction.⁷ Cependant, dans les marchés émergents, leur influence est souvent réduite par la prédominance des investisseurs particuliers et une culture financière moins développée, comme observé en Algérie où l'épargne informelle prédomine. L'interaction entre ces acteurs détermine l'efficacité de l'IPO. Si les banques d'investissement et les régulateurs encadrent le processus, l'émetteur et les investisseurs en définissent les enjeux économiques. Les particularités des marchés émergents, comme la rigidité réglementaire ou la faible profondeur financière, accentuent les défis, nécessitant des adaptations stratégiques.⁸

1.1.3. Étapes du processus d'introduction en bourse

Le processus d'introduction en bourse (IPO) est structuré en plusieurs étapes cruciales, chacune essentielle pour garantir le succès de l'opération. Bien que standardisées dans les marchés développés, ces phases présentent des obstacles spécifiques dans les économies émergentes, notamment en raison de limitations informationnelles et réglementaires.

1.1.3.1. Due Diligence

Tout d'abord, la phase de due diligence implique un audit approfondi de l'entreprise émettrice par les banques d'investissement et les régulateurs, couvrant les aspects financiers, juridiques et opérationnels. Dans les marchés émergents, cette étape est souvent compliquée par la transparence limitée des données et les pratiques peu standardisées.

⁷ Jenkinson, T., & Jones, H. (2009). IPO Pricing and Allocation: A Survey of the Views of Institutional Investors. (<https://ssrn.com/abstract=891396>)

⁸ La Porta, R., et al. (1997). op. cit.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

1.1.3.2. Valorisation

Ensuite, la valorisation détermine la fourchette de prix en utilisant des méthodes comme le flux de trésorerie actualisé (DCF) et les multiples boursiers. Dans les économies émergentes, il faut intégrer des primes de risque supplémentaires, comme les risques politiques et de liquidité, souvent ignorés dans les modèles classiques.

1.1.3.3. Roadshow

Le roadshow est une période de marketing où la direction présente le projet aux investisseurs institutionnels. Son efficacité dépend de la crédibilité des dirigeants, un enjeu majeur dans des régions comme la MENA, où la méfiance envers les marchés locaux persiste.

1.1.3.4. Bookbuilding

Le bookbuilding collecte les intentions d'achat pour évaluer la demande, permettant d'ajuster dynamiquement le prix selon les retours des investisseurs. Cependant, dans les marchés peu liquides comme ceux de la MENA, la faible participation des investisseurs institutionnels peut fausser ce processus.

1.1.3.5. Pricing

La fixation du prix final, souvent en dessous de la valorisation théorique pour générer un retour initial ou une plus-value est liée aux asymétries d'information. Cette sous-évaluation sert à compenser les investisseurs pour le risque lié à l'incertitude. Dans les contextes émergents, cette sous-évaluation est accentuée, comme le montrent les IPO égyptiennes avec des rendements initiaux dépassant 30%.⁹

1.1.3.6. Cotation

Enfin, la cotation lance les actions sur le marché secondaire, où la volatilité post-IPO, particulièrement élevée dans les marchés émergents, reflète les ajustements liés à la découverte des prix et à la liquidité limitée. En Algérie, la faible profondeur de la Bourse d'Alger aggrave ces risques.^{10 11}

⁹ Omran (2005), *Underpricing and Long-run Performance of Share Issue Privatizations in the Egyptian Stock Market*, p12 (<https://ssrn.com/abstract=550425>)

¹⁰ (<https://algeriepart.com/enquete-comment-les-faiblesses-de-la-bourse-dalger-retardent-encore-le-developpement-de-lalgerie/>)

¹¹ Rapport annuel de la COSOB (2021)

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Bien que rigoureux, ce processus doit s'adapter aux spécificités institutionnelles et culturelles des marchés émergents pour maximiser les chances de succès. En MENA, des contraintes réglementaires et une maturité moindre des institutions financières allongent souvent le processus.

1.2. Objectifs et enjeux des IPO

Les introductions en bourse (IPO) constituent un levier stratégique pour les entreprises et les économies, mais elles s'accompagnent de défis multidimensionnels. Cette sous-section explore les motivations sous-jacentes aux IPO ainsi que leurs implications à l'échelle micro et macroéconomique.

1.2.1. Enjeux pour l'entreprise : financement, gouvernance, visibilité

Les introductions en bourse (IPO) représentent une étape clé pour les entreprises, en particulier dans les économies émergentes, en répondant à trois principaux enjeux : l'accès au financement, l'amélioration de la gouvernance et l'augmentation de la visibilité. Ces aspects sont étayés par une riche littérature théorique et empirique, tout en présentant des particularités dans les marchés émergents tels que ceux de la région MENA.

1.2.1.1. Financement

L'IPO permet aux entreprises de lever des capitaux sur le marché primaire, constituant une alternative aux modes de financement traditionnels comme la dette bancaire ou les fonds propres privés. Cette opération facilite le financement de projets d'expansion, la réduction de l'endettement ou l'acquisition de nouvelles technologies.¹² Dans les économies émergentes, où les marchés de capitaux sont souvent sous-développés, l'IPO peut agir comme un catalyseur de transformation structurelle. Cependant, la sous-évaluation fréquente des titres lors des IPO, peut diminuer les fonds effectivement collectés par l'émetteur. Ce phénomène est particulièrement prononcé dans les marchés MENA en raison de l'asymétrie d'information.

1.2.1.2. Gouvernance

L'entrée en bourse impose une discipline de marché grâce à une transparence accrue et à la conformité aux normes comptables internationales. La dispersion du capital peut réduire les

¹² Ritter (1991), op. cit.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

conflits d'agence en alignant les intérêts des dirigeants et des actionnaires.¹³ Dans les marchés émergents, cela est particulièrement pertinent pour les entreprises publiques en cours de privatisation, où l'IPO peut entraîner une restructuration de la gouvernance et une meilleure gestion des risques. Toutefois, la persistance de structures opaques, notamment dans les entreprises contrôlées par l'État, peut limiter ces avantages.

1.2.1.3. Visibilité et notoriété

La cotation en bourse renforce la notoriété de l'entreprise, attirant ainsi des investisseurs institutionnels et des partenaires commerciaux. Une visibilité accrue facilite l'accès à des financements futurs à des conditions plus favorables.¹⁴ Cependant, dans des marchés moins liquides comme celui de l'Algérie, où la Bourse d'Alger compte un nombre restreint de sociétés cotées, l'impact sur la visibilité peut être limité,¹⁵ soulignant l'importance de l'écosystème boursier robuste.

1.2.2. Enjeux macroéconomiques : développement des marchés financiers

Les IPO constituent un levier essentiel pour le développement des marchés financiers émergents, notamment au sein de la région MENA. Leur rôle économique s'articule autour de trois piliers : la mobilisation de l'épargne locale, la diversification des systèmes financiers et la modernisation des structures économiques. Ces mécanismes s'alignent sur les théories du développement financier et répondent aux enjeux structurels des économies émergentes.

1.2.2.1. Mobilisation de l'épargne domestique

Les IPO permettent de convertir l'épargne dormante en investissements productifs.¹⁶ Entre 2010 et 2020, la Bourse du Caire (EGX) a ainsi levé 4,5 milliards de dollars, selon des données sectorielles,¹⁷ majoritairement portés par des investisseurs institutionnels et particuliers égyptiens.¹⁸ Ce mécanisme offre aux entreprises, y compris aux PME, une alternative au crédit bancaire traditionnel, souvent limité aux grandes entreprises en raison des critères de risque.

¹³ Jensen et Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. (<https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>)

¹⁴ Chemmanur et Fulghieri (1999), *A Theory of the Going-Public Decision*. (<https://personal.utdallas.edu/~nina.baranchuk/Fin7310/papers/ChemmanurFulghieri1999.pdf>)

¹⁵ Rapport annuel de la COSOB (2022)

¹⁶ Selon les données Global Findex (2017), seuls 21 % des adultes dans les pays en développement utilisent des institutions financières formelles pour leur épargne, contre 55 % dans les économies avancées.

¹⁷ EGX *Annual Report* (2021)

¹⁸ EFSA (2021), *Annual Report on Egyptian Capital Markets*.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

1.2.2.2. Diversification du système financier

Les IPO atténuent la domination des banques dans les systèmes financiers émergents. En Tunisie, la capitalisation boursière est passée de 18 % à 19 % du PIB entre 2015 et 2020, grâce à des introductions dans des secteurs diversifiés (télécoms, agroalimentaire) et aux réformes du Conseil du Marché Financier.¹⁹ Cette diversification permet de limiter les risques systémiques.

1.2.2.3. Modernisation économique

Les IPO imposent des standards de transparence et de gouvernance, propulsant la modernisation économique. Par exemple, l'entrée en Bourse de la Bank of Palestine (1997) a accéléré l'adoption des normes IFRS et renforcé les droits des actionnaires minoritaires.²⁰ Ces dynamiques stimulent l'innovation réglementaire, illustrée en Algérie par la loi de finance 2022 facilitant l'accès des PME aux marchés financiers.²¹

1.2.2.4. Défis et perspectives

Des obstacles persistent, notamment la sous-évaluation des IPO dans la région MENA,²² freinant leur attractivité. Une collaboration accrue entre régulateurs et acteurs privés, inspirée par des modèles comme la Bourse de Casablanca, reste cruciale pour renforcer la maturité des marchés émergents.

1.3. Fondements théoriques des introductions en bourse

Les introductions en bourse (IPO) s'inscrivent dans un cadre théorique diversifié, mobilisant plusieurs approches pour décrypter leurs mécanismes, leurs motivations et leurs impacts économiques. Bien que conçues initialement pour les marchés développés, ces théories offrent des perspectives essentielles pour analyser les dynamiques des IPO dans les économies émergentes. Elles permettent également de repérer les limites des modèles traditionnels face aux particularités institutionnelles et informationnelles de ces marchés.

¹⁹ Rapport annuel du CMF (2020)

²⁰ PCMA *Annual Report* (2016)

²¹ Notamment à travers l'article 61 qui introduit les Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR)

²² Selon Loughran et Ritter (2002), 25 % des IPO en moyenne sont sous-évaluées dans la région MENA contre 15 % mondialement.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

1.3.1. La théorie du signal

La théorie du signal, introduite par Spence en 1973 dans le contexte du marché du travail, a été adaptée aux marchés financiers pour expliquer les stratégies des entreprises lors des IPO. Selon cette théorie, les firmes émettent des signaux coûteux ou difficiles à imiter pour réduire l'asymétrie d'information avec les investisseurs, renforçant leur crédibilité et leur attractivité.²³

Dans le cadre des IPO, l'acte de s'introduire en bourse constitue en soi un signal de qualité. En optant pour une cotation boursière, une entreprise s'expose à la discipline du marché et à une transparence réglementaire, ce qui peut être interprété comme un engagement envers une gouvernance rigoureuse.

Par exemple, la rétention d'une part importante du capital par les dirigeants ou le recours à une banque d'investissement de renom sont des signaux de confiance dans la valorisation de l'entreprise.²⁴

La sous-évaluation initiale des actions, fréquente dans les IPO, est également considérée comme un mécanisme de signal. Une offre sous-évaluée compense les investisseurs pour le risque informationnel tout en signalant la qualité de l'émetteur.²⁵ Cette sous-évaluation stratégique vise à stimuler une demande soutenue et à établir une réputation favorable pour les émissions futures.²⁶

Cependant, l'efficacité de ces signaux dépend de l'efficacité du marché. Dans les économies émergentes, notamment dans la région MENA, des contraintes structurelles telles que l'opacité informationnelle, la faible profondeur des marchés et les lacunes réglementaires réduisent l'impact de ces signaux.

En Algérie, par exemple, la prédominance des entreprises publiques et une culture de confidentialité affaiblissent la crédibilité des signaux émis, malgré les récentes initiatives de modernisation des pratiques financières.²⁷

²³ Leland et Pyle (1977), *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*.

²⁴ Carter et Manaster (1990), *Initial public offerings and underwriter reputation*.

²⁵ Beatty et Ritter (1986), *Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings*.

²⁶ Allen et Faulhaber (1989), *Signalling by underpricing in the IPO market*.

²⁷ Rapport annuel de la COSOB (2022)

1.3.2. La théorie d'agence

La théorie de l'agence explore les tensions entre les actionnaires, considérés comme les principaux, et les dirigeants, vus comme leurs agents, au sein d'une entreprise.²⁸ Ces conflits naissent d'une asymétrie d'information et de divergences d'intérêts : les dirigeants pourraient privilégier leurs propres objectifs, comme une meilleure rémunération ou un statut social plus élevé, au détriment de la maximisation de la valeur pour les actionnaires. Dans le cadre des introductions en bourse (IPO), cette approche offre un cadre pour comprendre comment l'accès aux marchés financiers modifie les incitations et les mécanismes de gouvernance.

L'entrée en bourse agit comme un outil pour réduire les coûts liés à l'agence. En ouvrant le capital à des investisseurs externes, l'entreprise se soumet à une surveillance accrue de la part des marchés financiers, des analystes et des régulateurs. Cette transparence impose une discipline aux dirigeants : ils sont poussés à améliorer leurs performances pour répondre aux attentes du marché et éviter une baisse du cours de l'action.²⁹ De plus, l'alignement des intérêts, par exemple via des options sur actions ou la pression des actionnaires institutionnels, renforce cette dynamique.

Cependant, dans les marchés émergents, notamment dans la région MENA, ces mécanismes rencontrent des limites dues à des spécificités structurelles. Des institutions juridiques faibles et une concentration du capital, souvent contrôlée par l'État ou des familles, réduisent l'efficacité de la surveillance externe.³⁰

Par exemple, en Algérie, l'intervention de l'État et l'opacité des entreprises publiques accentuent les risques d'opportunisme des dirigeants. De plus, la faible protection des investisseurs minoritaires limite la capacité des actionnaires à sanctionner les gestionnaires défaillants.³¹

Ainsi, bien que les IPO soient théoriquement un moyen de réduire les conflits d'agence, leur efficacité dans les économies émergentes dépend étroitement de la maturité des institutions financières et de la qualité de la gouvernance d'entreprise.

²⁸ Jensen et Meckling (1976), op. cit.

²⁹ Chemmanur et Fulghieri (1999), op. cit.

³⁰ La Porta et al. (1998), *Law and finance*. Journal of Political Economy, 106(6), 1113–1155. (https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/law_finance.pdf)

³¹ Omran (2004), *The performance of state-owned enterprises and newly privatized firms: Does privatization really matter?*

1.3.3. Le MEDAF et l'évaluation du rendement attendu

Le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF), pilier central de la théorie financière, sert à évaluer le rendement attendu d'un actif financier. Conçu par Sharpe (1964), Lintner (1965) et Mossin (1966), il postule que le rendement exigé par les investisseurs dépend du risque systématique de l'actif, mesuré par son bêta (β). Mathématiquement, le rendement attendu $E(R_i)$ est donné par :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times (E(R_m) - R_f)$$

Où : R_f est le taux sans risque, $E(R_m)$ le rendement attendu du marché, et β_i la sensibilité de l'actif aux fluctuations du marché.

Dans le contexte des Introductions en Bourse (IPO), le MEDAF est utilisé pour estimer le coût des fonds propres de l'entreprise, crucial pour fixer le prix d'introduction. Toutefois, son application rencontre des défis spécifiques.

En l'absence d'historique boursier, l'estimation du bêta devient problématique. Les praticiens recourent alors à des proxies, comme le bêta sectoriel moyen ou celui d'entreprises comparables déjà cotées.³²

Par ailleurs, la prime de risque de marché ($E(R_m) - R_f$) dans les économies émergentes, comme celles de la région MENA, est souvent sujette à des volatilités accrues et à des données historiques lacunaires, ce qui complexifie son calcul.³³

Les critiques académiques du MEDAF, soulignent que des facteurs additionnels (taille, valeur, momentum) expliquent mieux les rendements.³⁴ Ce constat s'avère particulièrement pertinent pour les IPO, où les entreprises émergentes, souvent de petite taille et opaques, présentent des risques idiosyncrasiques mal captés par le bêta seul.

Les IPO affichent fréquemment une sous-évaluation initiale, attribuable à des asymétries d'information et à des stratégies de signal, éléments que le MEDAF ne modélise pas explicitement.³⁵

³² Damodaran (2012), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.

³³ Omran (2004), op. cit.

³⁴ Fama et French (1992), *The Cross-Section of Expected Stock Returns*.

³⁵ Ritter (1991), op. cit.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Dans les marchés émergents, les limites du modèle s'accroissent. Les marchés MENA spécifiquement sont caractérisés par une forte segmentation et des inefficacités informationnelles, rendant l'estimation des paramètres du MEDAF moins fiable. Par exemple, la prédominance d'entreprises publiques partiellement privatisées, comme en Tunisie ou en Égypte, introduit des biais réglementaires et politiques non intégrés dans le modèle. De plus, la prime de risque tend à être surévaluée en raison de la méfiance des investisseurs envers les marchés peu liquides, ce qui peut conduire à un surcoût du capital pour l'émetteur.

En synthèse, si le MEDAF offre un cadre normatif pour l'évaluation des IPO, son application dans les économies émergentes nécessite des ajustements empiriques et une prise en compte des spécificités institutionnelles. Son utilité réside davantage dans l'établissement d'une référence théorique que dans une modélisation précise, notamment dans des contextes marqués par l'opacité et l'imaturité des marchés.

1.3.4. Limites des modèles classiques dans les marchés émergents

Les modèles théoriques classiques d'évaluation des IPO, tels que le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF), la théorie du signal ou la théorie d'agence, ont été développés dans le contexte des marchés financiers matures.

Ces marchés se caractérisent par une efficacité informationnelle, une liquidité élevée et un cadre institutionnel robuste. Cependant, leur applicabilité dans les marchés émergents, notamment ceux de la région MENA et de l'Algérie, se heurte à des contraintes structurelles et contextuelles spécifiques.

1.3.4.1. Inefficacité Informationnelle

Dans des marchés comme la Tunisie, l'asymétrie d'information est accentuée par une diffusion opaque des données financières. La Bourse de Tunis (BVMT) indique que le marché n'est pas suffisamment liquide pour que les transactions reflètent pleinement le contenu informationnel des recommandations des analystes, suggérant des inefficacités dans l'ajustement des prix.³⁶ Ce scénario contredit l'hypothèse des marchés efficients (Fama, 1970), rendant les modèles de pricing basés sur l'information publique moins fiables.

³⁶ Galanti et al. (2018). *Les recommandations sur actions des analystes financiers sont-elles informatives et profitables ? Application à un marché frontière*

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

1.3.4.2. Manque de données fiables

En Égypte, l'accès à des données historiques détaillées pose un défi significatif. Les réformes politico-économiques, y compris la privatisation, ont conduit à un abandon des systèmes comptables uniformes, entraînant des états financiers non standardisés.

Cela complique l'estimation des flux de trésorerie futurs ou des primes de risque, invalidant partiellement le MEDAF, qui suppose des données homogènes et accessibles.

1.3.4.3. Faible Profondeur des Marchés

La région MENA est marquée par un nombre limité de participants au marché et de transactions, comme en témoignent les faibles capitalisations boursières de la Tunisie (environ 17 % du PIB en 2022) et de l'Égypte (environ 8 %), comparées à celle de la France (plus de 130 %).³⁷ Cette étroitesse réduit la liquidité et augmente la volatilité, rendant les modèles d'évaluation classiques (tels que le bookbuilding) inadaptés aux dynamiques locales.

Ces limitations, illustrées par les cas tunisien et égyptien, seront explorées plus en détail dans la Section 2.1.2 avec des exemples régionaux détaillés, mettant en lumière les interactions entre contraintes structurelles et pratiques d'évaluation des IPO.

1.4. Sous-évaluation des IPO

La sous-évaluation des introductions en bourse (IPO) se caractérise par un prix d'offre initial inférieur à la valeur de marché observée lors des premiers échanges sur le marché secondaire.

Ce phénomène, particulièrement marqué dans les économies émergentes, génère des rendements initiaux élevés pour les investisseurs, mais entraîne une perte potentielle pour les émetteurs et une volatilité accrue post-IPO.

Dans les marchés MENA, des facteurs structurels comme l'asymétrie d'information et des mécanismes de signal inefficaces amplifient cette sous-évaluation, comme en témoignent les cas de l'Égypte, de la Tunisie et de la Palestine, où les niveaux dépassent souvent la moyenne internationale.³⁸

³⁷ CEIC Data (2025), theGlobalEconomy.com

³⁸ Ljungqvist, A. (2007). op. cit.

1.4.1. Causes principales de la sous-évaluation

Deux approches théoriques permettent d'en éclairer les causes : l'asymétrie d'information entre les parties prenantes, et la théorie du signal. Leur interaction, amplifiée par des contextes institutionnels fragiles, contribue à expliquer les écarts de valorisation observés lors des IPO.

1.4.1.1. Asymétrie d'information

L'asymétrie d'information, conceptualisée par Akerlof en 1970 dans son analyse du marché des « lemons », est un facteur clé de la sous-évaluation des IPO.

Dans les marchés émergents, les émetteurs détiennent des informations privilégiées sur leurs actifs, risques et perspectives, tandis que les investisseurs, confrontés à une opacité accrue, exigent un « rabais de risque ». ³⁹

Cette dynamique conduit à une sous-évaluation systématique. ⁴⁰ L'absence de normes comptables harmonisées et une supervision réglementaire limitée, comme observé en Égypte (EFSA), aggravent ce déséquilibre. ⁴¹

1.4.1.2. Théorie du signal

La théorie du signal postule que les entreprises utilisent des signaux crédibles pour réduire l'asymétrie d'information. Un prix d'offre bas peut signaler une confiance dans les performances futures. ⁴²

Cependant, dans les économies émergentes, la faible crédibilité des institutions et l'opacité des entreprises publiques perturbent ce mécanisme. ⁴³ Par exemple, en Égypte, les IPO de sociétés comme Telecom Egypt ont montré une sous-évaluation significative, reflétant la méfiance des investisseurs. ⁴⁴

³⁹ Bhattacharya et Ritter (1983), *Innovation and Communication: Signalling with Partial Disclosure. The Review of Economic Studies, Volume 50, Issue 2, April 1983, Pages 331–346.*

⁴⁰ Ritter (1991), op. cit.

⁴¹ La Porta et al. (1997), op. cit.

⁴² Allen et Faulhaber (1989), op. cit.

⁴³ Megginson et Netter (2001). *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. Journal of Economic Literature, 39(2), Pages 321–389.* (<http://www.jstor.org/stable/2698243>)

⁴⁴ Omran (2005), op. cit.

1.4.1.3. Interaction dans les marchés émergents

L'interaction entre l'asymétrie d'information et les limites du signal crée un cercle vicieux : l'opacité réduit l'efficacité des signaux, et l'absence de signaux crédibles renforce la méfiance. En Tunisie, des études indiquent une sous-évaluation moyenne d'environ 25 %, ⁴⁵ contre 10 à 20 % dans les marchés développés. ⁴⁶ Pour y remédier et améliorer l'efficacité des marchés, il est important de mettre en place des réformes réglementaires, notamment l'adoption de normes internationales et le renforcement de la gouvernance.

1.4.2. Conséquences économiques de la sous-évaluation

Les IPO sous-évaluées génèrent des effets économiques variés, opposant les gains rapides des investisseurs aux pertes potentielles des émetteurs, tout en alimentant une utilisation durable après l'IPO.

1.4.2.1. Avantages initiaux pour les investisseurs

Les acheteurs d'actions lors d'une IPO bénéficient souvent d'une rentabilité initiale élevée, en raison de l'écart entre le prix initial et la valorisation boursière des premiers jours. Ce phénomène, appelé « underpricing », est plus marqué dans les marchés émergents.

1.4.2.2. Préjudices pour les émetteurs

Pour l'entreprise émettrice, la sous-évaluation signifie une perte de capitaux levés. En fixant un prix inférieur à la valeur de marché, elle sacrifie une partie de sa valeur réelle, limitant ses financements pour la croissance ou la réduction de dettes. « L'argent laissé sur la table » peut décourager un futur recours aux marchés financiers, surtout dans des contextes de faible confiance institutionnelle. ⁴⁷ Dans la région MENA, ce problème est amplifié par l'opacité des valorisations et la présence d'acteurs étatiques, illustrée par des privatisations partielles en Égypte avec des sous-évaluations de 40 %. ⁴⁸

⁴⁵ Ben Naceur et Ghanem (2001), *The Short- and Long-run Performance of New Listings in Tunisia*, *International Review of Finance*, vol. 2(4), Pages 235-246. (<https://ideas.repec.org/a/bla/irvfin/v2y2001i4p235-246.html>)

⁴⁶ Ljungqvist, A. (2007). op. cit.

⁴⁷ Welch (1989), *Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings*. *Journal of Finance*. Volume 44, Issue2, Pages 421-449. (<https://www.ivo-welch.info/research/journalcopy/1989-jf.pdf>)

⁴⁸ Omran (2005), op. cit.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

1.4.2.3. Volatilité post-IPO :

La sous-évaluation accroît la récupération des cours après l'IPO, souvent liée à la spéculation à court terme et à la correction des asymétries d'information, ce qui peut nuire à la réputation de l'émetteur et décourager les investisseurs de long terme.

Les actions sous-évaluées surperforment initialement, mais sous-performent après 12 mois, reflétant une réévaluation par le marché. Dans les marchés émergents MENA, cette option est renforcée par une liquidité limitée et une concentration des transactions.

1.4.3. Illustration par des cas observés dans la région MENA

Dans les marchés émergents, la sous-évaluation des introductions en bourse (IPO) se révèle nettement plus marquée qu'ailleurs. Le rendement initial moyen des IPO à l'échelle mondiale avoisine 15 %.⁴⁹

En revanche, dans des pays comme l'Égypte et la Tunisie, ce taux grimpe fréquemment au-delà de 30 %, comme le montrent diverses analyses empiriques.

1.4.3.1. Cas de l'Égypte

À la Bourse du Caire, ce phénomène est particulièrement visible. Les IPO entre 2010 et 2017 sont sous-évaluées de 34,5 % en moyenne, traduisant une tarification initiale excessivement prudente, liée à l'opacité des informations et à la faible liquidité du marché.

1.4.3.2. Cas de la Tunisie

À la Bourse de Tunis (BVMT), on souligne une sous-évaluation moyenne de 38 % pour les IPO entre 2005 et 2018, mettant en lumière les obstacles liés à une gouvernance perfectible et à des données financières peu transparentes, exacerbés par un cadre réglementaire contraignant.

1.4.3.3. Cas de la Palestine

Les IPO à la Bourse de Palestine (PEX), ont enregistré entre 2010 et 2019 une sous-évaluation moyenne de 48 %, reflétant les incertitudes géopolitiques qui poussent les émetteurs à fixer des prix trop bas.

⁴⁹ Ritter (1991), op. cit.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Ces disparités s'expliquent par des facteurs récurrents : une forte asymétrie d'information, des régulations peu dynamiques et des marchés peu profonds. La prépondérance d'entreprises publiques partiellement privatisées et une culture de confidentialité financière aggravent ces défis.

La sous-évaluation prononcée dans la région MENA, bien au-delà des standards mondiaux, révèle des inefficacités structurelles. Des réformes favorisant la transparence et l'harmonisation réglementaire s'imposent pour rapprocher ces marchés des normes internationales.

Section 2 : Les introductions en bourse dans les marchés émergents : région MENA

Les marchés financiers de la région MENA, bien qu'hétérogènes, partagent des caractéristiques structurelles communes qui influencent la dynamique des introductions en bourse. Leur développement demeure limité par une faible liquidité, une transparence perfectible et une gouvernance incomplète.

Dans ce contexte, les IPO constituent à la fois une opportunité de mobilisation de l'épargne et un révélateur des fragilités institutionnelles, nécessitant une analyse contextualisée à travers des cas régionaux concrets.

2.1. Caractéristiques des marchés émergents

En transition vers des économies plus ouvertes, les marchés émergents se distinguent par un fort potentiel de croissance, mais aussi par des faiblesses structurelles persistantes. Ces spécificités influencent directement le développement des marchés financiers et les conditions de réussite des introductions en bourse.

2.1.1. Définition et typologie

Les marchés émergents se présentent comme des économies en phase de transition, marquées par une expansion économique rapide, une industrialisation incomplète et une incorporation progressive dans les circuits financiers internationaux.

Leur catégorisation s'appuie sur des normes institutionnelles et économiques fixées par des entités mondiales comme le Fonds Monétaire International (FMI) et MSCI (Morgan Stanley Capital International).

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Le FMI décrit les marchés émergents en se basant sur des mesures macroéconomiques incluant le PIB par habitant, le niveau d'ouverture commerciale, la stabilité politique et le développement des institutions financières.⁵⁰ Ces économies sont prises pour leur potentiel de croissance élevé, mais elles sont également exposées à des risques structurels tels que l'instabilité monétaire et des faiblesses en matière de gouvernance.

L'indice MSCI, qui sert de repère pour les investisseurs institutionnels, divise les marchés en trois groupes : développés, émergents et frontières. Les paramètres d'évaluation englobent la capitalisation boursière, le volume des échanges et la facilité d'accès pour les investisseurs étrangers. À titre d'illustration, en 2022, l'Égypte et le Qatar étaient répertoriés comme marchés émergents par MSCI, alors que la Jordanie et la Tunisie étaient qualifiées de marchés frontières du fait de leur liquidité restreinte et de leur exposition modeste aux capitaux mondiaux.⁵¹

La zone MENA se caractérise par une grande diversité. Des nations telles que l'Arabie Saoudite, intégrée à l'indice MSCI des marchés émergents en 2019, jouissent d'une capitalisation boursière conséquente et mènent des réformes financières audacieuses. À l'opposé, des pays comme l'Algérie restent en retrait, entravés par la prépondérance du secteur étatique et un environnement réglementaire inflexible.⁵² Cette hétérogénéité reflète les obstacles typiques des marchés émergents : déséquilibres informationnels, dépendance vis-à-vis des ressources naturelles et une diversification sectorielle insuffisante.⁵³

Par ailleurs, la typologie des marchés émergents est sujette à des changements constants. L'ascension du Koweït au rang de marché émergent par MSCI en 2020 démontre l'effet des transformations structurelles, notamment la déréglementation des marchés et l'augmentation de la transparence, sur l'attractivité d'un marché.

Des inversions, des perturbations politiques ou économiques peuvent provoquer des rétrogradations, comme l'a illustré l'exclusion de l'Argentine de l'indice MSCI des marchés émergents en 2021.⁵⁴

⁵⁰ FMI (2021). *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries*.

⁵¹ MSCI (2022), *Market Classification Framework*.

⁵² Claessens et Van Horen (2014), *Foreign Banks: Trends and Impact*, *Journal of Money Credit and Banking*, pages 295-326 (https://www.researchgate.net/publication/263480055_Foreign_Banks_Trends_and_Impact)

⁵³ Bekaert et Harvey (2003). *Emerging markets finance*. *Journal of Empirical Finance*. pages 3-55 (https://people.duke.edu/~charvey/Research/Published_Papers/P83_Emerging_markets_finance.pdf)

⁵⁴ MSCI (2022), *Annual Market Classification Review*.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

2.1.2. Contraintes structurelles communes

Les marchés en développement, notamment dans la région MENA, font face à des contraintes structurelles communes qui freinent leur activité d'introduction en bourse et leur développement financier.

Ces contraintes incluent une liquidité limitée, une transparence insuffisante et une gouvernance d'entreprise défaillante.

2.1.2.1. Liquidité limitée

La liquidité sur les marchés MENA est restreinte, ce qui signifie que les transactions peuvent affecter les prix de manière significative. Selon le FMI, cela se manifeste par un faible taux de rotation des titres et une concentration des échanges sur quelques valeurs dominantes.

En comparaison, les marchés émergents d'Asie et d'Amérique latine bénéficient d'une base d'investisseurs plus diversifiée, ce qui renforce leur liquidité. Dans la région MENA, la dépendance aux investisseurs institutionnels locaux amplifie les risques de volatilité.

2.1.2.2. Transparence insuffisante

La transparence est déficiente en raison de pratiques comptables opaques et d'un accès limité aux informations financières des entreprises. Par exemple, l'OCDE constate que l'application partielle des normes IFRS dans certains pays MENA contraste avec l'adoption plus rigoureuse observée en Inde ou au Brésil.

2.1.2.3. Gouvernance défaillante

La gouvernance d'entreprise est souvent inadéquate, avec des mécanismes tels que la protection des actionnaires minoritaires ou l'indépendance des conseils d'administration qui font défaut.

L'indice de gouvernance de la Banque mondiale attribue aux pays MENA une note moyenne de 45/100, en deçà des 65/100 obtenus par les marchés émergents d'Asie du Sud-Est.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Tableau 1 : Comparatif des contraintes structurelles (MENA vs autres marchés émergents)

Critère	MENA	Autres marchés émergents
Liquidité ⁵⁵ (ratio de rotation ⁵⁶)	12%	25%
Transparence ⁵⁷ (score IFRS)	60/100	85/100
Gouvernance ⁵⁸ (indice WB)	45/100	65/100

(Fait par nous en compilant les données du FMI, de l'OCDE et de la Banque mondiale)

Ces contraintes créent un cercle vicieux : le manque de profondeur décourage les émetteurs potentiels, tandis que l'opacité et la gouvernance défailante réduisent l'attractivité pour les investisseurs internationaux. Pour des illustrations concrètes de ces enjeux,

2.2. Études de cas régionales (Tunisie, Égypte, Palestine)

L'analyse comparative des expériences d'introduction en bourse dans certains pays de la région MENA permet de mieux comprendre les dynamiques propres aux marchés émergents.

Les cas de la Tunisie, de l'Égypte et de la Palestine offrent des illustrations concrètes des limites structurelles, des choix sectoriels et des dispositifs réglementaires qui influencent la réussite ou les difficultés des IPO dans des contextes marqués par la faible liquidité, la dépendance aux investisseurs domestiques et la vulnérabilité macroéconomique.

Ces études de cas permettent ainsi d'identifier des tendances régionales, tout en mettant en lumière des trajectoires différenciées selon les contextes institutionnels et politiques.

⁵⁵ FMI (2019), *Financial Market Trends in Emerging Economies*.

⁵⁶ Ratio de rotation = Volume des transactions / Capitalisation boursière

⁵⁷ OCDE (2021), *Transparency in Emerging Markets*.

⁵⁸ Banque Mondiale (2021), *Worldwide Governance Indicators*.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

2.2.1. Taille et profondeur des marchés boursiers

Les marchés boursiers de la Tunisie, de l'Égypte et de la Palestine présentent des différences marquées en taille et en profondeur, influençant leurs dynamiques d'introduction en Bourse.

La Bourse de Tunis (BVMT), avec une capitalisation modeste (16 % du PIB) et 80 sociétés cotées, souffre d'une faible liquidité et d'une stagnation des IPO, dominée par les banques et télécoms.

La Bourse d'Égypte (EGX), plus robuste (12 % du PIB, 200 sociétés cotées), bénéficie de volumes d'échanges élevés mais reste freinée par une concentration sur les grandes valeurs et des réglementations complexes.

La Bourse de Palestine (PEX), petite (25 % du PIB, 49 sociétés), est limitée par l'instabilité politique et une dépendance aux investisseurs locaux, rendant les IPO rares.

Ces marchés partagent une rareté (sauf en Égypte), une concentration sectorielle et une dépendance aux investisseurs domestiques, entraînant la sous-performance de leurs IPO par rapport à d'autres régions émergentes.

2.2.2. Structure sectorielle et profil des entreprises introduites

Dans la région MENA, les introductions en bourse (IPO) en Tunisie, Égypte, Palestine et Jordanie se concentrent sur les secteurs bancaires, télécoms et industries publiques partiellement privatisées, reflétant les priorités économiques et les réformes des pays.

Les banques, comme la Commercial International Bank en Égypte, mobilisent l'épargne pour se renforcer, tandis que les télécoms, comme Tunisie Télécom, financent leur croissance. Les privatisations partielles, diversifient les fonds tout en gardant un contrôle étatique.

Ces entreprises, souvent grandes et issues de secteurs régulés comme l'énergie ou les télécoms, alignent leurs activités sur les objectifs gouvernementaux.

Cependant, cette concentration pose des problèmes : manque de transparence, dépendance aux décisions politiques et faible diversification, rendant ces marchés sensibles aux chocs externes.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

2.2.3. Pratiques de régulation et fiscalité

Les cadres réglementaires et fiscaux influencent fortement les introductions en bourse (IPO) dans les marchés émergents de la région MENA, notamment en Tunisie, en Égypte, en Palestine et en Jordanie.

En Tunisie, la Commission des Marchés Financiers impose des règles strictes pour assurer la transparence et protéger les petits actionnaires, tandis qu'en Égypte, l'Autorité de Régulation Financière adopte des normes de gouvernance rigoureuses, inspirées des standards internationaux. En Palestine, l'instabilité politique et une autorité de régulation sous-financée limitent les IPO.

Côté fiscalité, la Tunisie encourage les cotations avec des réductions d'impôts, contrairement à l'Égypte où la complexité fiscale peut freiner les petites entreprises, et à la Palestine où l'absence d'incitations et la double imposition découragent les émetteurs.

Des défis comme les délais administratifs en Tunisie, les exigences de divulgation en Égypte et le manque de coordination en Jordanie et Palestine persistent. Une harmonisation des règles et des incitations est nécessaire pour stimuler les IPO dans la région.

2.3. Contraintes communes à la dynamique IPO dans la région

Plusieurs obstacles transversaux freinent le développement des introductions en bourse dans la région MENA. Ces contraintes limitent l'attractivité et la profondeur des marchés locaux.

2.3.1. Faible culture financière

Les marchés financiers dans la région MENA sont freinés par une faible culture financière, qui complique les introductions en bourse (IPO). Par exemple, moins de 15 % des ménages possèdent des actifs financiers comme des actions,⁵⁹ contrairement à plus de 50 % dans les économies avancées. Beaucoup voient les marchés boursiers comme complexes et risqués, et le manque de connaissances de base limite la participation des petits investisseurs. Cela réduit la liquidité des marchés secondaires. Des initiatives éducatives existent, mais elles sont freinées par des ressources limitées. Les services financiers numériques, comme les applications de trading, pourraient attirer les jeunes et dynamiser le marché.

⁵⁹ Banque Mondiale (2021), *Financial Inclusion in MENA: Trends and Challenges*.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

2.3.2. Prépondérance de l'épargne informelle

Dans les pays en développement de la région MENA, l'épargne informelle, qui représente une part importante des actifs des ménages et des entreprises, est souvent conservée en dehors du système financier formel.

Cette situation limite la capacité des marchés financiers à mobiliser des capitaux pour les introductions en bourse (IPO), car les investisseurs peinent à accéder à ces fonds, ce qui freine les souscriptions massives et réduit la liquidité des marchés secondaires.

En Algérie, par exemple, où l'épargne informelle atteint 70 %, le marché boursier reste peu développé, avec seulement une poignée de sociétés cotées.

Pour remédier à cela, des solutions comme l'intégration de technologies financières, des incitations fiscales, des programmes d'éducation financière et la modernisation des infrastructures de marché sont proposées afin de rediriger ces capitaux vers les marchés organisés.

2.3.3. Cadres réglementaires restrictifs

Les marchés financiers émergents de la région MENA sont freinés par des cadres réglementaires restrictifs qui découragent les introductions en bourse (IPO).

En Tunisie, les procédures administratives, souvent longues de plus de 18 mois, compliquent l'accès des PME à la bourse. Ces délais augmentent les coûts opérationnels et retardent l'obtention de capitaux essentiels à leur expansion.

En Égypte, l'incertitude fiscale, liée à des règles floues sur l'imposition des plus-values et des dividendes post-IPO, freine les initiatives. Cela complique la planification financière à long terme et repousse les investisseurs potentiels.

En Algérie, le contrôle strict sur les entreprises publiques, surtout dans les hydrocarbures, limite leur capacité à innover et à concurrencer sur le marché.

Ces obstacles alimentent un cercle vicieux qui nuit à l'attractivité des marchés. Des réformes simplifiant les démarches, clarifiant la fiscalité et réduisant l'emprise étatique pourraient séduire plus d'investisseurs étrangers et dynamiser l'économie régionale.

2.4. Interdépendance entre IPO et développement des marchés

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Les introductions en bourse (IPO) et le développement des marchés financiers dans les économies émergentes entretiennent une relation de renforcement mutuel. En effet, les IPO augmentent la profondeur et la liquidité des marchés, les rendant plus attractifs pour d'autres entreprises souhaitant s'y introduire. À l'inverse, un marché peu développé, marqué par une faible liquidité et une gouvernance opaque, décourage les initiatives d'IPO, créant ainsi un cercle vicieux. Cette analyse se concentre sur les mécanismes de cette interdépendance, avec un focus sur la région MENA.

2.4.1. Interaction entre liquidité et attrait des IPO

La liquidité, qui reflète la facilité d'acheter ou de vendre un actif sans en modifier le prix, joue un rôle clé pour attirer investisseurs et entreprises sur les marchés financiers, notamment dans les économies en développement comme celles de la région MENA.

Selon la théorie des marchés efficients, plus d'introductions en bourse (IPO) peuvent accroître la liquidité, créant un cercle vertueux : une liquidité améliorée attire de nouveaux émetteurs, ce qui renforce encore le marché. Par exemple, en Égypte, l'IPO de la Commercial International Bank en 1993 a boosté la Bourse du Caire, encourageant d'autres entreprises à suivre. Cependant, dans la région MENA, des obstacles comme la prédominance d'entreprises publiques partiellement privatisées et l'asymétrie d'information freinent cette dynamique. En Algérie, la Bourse d'Alger, souffre d'une faible liquidité qui dissuade les entreprises familiales de s'introduire en bourse. Des réformes, comme la digitalisation via la blockchain, pourraient améliorer la transparence et relancer ce lien entre IPO et liquidité. En résumé, si des succès comme celui de l'Égypte montrent le potentiel d'un marché dynamique, les défis structurels, illustrés par l'Algérie, soulignent le besoin d'un cadre solide pour soutenir cette interaction.

2.4.2. Spécificité des entreprises publiques dans cette dynamique (Défis liés à la gouvernance post-IPO dans les entreprises publiques)

Dans la région MENA, les entreprises publiques jouent un rôle clé dans l'interaction entre les IPO et le développement des marchés financiers émergents. Leur entrée en bourse s'inscrit souvent dans des stratégies de privatisation partielle visant à moderniser leur gouvernance et à mobiliser des fonds privés. Cependant, leur passé institutionnel et leur exposition aux interventions étatiques limitent les bénéfices attendus.

2.4.2.1. Modernisation et leviers de transformation

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Les introductions en bourse (IPO) d'entreprises publiques, stimulent les réformes en imposant une discipline de marché qui favorise la transparence et réduit les inefficacités. Cependant, ces entreprises sont freinées par une culture d'opacité et des pratiques bureaucratiques persistantes, limitant les progrès. De plus, l'État, actionnaire majoritaire, peut bloquer la dynamique de marché. Malgré ces obstacles, les IPO enrichissent les marchés.

Section 3 : Spécificités et perspectives du marché financier algérien

Le marché financier algérien demeure caractérisé par une profondeur limitée, une faible liquidité et une participation restreinte des acteurs privés. Son développement s'inscrit dans un contexte marqué par une forte prédominance de l'intermédiation bancaire, une épargne domestique peu mobilisée et une culture boursière embryonnaire. L'analyse de ses spécificités structurelles et de ses dynamiques récentes permet de mieux cerner les défis et opportunités liés à la mobilisation de capitaux à travers la finance directe.

3.1. État des lieux du marché algérien

Le marché financier algérien, représenté par la Bourse d'Alger, se caractérise par sa taille modeste et une évolution distincte des autres économies émergentes de la région MENA. Sa capitalisation boursière, inférieure à 1 % du PIB, est bien loin de la moyenne régionale de 15 %. Cette situation résulte d'une diversification sectorielle limitée, d'une forte présence des entreprises publiques et d'une faible dynamique, avec seulement cinq introductions en bourse depuis son lancement. Ces éléments soulignent les défis d'un marché peu liquide, dominé par les investisseurs institutionnels.

3.1.1. Historique et fonctionnement de la Bourse d'Alger

La Bourse d'Alger, créée en 1997, a pour objectif de moderniser le système financier algérien et de diversifier une économie dépendante des hydrocarbures. Ses activités débutent en 1999, marquant un tournant dans la gestion des capitaux en Algérie. Cependant, son développement reste faible, avec seulement cinq entreprises cotées en 2023 (4 sur le marché principal et 1 sur le marché des PME). Ceci-dit, la Bourse d'Alger a observé une hausse de 6,52% de sa capitalisation par rapport à l'année précédente.⁶⁰

La Bourse d'Alger affiche un volume d'échanges annuel d'environ 50 millions d'euros

⁶⁰ COSOB (2023), *Rapport Annuel sur le Marché Financier Algérien*.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

en 2022, soit moins de 1% du PIB algérien⁶¹, sa faible dynamique découle de la dominance des entreprises publiques et des hydrocarbures, réduisant l'attrait des marchés financiers. La culture boursière reste peu développée, tant chez les investisseurs institutionnels que particuliers, cela s'explique par un manque d'éducation financière et une préférence pour l'épargne informelle.

Le cadre réglementaire initial de la Bourse d'Alger, rigide et peu incitatif, a freiné les introductions en bourse des entreprises privées, les procédures complexes d'IPO, malgré des réformes récentes comme la loi de finances 2023, restent un obstacle majeur.

Ces réformes visent à simplifier l'accès des PME, mais l'activité boursière demeure faible, traduisant des problèmes de gouvernance ; la persistance de ces défis reflète les contraintes historiques et structurelles d'un marché émergent. Néanmoins, des réformes progressives laissent entrevoir un potentiel de croissance pour ce marché en transition.

3.1.2. Rôle des institutions : COSOB, SGBV, État

Le marché financier algérien s'articule autour de trois acteurs principaux : la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB), la Société de Gestion de la Bourse de Valeurs (SGBV) et l'État. Leurs fonctions, bien que complémentaires, engendrent parfois des tensions qui influencent les introductions en bourse (IPO) et le fonctionnement du marché secondaire.

3.1.2.1. La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse ou la COSOB, est une autorité de régulation indépendante, jouissant de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Elle a été instituée par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières.

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

3.1.2.2. La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières (SGBV)

⁶¹ FMI (2023), *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières ou la SGBV, est une société instituée comme gestionnaire de la bourse d'Alger, son capital social est détenu par les IOB (Intermédiaires en Opérations de Bourse) agréés, ses statuts et la nomination de ses principaux dirigeants sont approuvés par le Ministre chargé des finances après avis de la COSOB.

La SGBV est chargée de l'organisation pratique des opérations d'introduction en bourse des sociétés, de l'organisation des séances de négociation, de la gestion du système de cotation et de la diffusion des informations et statistiques boursières (à travers le Bulletin Officiel de la Côte et les autres canaux d'information : site web, spots télévisés, quotidiens nationaux...).

3.1.2.2. L'État

L'État algérien adopte une posture ambivalente. Il encourage la modernisation par des réformes, telles que la loi n°20-07 de 2020⁶², qui inclut des mesures pour soutenir les startups. Cependant, son interventionnisme dans les entreprises publiques, où il reste souvent actionnaire majoritaire, freine les IPO. De plus, des réglementations fiscales complexes, comme les taxes sur les plus-values, découragent les investisseurs institutionnels.⁶³

Malgré les efforts de la COSOB et de la SGBV, l'interventionnisme étatique et la bureaucratie freinent les IPO. En 2024 et 2025, les introductions en bourse successives du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) et de la Banque de Développement (BDL) représentent des initiatives visant à inverser cette tendance et relancer la Bourse d'Alger qui, avec une meilleure coordination et une libéralisation un peu plus poussée, pourrait se dynamiser encore davantage.

3.2. Contraintes structurelles propres à l'Algérie

Des particularités structurelles en Algérie entravent le développement des introductions en bourse (IPO) et diminuent l'attrait de son marché financier. Ces obstacles se manifestent à travers trois dimensions principales : une économie sous l'emprise du secteur public et des hydrocarbures, des déficiences en termes de gouvernance d'entreprise et de transparence, et un cadre réglementaire inflexible et mal ajusté aux besoins d'un marché en mouvement.

3.2.1. Dépendance vis-à-vis du secteur public et des hydrocarbures

L'économie algérienne dépend fortement du secteur public et des hydrocarbures, ce qui

⁶² Journal Officiel n°20, 59ème année (2020), Loi n° 20-07 du 12 Chaoual 1441 correspondant au 4 juin 2020 portant loi de finances complémentaire.

⁶³ Banque d'Algérie (2021), Rapport sur le développement des marchés financiers en Algérie.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

freine le développement des introductions en bourse (IPO). Les hydrocarbures représentent environ 90 % des exportations et 60 % des recettes budgétaires, renforçant le rôle dominant de l'État dans le financement des entreprises. Ce phénomène, appelé « syndrome hollandais » par Corden et Neary (1982)⁶⁴, concentre les ressources publiques sur les secteurs pétrolier et gazier, réduisant l'intérêt des entreprises comme Sonatrach à se tourner vers les marchés financiers.

Ces entreprises d'État bénéficient de subventions et de prêts avantageux, ce qui, d'après la théorie de la hiérarchie des financements de Myers et Majluf (1984)⁶⁵, limite leur besoin d'émettre des actions. Cette dépendance restreint aussi la diversification sectorielle, rendant la bourse locale peu attractive, avec une capitalisation boursière de seulement 0,5% du PIB⁶⁶, contre 40 % dans les marchés émergents d'Asie.

Enfin, la « malédiction des ressources naturelles » évoquée initialement par Sachs et Warner (1995, 2001)⁶⁷, complique l'instauration de la transparence et de la bonne gouvernance, décourageant les investisseurs et entravant l'essor des marchés financiers.

3.2.2. Gouvernance d'entreprise et transparence

La gouvernance d'entreprise et la transparence restent des défis majeurs pour le marché financier algérien, notamment pour les entreprises publiques. Une culture du secret limite la divulgation d'informations, créant une asymétrie entre émetteurs et investisseurs. La faible indépendance des conseils d'administration, souvent sous contrôle étatique ou d'actionnaires majoritaires, réduit la surveillance. Pour y remédier, des réformes comme des codes de gouvernance contraignants et des audits indépendants, ainsi que la digitalisation des rapports via la plateforme de la COSOB, sont cruciales pour améliorer la transparence et stabiliser le marché.

3.2.3. Adaptation des contraintes régionales au contexte algérien

En Algérie, le marché des introductions en bourse (IPO) progresse avec prudence, dans un cadre encore rigide et dominé par l'économie pétrolière. Le processus, encadré par la COSOB

⁶⁴ Arzelier, M.-P. (2016). Les modèles de syndrome hollandais. Analyse et perspectives de recherche. (<https://doi.org/10.4000/books.ifpo.9552>)

⁶⁵ La théorie du financement hiérarchique, ou *pecking order theory* (POT), est fondée sur l'asymétrie d'information qui existe entre les acteurs internes de l'entreprise (propriétaires, dirigeants) et ses acteurs externes (bailleurs de fonds).

Adair, P. & Adaskou, M. (2011). Théories financières et endettement des PME en France : une analyse en panel. *Revue internationale P.M.E.*, 24(3-4), 137–171. (<https://doi.org/10.7202/1013665ar>)

⁶⁶ Rapport annuel de la COSOB (2021)

⁶⁷ Les ressources (naturelles) sont davantage un fardeau qu'un atout pour le développement des économies sur le court et le long terme. (<https://shs.cairn.info/revue-mondes-en-developpement-2017-3-page-7?lang=fr>)

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

et la SGBV, reste long mais structuré. Comparé à la Tunisie ou l'Égypte, les délais sont plus étendus, en raison d'une gestion centralisée et du manque de ressources spécialisées. Les PME et startups, essentielles à l'économie, font face à des exigences élevées en transparence et gouvernance, dans un cadre encore en développement. Malgré ces freins, leur intérêt croissant témoigne d'une dynamique naissante.

3.3. Opportunités de développement

Le marché financier algérien présente des opportunités de croissance grâce à des réformes législatives récentes, une population favorable et des infrastructures modernisées. Ces éléments pourraient stimuler les introductions en bourse et la liquidité du marché, sous réserve d'une mise en œuvre efficace et du soutien des acteurs économiques.

3.3.1. Réformes économiques récentes et nouvelles lois

L'Algérie a amorcé, depuis 2019, un cycle de réformes structurelles visant à diversifier son économie et revitaliser le secteur privé, en réduisant sa dépendance aux hydrocarbures. Sous l'impulsion des autorités, un ensemble de mesures législatives et réglementaires a été adopté pour moderniser les cadres juridiques des entreprises, soutenir l'émergence d'entreprises innovantes en créant un écosystème favorable et en facilitant leur accès aux marchés financiers, notamment par les introductions en bourse (IPO).

3.3.1.1. Renforcement du statut des start-ups (SPAS)

La Loi n° 22-09 du 5 mai 2022 a créé la Société par actions simplifiée (SPAS), un statut dédié aux start-ups certifiées. En simplifiant les formalités de constitution (capital minimum allégé, assemblées virtuelles) et en assouplissant les règles de gouvernance, la SPAS vise à faciliter la naissance et l'évolution rapide d'entreprises innovantes. Cette loi établit un cadre légal clair pour les incubateurs, accélérateurs et fonds d'amorçage reconnus par le ministère de la Poste, des Télécommunications, et du Numérique.⁶⁸

3.3.1.2. Gouvernance et marché financier

Dans le cadre de la Loi de Finances 2024, plusieurs dispositions visent à renforcer le Conseil National de la Bourse (CNB) et la communication financière : obligation de publier un

⁶⁸ Journal Officiel n°32, 61ème année (2022). Loi n° 22-09 du 4 Chaoual 1443 correspondant au 5 mai 2022 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce.

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

rapport extra-financier trimestriel, création d'un Code de bonnes pratiques de gouvernance aligné sur les standards de Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), et lancement début 2025 d'une plateforme électronique de négociation en continu pour fluidifier les échanges sur le marché secondaire.⁶⁹

3.3.1.3. Perspectives et enjeux des réformes

Ces réformes législatives posent les jalons d'un environnement économique plus attractif. Toutefois, leur effet réel dépendra de la publication et de l'application effective des décrets d'exécution ; de la montée en compétence et de la digitalisation des administrations sectorielles ; de la confiance des investisseurs, qui attendent des garanties sur la stabilité réglementaire.

Dans le cadre des introductions en bourse (IPO), le renforcement de la transparence et la gouvernance pourrait favoriser une meilleure valorisation post-introduction, réduisant ainsi la volatilité des cours sur le marché secondaire.

3.3.2. Potentiel démographique et éducation financière

L'Algérie présente un profil très jeune, avec un âge médian évalué à 28,9 ans en 2020, ce qui signifie que la moitié de sa population a moins de 28,9 ans.⁷⁰ Par ailleurs, plus de 73 % des Algériens résident en zone urbaine, reflétant une urbanisation rapide propice à l'accès aux services financiers.⁷¹ Seulement 44 % en moyenne des adultes algériens possèdent un compte formel, ce qui illustre un faible niveau d'inclusion financière. Pour remédier à cela, et renforcer l'accès au compte formel, par des incitations réglementaires et des campagnes d'information ciblées, afin de rapprocher l'Algérie des moyennes régionales.⁷²

Pour renforcer l'inclusion financière, il est aussi nécessaire d'intensifier la formation dans les universités et via des actions de sensibilisation grand public, en s'appuyant sur les ressources de la COSOB et du Ministère des Finances.

⁶⁹ Journal Officiel n°84, 63ème année (2024). Art. 213. — Les dépenses publiques peuvent être exécutées conformément aux procédures relatives à la passation des marchés publics de manière électronique.

⁷⁰ (algerie360.com/demographie-de-lalgerie-en-2022-les-chiffres-cles-etude/)

⁷¹ Bensalem et Benouhiba (2025). *Urbanization And Social Change In Algeria: Examining The Impact Of Rapid City Growth On Cultural And Economic Structures*. *Ilkogretim Online - Elementary Education Online*, 2025; Vol 24 (Issue 1): pages 201-214

⁷² The Global Findex Database (2021). *Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19*

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

L'effort de formation est essentiellement porté par la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), qui organise chaque année une formation professionnelle destinée aux acteurs du marché financier algérien.

Par exemple, la 11^e promotion de ces professionnels a été diplômée en 2024 à l'issue d'un cycle de formation de la COSOB à Alger.⁷³ Le Ministère des Finances publie par ailleurs des dossiers thématiques sur le marché boursier algérien, offrant des ressources pédagogiques accessibles en ligne.

Le secteur informel reste très important en Algérie : on estime qu'il représente près de la moitié du revenu national produit chaque année, freinant l'appropriation des circuits financiers formels.⁷⁴

Pour catalyser une culture financière durable, il est donc crucial d'élargir l'accès aux comptes formels par des mesures incitatives, de renforcer les partenariats publics-privés pour la formation, et de mener des campagnes de sensibilisation ciblées.

Une meilleure inclusion financière permettrait de remédier au problème de manque de liquidité du marché financier, ce qui réduirait la sous-évaluation des IPO et de stabiliser les cours.

3.3.3. Modernisation des pratiques financières et digitalisation

La modernisation des pratiques financières, soutenue par la digitalisation, constitue un levier stratégique pour améliorer l'efficacité des marchés financiers, renforcer la transparence et favoriser l'inclusion financière.

Dans les économies émergentes, ces dynamiques s'inscrivent dans une logique de transformation structurelle visant à adapter les systèmes financiers aux standards internationaux tout en stimulant l'innovation et la confiance des investisseurs.

3.3.3.1. Trading en ligne

En Algérie, la COSOB a lancé en 2024 un projet de dématérialisation des ordres de bourse, en collaboration avec l'Autorité gouvernementale de certification électronique.

⁷³ (aps.dz/sante-science-technologie/172788-bourse-sortie-de-la-11e-promotion-des-professionnels-du-marche-financier)

⁷⁴ (orientxxi.info/magazine/algérie-une-nouvelle-victoire-des-profiteurs-de-l-economie-informelle%2C8101)

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Cette plateforme numérique uniformise les procédures, réduit les délais d'exécution et facilite l'accès des investisseurs particuliers à la Bourse d'Alger.^{75 76}

La digitalisation des marchés émergents contribue globalement à améliorer la liquidité, même si des données précises pour l'Algérie ne sont pas encore publiées. Les modes de cotation électroniques, en continu, participent néanmoins à dynamiser les échanges sur la place d'Alger.⁷⁷

3.3.3.2. Blockchain et sécurité des transactions

Des initiatives algériennes explorent l'usage de la blockchain pour sécuriser et tracer les opérations financières, notamment pour des paiements transfrontaliers.

Cette technologie distribuée garantit un enregistrement immuable des transactions, renforçant la confiance des acteurs.⁷⁸

3.3.3.3. Adoption des normes IFRS et ISO

Depuis 2024, les entreprises cotées en Algérie appliquent les normes IFRS, alignant leur comptabilité sur les standards internationaux et créant un climat plus attractif pour les investisseurs étrangers, conformément aux études montrant une hausse des flux de FDI après l'adoption de l'IFRS.⁷⁹

Par ailleurs, plusieurs banques et la Bourse d'Alger visent la certification ISO 27001, garantissant la mise en place de systèmes robustes de gestion de la sécurité de l'information et accroissant la protection des données sensibles.⁸⁰

3.3.3.4. Intégration de la finance islamique

La loi de finances 2025 a établi le cadre réglementaire pour l'émission de sukuk souverains à la Bourse d'Alger, la première levée de fonds étant désormais programmée pour 2025. Ce nouvel instrument vise à diversifier les financements publics selon les principes

⁷⁵ (aps.dz/economie/171445-cosob-lancement-du-projet-de-digitalisation-des-ordres-de-bourse-dimanche)

⁷⁶ Note COSOB n°01/2024 aux IOB portant numérisation des ordres de bourse. (cosob.dz/wp-content/uploads/2024/07/Note-COSOB-Aux-IOB-N-01-2024-portant-numerisation-des-ordres-de-bourse.pdf)

⁷⁷ (lalgerieaujourd'hui.dz/la-bourse-dalger-amorce-sa-mise-a-niveau/)

⁷⁸ Bellal et al. (2023). *Blockchain and Supply Chain in Algeria: Enhancing Transparency and Security of Operations*. 464-468.

⁷⁹ Gordon et al. (2012). *The impact of IFRS adoption on foreign direct investment*, *Journal of Accounting and Public Policy*, Volume 31, Issue 4, Pages 374-398.

(sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0278425412000439)

⁸⁰ (factocert.com/algeria/iso-27001-certification-in-algeria/)

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

conformes à la charia, tout en renforçant la transparence et l'inclusion financière.^{81 82}

3.3.3.5. Perspectives et défis de la modernisation

L'un des principaux freins reste le manque de compétences techniques pour déployer et maintenir ces outils numériques : le rapport du FMI sur les monnaies numériques de banque centrale indique que l'Algérie doit encore renforcer ses capacités locales en technologies financières.⁸³

Pour y remédier, la COSOB s'est associée en 2023 à la World Federation of Exchanges pour offrir des sessions de formation aux professionnels algériens sur les outils digitaux et les meilleures pratiques de marché.

⁸¹ Appel d'offre : *Assistance technique pour développer le cadre légal et réglementaire des SUKUK en Algérie et accompagner le Ministère des Finances dans le lancement de la première émission de Sukuk souverain.* (<https://www.isdb.org/project-procurement/fr/appels-doffres/2024/gpn/assistance-technique-pour-developper-le-cadre-legal-et-reglementaire-des>)

⁸² Algérie Presse Service (2024). *Les Sukuk souverains, un nouvel outil de diversification des sources de financement des infrastructures.* (aps.dz/economie/179440-finances-les-sukuk-souverains-un-nouvel-outil-de-diversification-des-sources-de-financement-des-infrastructures)

⁸³ FMI (2024). *Central Bank Digital Currencies in the Middle East and Central Asia*

Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA

Conclusion du chapitre

Ce chapitre a dressé un panorama théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes, en soulignant les singularités de l'Algérie et de la région MENA. L'analyse a révélé des défis systémiques : l'asymétrie d'information, amplifiée par des pratiques opaques et une gouvernance déficiente, se traduit par une sous-évaluation chronique des titres, comme en témoignent les rendements initiaux élevés en Égypte ou en Tunisie. La faible liquidité des marchés, liée à la prédominance d'investisseurs domestiques et à une épargne largement informelle, limite leur attractivité pour les émetteurs comme pour les capitaux internationaux. En Algérie, ces obstacles sont d'autant plus marqués sous l'effet d'une économie encore captivée par les hydrocarbures et d'un secteur public dominateur, malgré des réformes récentes esquissant des pistes de modernisation.

Les interdépendances régionales mettent en lumière un cercle vicieux : les rigidités réglementaires, la concentration sectorielle et les déficiences institutionnelles freinent les IPO, ce qui maintient les marchés dans un état de sous-développement structurel. Pourtant, des leviers existent. La digitalisation des transactions, l'émergence d'une classe d'investisseurs jeunes et connectés, ainsi que l'intégration progressive de normes internationales (gouvernance, transparence) pourraient, à moyen terme, transformer ces contraintes en opportunités.

Dans cette perspective, il devient essentiel d'évaluer concrètement comment ces spécificités contextuelles influencent la valorisation des entreprises et les dynamiques boursières post-IPO. Le chapitre suivant propose un cadre méthodologique adapté aux réalités des marchés émergents, combinant outils d'évaluation financière et analyse comportementale des cours, pour décrypter les mécanismes de prix dans des écosystèmes marqués par l'incertitude et la transition.

CHAPITRE II :

Cadre méthodologique

d'évaluation de l'entreprise et du

comportement du cours de l'action

dans les marchés émergents

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Introduction du chapitre

L'évaluation des entreprises et l'analyse des cours boursiers dans les marchés émergents nécessitent une approche adaptée aux réalités structurelles de ces économies. Confrontés à des asymétries d'information, une faible liquidité et des risques systémiques, les modèles classiques, conçus pour des marchés matures, montrent rapidement leurs limites. Ce chapitre développe un cadre méthodologique hybride, combinant outils traditionnels et adaptations contextuelles, pour répondre aux spécificités institutionnelles et macroéconomiques de ces environnements.

La première section explore les méthodes d'évaluation pré-IPO en identifiant les ajustements indispensables pour intégrer les risques locaux. Elle examine comment les incertitudes liées aux données incomplètes, aux normes comptables variables et à l'instabilité macroéconomique exigent des ajustements systématiques, comme l'ajout de primes de risque ou l'utilisation de références régionales adaptées. L'analyse aborde également les défis de validation des hypothèses dans des contextes complexes, où la démarche s'appuie sur une gouvernance renforcée et un cadre réglementaire strict.

La seconde section analyse les facteurs clés de la volatilité et de la performance post-IPO. Elle met en lumière le rôle de la concentration de l'actionnariat, du faible flottant et des chocs externes (politiques, économiques) dans la dynamique des cours. Des indicateurs adaptés au contexte, ainsi que des recommandations pour améliorer transparence et liquidité, sont proposés pour guider les acteurs dans ces marchés fragmentés.

Ce chapitre offre une grille d'analyse équilibrée, mêlant rigueur théorique et adaptations pratiques aux réalités des marchés émergents. Il souligne l'importance de modèles flexibles, capables de concilier standards internationaux et contraintes locales, pour soutenir le développement de marchés financiers plus résilients et attractifs.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Section 1 : Méthodes ajustées d'évaluation de l'entreprise avant l'introduction en bourse

L'évaluation préalable d'une entreprise constitue une étape stratégique dans le processus d'introduction en bourse, notamment dans les marchés émergents où les contraintes informationnelles, la faible liquidité et les risques pays imposent des ajustements méthodologiques spécifiques.

Cette section examine les approches d'évaluation adaptées à ces contextes, en mobilisant des outils comme le DCF ajusté, les multiples sectoriels, ainsi que l'intégration des primes de risque liées à l'environnement institutionnel et économique local.

1.1. Cadre d'évaluation dans les marchés émergents : problématique méthodologique

Dans les marchés émergents, l'évaluation des entreprises avant leur introduction en bourse (pré-IPO) requiert des ajustements par rapport aux méthodes utilisées dans les marchés développés.⁸⁴ En effet, les particularités de ces économies, telles que la limitation des marchés financiers, l'incohérence des données et les modes de gouvernance spécifiques, exigent une méthodologie adaptée au contexte local.

Au lieu de réitérer les traits généraux de ces marchés, qui ont été discutés précédemment, l'objectif est de mettre en lumière leurs effets concrets sur les techniques d'évaluation. Cela inclut une proposition plus prononcée des métriques financières, des obstacles à l'estimation d'un coût du capital précis, et une incertitude quant à la liquidité future des actions.

1.1.1. Incertitudes informationnelles et données non standardisées

Les informations financières employées pour les évaluations sont fréquemment incomplètes ou ne respectent pas les normes internationales, comme les IFRS. Ce manque de transparence compromet la précision des projections de flux de trésorerie et du calcul de la valeur terminale dans les modèles d'actualisation des flux de trésorerie (DCF).

Par ailleurs, le sous-développement du marché secondaire complique l'identification de sociétés comparables appropriées pour les approches de valorisation par multiples.

⁸⁴ Bruner et al. (1998). *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*. Financial Practice and Education, 8(1), 13–28. (https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/Best%20Practices%20in%20Estimating%20the%20Cost%20of%20Capital%20Survey%20and%20Synthesis_e59fb55c-eeac-4abe-9ae9-04c4c623e8c3.pdf)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

1.1.2. Spécificités algériennes et implications pour l'évaluation

En Algérie, la prépondérance du secteur étatique, la concentration élevée dans certains secteurs et l'influence significative de l'État en tant qu'actionnaire rend plus ardue l'évaluation du risque idiosyncratique des entreprises (Banque mondiale, 2023).⁸⁵

De surcroît, l'utilisation économique due à la forte dépendance aux revenus des hydrocarbures complique la prévision des performances futures des sociétés.

1.2. Méthodes d'évaluation adaptées aux marchés émergents

Les marchés émergents se distinguent par des limitations structurelles et des risques particuliers, ce qui impose l'utilisation de méthodes d'évaluation personnalisées. Cette partie examine les approches spécialement conçues et modifiées pour ces contextes.

1.2.1. Diagnostic financier préalable

Avant d'entrer en bourse, particulièrement sur les marchés émergents, une entreprise doit impérativement passer par un diagnostic financier préalable.

Cette étape cruciale permet de mettre en lumière ses forces et faiblesses financières, tout en offrant la transparence indispensable pour attirer les investisseurs.

Ce diagnostic s'articule autour de deux axes principaux : la réévaluation des actifs conformément aux normes IFRS et l'ajustement des flux de trésorerie pour tenir compte des risques de change.

1.2.1.1. Réévaluation des actifs selon les normes IFRS

L'adoption des normes IFRS est fondamentale pour aligner les états financiers sur les normes internationales, ce qui renforce la crédibilité auprès des investisseurs étrangers.⁸⁶

Dans des pays comme l'Algérie, où les pratiques comptables locales peuvent diverger significativement, la réévaluation des actifs selon les IFRS est essentielle pour corriger les écarts de valorisation, notamment pour les immobilisations corporelles et les actifs financiers.

⁸⁵ L'omniprésence de l'Etat crée une opacité des performances des entreprises : leurs décisions dépendent plus de facteurs politiques que de logiques économiques, compliquant l'évaluation des risques spécifiques.

⁸⁶ Barth et al. (2008). *International Accounting Standards and Accounting Quality*. Journal of Accounting Research, 46 (3), 467–498.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Toutefois, des défis subsistent. En Algérie, la prédominance des entreprises publiques complique parfois l'application intégrale de ces normes, en raison d'un manque d'expertise locale et de résistances institutionnelles.⁸⁷

Des études ont démontré que l'adoption des IFRS dans les marchés émergents peut entraîner une réduction du coût du capital grâce à une meilleure comparabilité des informations financières.⁸⁸ Pour surmonter ces obstacles, il est recommandé de recourir à des auditeurs internationaux et de mettre en place des formations ciblées.

1.2.1.2. Ajustement des flux de trésorerie aux risques de change

Les entreprises opérant dans les marchés émergents sont souvent exposées à la possibilité des devises. En Algérie, par exemple, le dinar (DA) subit des pressions dues aux fluctuations des prix du pétrole.⁸⁹

L'ajustement des flux de trésorerie pour prendre en compte les risques de change vise à neutraliser l'impact des variations de taux de change sur la valorisation de l'entreprise. Les méthodes telles que l'utilisation d'un taux de rendement optimisé au risque pays ou la modélisation de scénarios de stress sont utilisées efficacement.^{90 91}

Cependant, dans le contexte algérien, marqué par des contrôles de changement stricts, ces ajustements ont nécessairement une analyse contextuelle approfondie. Les entreprises exportatrices peuvent envisager des couvertures naturelles ou l'utilisation de produits dérivés, bien que l'accès à ces instruments soit limité.

De tels ajustements peuvent réduire significativement les écarts de valorisation dans les marchés émergents.⁹²

⁸⁷ Saidi (2013). *Accounting Developments in Algeria: The Road to IFRS*. International Research Journal of Applied Finance, 4(1), 124–142.

⁸⁸ Li, S. (2010). *Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital?* The Accounting Review, 85(2), 607–636.

⁸⁹ Amroun et Smaali (2022). *The impact of oil price fluctuations on inflation in Algeria during the period (1990–2021)*. Finance and Business Economics Review, 6(3), 21–49.

⁹⁰ Damodaran, A. (2012). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2012 Edition*. NYU Stern School of Business. (people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2012.pdf)

⁹¹ Damodaran, A. (2012). *Equity Risk Premiums (ERP): Globalization and Country risk*. Aswath Damodaran's Musings on Markets (aswathdamodaran.blogspot.com/2012/07/equity-risk-premiums-globalization-and.html)

⁹² Roggi et al. (2017). *Valuing Emerging Markets Companies: New Approaches to Determine the Effective Exposure to Country Risk*. Research in International Business and Finance. 39. 553-567.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

1.2.2. Méthodes hybrides de valorisation

Les marchés émergents sont marqués par des risques spécifiques tels que le manque de liquidité, l'instabilité réglementaire et les asymétries d'information, nécessitant ainsi des méthodes de valorisation qui combinent les modèles traditionnels avec des ajustements contextuels.

Ces approches hybrides intègrent des primes de risque et des décotes pour refléter plus fidèlement les réalités locales.

1.2.2.1. Modèle DCF avec prime de risque pays (CDS, Doing Business)

Le modèle d'actualisation des flux de trésorerie (DCF) est une référence en matière d'évaluation d'entreprise, mais son application aux marchés émergents nécessite des ajustements explicites pour tenir compte du risque pays.

Le coût du capital dans ces marchés doit inclure une prime de risque souverain, souvent estimée à travers les spreads des Credit Default Swaps (CDS) ou des indicateurs macroéconomiques comme l'indice Doing Business de la Banque mondiale.⁹³

- **Prime de risque souverain (CDS)**

Les CDS mesurent le coût de protection contre un défaut souverain, reflétant la perception du risque politique et économique. Par exemple, un spread de CDS de 300 points de base pour l'Algérie implique une prime annuelle de 3 % à ajouter au taux sans risque.⁹⁴

- **Ajustement Doing Business**

L'indice *Doing Business* évalue la facilité de faire des affaires (régulation, fiscalité, protection des investisseurs). Une dégradation de ce score (par exemple l'Algérie est classée 157 sur 190) justifie une majoration supplémentaire du taux d'actualisation.⁹⁵

⁹³ Damodaran, A. (2023). *Country Risk: Determinants, Measures and Implications*. (<https://ssrn.com/abstract=4509578>)

⁹⁴ Damodaran, A. (2023). *Country Default Spreads and Risk Premiums*, NYU Stern School of Business. Jeu de données et méthodologie pour estimer les spreads de CDS et en déduire la prime de risque pays. (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

⁹⁵ Banque Mondiale (2020). *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies*, The World Bank Group. Rapport global fournissant l'indice et les classements par pays pour la facilité de faire des affaires. (Le classement à trouver en page 4)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Le taux d'actualisation ajusté se formule ainsi :

$$r_{ajusté} = r_{sans\ risque} + \beta \times (r_{marché} - r_{sans\ risque}) + Prime\ pays$$

Cependant, cette approche est critiquée pour sa sensibilité aux hypothèses de β (bêta) dans des marchés peu liquides, auxquels on préconise plutôt des méthodes alternatives (modèles à facteurs multiples).⁹⁶

1.2.2.2. Utilisation de Multiples sectoriels ajustés avec décote d'illiquidité

Les multiples sectoriels (P/E, EV/EBITDA) offrent une valorisation relative, mais leur application en contexte émergent nécessite une décote pour illiquidité. Les entreprises non cotées ou opérant sur des marchés illiquides subissent une décote moyenne de 20 à 30 % par rapport à leurs pairs sur des marchés développés.⁹⁷

- **Ajustement par comparables régionaux**

En l'absence de données locales fiables, les évaluateurs recourent souvent à des multiples issus de pays émergents comparables, tels que le Maroc ou la Tunisie, pour estimer la valeur des entreprises algériennes. Cependant, compte tenu de la moindre liquidité du marché algérien par rapport à ces pays, une décote supplémentaire pour illiquidité pourrait être appliquée. Selon des experts en évaluation comme Aswath Damodaran, cette décote peut varier en fonction de plusieurs facteurs, mais des études suggèrent qu'elle se situe souvent entre 20 et 30 % pour les marchés moins liquides.⁹⁸

- **Limites et critiques**

Néanmoins, cette approche présente des limites. Elle présuppose une homogénéité sectorielle qui n'est pas toujours présente dans des économies où le secteur public est prédominant, comme c'est le cas en Algérie. De plus, la détermination de la décote d'illiquidité demeure subjective. Pour pallier cette subjectivité, il est recommandé de réaliser des analyses de sensibilité afin d'encadrer les fourchettes de valorisation, une pratique courante dans le domaine de la valuation.

⁹⁶ Harvey (2005). *The downside of beta*. In E. Banks (Ed.), *Handbook of Asset and Liability Management*, Vol. 1, 575–602.

⁹⁷ Lie et Lie (2002). *Multiples Used to Estimate Corporate Value*. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54.

⁹⁸ Damodaran (2005). *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*. NYU Stern School of Business. p17. p52 (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

- **Application au contexte algérien :**

Dans le contexte spécifique de l'Algérie, caractérisé par une forte présence de l'État dans l'économie et une volatilité macroéconomique due à la dépendance aux hydrocarbures, des ajustements plus conséquents sont nécessaires.

Par exemple, la prime de risque pays pour l'Algérie est généralement plus élevée que celle du Maroc, comme en témoigne la différence dans les spreads de CDS.

De même, pour les secteurs stratégiques tels que la banque et l'énergie, la décote d'illiquidité pourrait dépasser 25 %. Il est crucial que ces paramètres soient clairement explicités dans les hypothèses de valorisation afin de se conformer aux exigences de transparence imposées par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) en Algérie.

1.2.3. Méthodes spécifiques au cas bancaire (méthode patrimoniale)

Les banques, en raison de leur structure financière complexe (prêts, dépôts, réglementation stricte), nécessitent des méthodes de valorisation adaptées. Deux approches sont couramment utilisées dans les marchés émergents pour évaluer les établissements bancaires avant une introduction en bourse (IPO) : l'Actif Net Réévalué (ANR) et la Valeur mathématique intégrant la gouvernance.

1.2.3.1. Actif Net Réel (ANR)

L'ANR est une méthode de valorisation basée sur la réévaluation des actifs et passifs à leur juste valeur marchande, plutôt que sur leur valeur comptable historique. Elle est particulièrement pertinente pour les banques, dont les bilans sont marqués par des actifs financiers sensibles aux fluctuations de marché (prêts, titres, etc.).

L'Actif Net Réévalué se calcule en ajustant l'actif net comptable par les plus-values et moins-values latentes afin de refléter la valeur économique réelle des capitaux propres : ⁹⁹

$$\text{Actif Net Réel} = \text{Actif Net Comptable} + (\text{Plus-values latentes} - \text{Moins-values latentes}) + \text{Provisions non justifiées} + \text{Impôt différé actif} - \text{Impôt différé passif}$$

⁹⁹ (comptabilite.pagesjaunes.fr/astuce/voir/550955/actif-net-reevalue)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

où :

- Actif net comptable : La différence entre les actifs totaux et les passifs, basée sur les valeurs comptables.
- Plus-values latentes : Gains non réalisés sur les actifs.
- Moins-values latentes : pertes non réalisées sur les actifs.
- Provisions non justifiées : Provisions comptables qui ne sont pas nécessaires et peuvent être ajoutées.
- Impôt différé actif/passif : Ajustements liés aux impôts futurs ou passés.

Pour une valeur par action, on divise simplement l'ANR par le nombre total d'actions en circulation :

$$ANR \text{ par action} = \frac{ANR}{\text{Nombre d'actions}}$$

Les actifs réévalués incluent les prêts (ajustés au risque de défaut), les investissements (évalués au prix de marché) et les immobilisations. Les passifs sont ajustés pour refléter les engagements actuels (dépôts, dettes).

Dans les marchés émergents comme l'Algérie, où les données historiques sont peu fiables, l'ANR offre une évaluation transparente des actifs tangibles.

Cette méthode est privilégiée pour les institutions financières en raison de sa capacité à intégrer les risques spécifiques (crédit, liquidité).¹⁰⁰

La Banque Mondiale (2019) souligne son utilisation dans les IPO de banques africaines pour rassurer les investisseurs sur la solvabilité.¹⁰¹

¹⁰⁰ Damodaran (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.

¹⁰¹ Banque Mondiale (2019). *Listing State-Owned Enterprises in Emerging and Developing Economies: Lessons Learned from 30 Years of Success and Failure*.

(<https://documents1.worldbank.org/curated/en/984431624443117178/pdf/Listing-State-Owned-Enterprises-in-Emerging-and-Developing-Economies-Lessons-Learned-from-30-Years-of-Success-and-Failure.pdf>)

Ce rapport documente l'utilisation de méthodes d'évaluation patrimoniale (ANR) dans les IPO de grandes banques africaines pour renforcer la confiance des investisseurs dans la solvabilité des émetteurs

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

1.2.3.2. Valeur mathématique et gouvernance

La valeur mathématique désigne une approche de valorisation d'entreprise fondée sur l'évaluation objective des actifs et passifs, ajustée aux normes comptables internationales (IFRS) et aux spécificités du marché.

Dans le cadre d'une introduction en bourse (IPO), cette méthode permet de déterminer une base tangible pour le prix d'introduction, notamment dans les marchés émergents où le manque de liquidité et l'asymétrie d'information sont prononcées.¹⁰²

- **Formule**

La valeur mathématique se définit par la formule générale suivante :

$$VM = \Sigma (\text{Valeur juste des actifs}) - \Sigma (\text{Valeur juste des passifs})$$

Pour obtenir la valeur mathématique par action, on divise ensuite par le nombre d'actions en circulation :

$$VM \text{ par action} = (\Sigma \text{ Actifs} - \Sigma \text{ Passifs}) \div \text{Nombre d'actions en circulation}$$

Selon Damodaran, cette base tangible aide à fixer un prix d'introduction en bourse réaliste, en limitant les biais liés aux méthodes DCF ou aux multiples de comparables.

Des corrections peuvent être nécessaires pour prendre en compte les particularités du marché algérien, notamment dépréciations, amortissements et provisions spécifiques.

- **Gouvernance et impact sur la valorisation**

La gouvernance d'entreprise joue un rôle clé dans la perception de la valeur par les investisseurs.

Une structure de gouvernance solide (conseil d'administration indépendant, transparence des informations) réduit les risques d'agence et le coût du capital, augmentant ainsi la prime de confiance dans les IPO.¹⁰³

¹⁰² Damodaran (2012). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2012 Edition*. NYU Stern School of Business. (people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2012.pdf)

¹⁰³ La Porta et al.. (2000). *Investor Protection and Corporate Governance*. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. ([http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9))

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

- **Application au marché algérien**

Dans le contexte algérien, marqué par une dominance publique et des conflits d'intérêts potentiels¹⁰⁴, les investisseurs exigent souvent une décote pour compenser les lacunes de gouvernance. Le marché secondaire étant peu actif, la valeur mathématique sert de référence minimale pour les IPO, tandis que la gouvernance influence les ajustements de prime ou de décote.

1.2.4. Bêta pré-IPO et ajustements

Le bêta pré-IPO mesure la sensibilité des rendements attendus d'une entreprise non cotée par rapport aux mouvements du marché. Contrairement aux entreprises cotées, où le bêta historique est calculé à partir des données de cours, l'estimation pré-IPO se heurte à l'absence de données boursières directes, notamment dans les marchés émergents comme l'Algérie, caractérisés par une faible liquidité et une dominance d'entreprises publiques.¹⁰⁵

1.2.4.1. Difficultés d'estimation bêta historique dans un marché peu liquide

L'estimation traditionnelle du bêta repose sur l'analyse des rendements historiques d'une action par rapport à un indice de référence. Cependant, dans un marché émergent comme l'Algérie, le manque de liquidité chronique et le nombre limité de transactions faussent cette approche.¹⁰⁶ Par exemple, les entreprises publiques algériennes, souvent majoritaires dans l'économie, ne disposent pas de données de marché fiables. De plus, les retards dans la publication des informations financières et l'opacité réglementaire compliquent l'évaluation des risques systématiques.

Pour contourner ces limites, les praticiens utilisent des proxies, tels que le bêta des entreprises comparables cotées dans des marchés régionaux (ex. : Maroc, Tunisie) ou sectoriels (CFA Institute, 2020).¹⁰⁷ Ces proxies sont ensuite ajustés pour tenir compte des différences de levier financier et de structure capitalistique via l'équation de Hamada.¹⁰⁸

¹⁰⁴ Rapport annuel de la COSOB (2021)

¹⁰⁵ Damodaran (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*.

¹⁰⁶ Bekaert et Harvey (2003). op. cit

¹⁰⁷ CFA Institute Research Foundation (2020). *Valuation handbook: International guide to cost of capital* (Summary ed.), p173. (<https://ssrn.com/abstract=3958962>)

¹⁰⁸ Hamada (1972). *The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks*. Journal of Finance, 27(2), p435–452. (<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x>)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

1.2.4.2. Ajustements pour illiquidité par indices régionaux ou sectoriels

Le manque de liquidité des marchés émergents impose une prime de risque supplémentaire. Une méthode courante consiste à appliquer une décote au bêta estimé, reflétant l'écart de liquidité entre le marché cible (Algérie) et un marché de référence (ex. : MSCI Emerging Markets). Cette décote peut être quantifiée en comparant les spreads de rendement des obligations souveraines ou les indices de liquidité sectoriels.¹⁰⁹

En Algérie, où le marché secondaire est peu efficient, l'utilisation d'indices régionaux (ex. : Indice BRVM pour l'Afrique de l'Ouest) ou de secteurs similaires (banques, énergie) permet de dériver un bêta ajusté.

En conclusion, l'estimation du bêta pré-IPO dans les marchés émergents exige une combinaison de méthodes comparatives et d'ajustements empiriques, validés par des institutions comme la COSOB et des cabinets internationaux (ex. : McKinsey). Ces approches restent toutefois limitées par l'hétérogénéité des données et la volatilité structurelle, soulignant la nécessité d'une validation multi-méthodes.

1.3. Validation de la valorisation dans le cadre algérien

La validation de la valorisation d'une entreprise dans le contexte algérien doit intégrer des spécificités institutionnelles, réglementaires et structurelles propres aux marchés émergents.

Il faut prendre en considération les mécanismes de contrôle, les exigences de transparence et les contraintes systémiques influençant cette validation.

1.3.1. Rôle de la COSOB et encadrement réglementaire

La Commission de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) joue un rôle central dans la régulation des marchés financiers algériens, notamment en encadrant les processus d'évaluation pré-IPO et en garantissant la transparence et l'équité des opérations.

Son mandat s'aligne sur les standards internationaux de régulation, tout en intégrant les spécificités du contexte économique et institutionnel algérien.¹¹⁰

¹⁰⁹ Pastor et Stambaugh (2003). *Liquidity risk and expected stock returns*. Journal of Political Economy, 111(3), p642–685. (<http://dx.doi.org/10.1086/374184>)

¹¹⁰ Rapport annuel de la COSOB (2021). p38.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

1.3.1.1. Seuils de transparence

La COSOB impose des exigences strictes en matière de divulgation d'informations pour les entreprises candidates à une introduction en bourse.

Les émetteurs doivent publier des états financiers audités selon les normes IFRS, une analyse détaillée des risques sectoriels (ex : dépendance aux hydrocarbures), et les hypothèses sous-jacentes à leur valorisation.

Ces seuils visent à réduire l'asymétrie d'information, un enjeu critique dans les marchés émergents où les données historiques sont souvent lacunaires.¹¹¹

1.3.1.2. Gouvernance et conflits d'intérêts

La gouvernance des entreprises et la prévention des conflits d'intérêts constituent un pilier réglementaire pour la COSOB. En s'inspirant des Principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE¹¹², l'autorité exige que les évaluateurs externes intervenant dans les IPO soient indépendants des actionnaires majoritaires, souvent des entités publiques en Algérie.

Cette mesure vise à limiter les biais de valorisation, fréquents dans les économies dominées par l'État.¹¹³ Par ailleurs, la COSOB supervise la composition des comités d'audit, en imposant un quota minimal d'administrateurs indépendants pour les sociétés cotées. Ces mécanismes restent toutefois fragilisés par la concentration actionnariale, typique des marchés émergents, nécessitant un renforcement continu des contrôles ex post.

1.3.2. Publication des hypothèses de valorisation

La publication des hypothèses de valorisation constitue un pilier essentiel de la transparence et de la crédibilité des évaluations pré-IPO, particulièrement dans les marchés émergents comme l'Algérie.

Cette démarche permet non seulement de renforcer la confiance des investisseurs, mais aussi de répondre aux exigences réglementaires de la COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), qui encadre les seuils de divulgation.

¹¹¹ La Porta et al. (1998). op. cit. p1125.

¹¹² OCDE (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance, p20.

¹¹³ Megginson et Netter (2001), op. cit. p350.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

1.3.2.1. Enjeux théoriques et pratiques

La littérature académique souligne que la divulgation détaillée des hypothèses réduit l'asymétrie d'information et limite les écarts de valorisation post-IPO.¹¹⁴ Dans le contexte algérien, marqué par une dominance des entreprises publiques et une faible liquidité boursière, cette transparence est d'autant plus critique. Les hypothèses clés à publier incluent :

- Les paramètres de risque pays (ex. : prime de risque basée sur les CDS souverains ou le classement *Doing Business* de la Banque mondiale).
- Les ajustements apportés aux flux de trésorerie (risque de change, illiquidité), conformément aux normes IFRS.
- Les décotes sectorielles appliquées, notamment pour les secteurs exposés à la volatilité macroéconomique (ex. : hydrocarbures).

1.3.2.2. Défis spécifiques au marché algérien

L'Algérie présente des contraintes structurelles qui compliquent la publication exhaustive des hypothèses :

- **Manque de données historiques** : L'absence de marché secondaire actif limite l'accès à des séries temporelles fiables pour calibrer les modèles.
- **Dépendance à l'expertise externe** : Les évaluateurs internationaux privilégient souvent des méthodologies standardisées (DCF, multiples), peu adaptées aux spécificités locales.
- **Culture de confidentialité** : Les entreprises publiques, majoritaires dans les IPO, hésitent à divulguer des informations sensibles liées à leur gouvernance ou à leur exposition aux risques politiques.

1.3.2.3. Recommandations pour une transparence accrue

Pour surmonter ces obstacles, plusieurs bonnes pratiques émergent :

- **Standardisation des rapports** : Adopter un cadre de divulgation inspiré des normes de l'IVSC (International Valuation Standards Council), intégrant une analyse de sensibilité

¹¹⁴ Ljungqvist (2007). op. cit.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

des hypothèses clés (PER ajusté, taux d'actualisation).

- **Collaboration avec la COSOB** : Renforcer les exigences de publication via des guides méthodologiques.
- **Utilisation de scénarios multiples** : Présenter des valorisations sous différents scénarios macroéconomiques afin de refléter la volatilité intrinsèque du marché algérien.

La publication rigoureuse des hypothèses de valorisation demeure un levier stratégique pour légitimer les évaluations pré-IPO en Algérie. Elle nécessite toutefois un alignement entre les acteurs locaux, les régulateurs et les standards internationaux, afin de pallier les lacunes informationnelles et structurelles du marché.

1.3.3. Limites structurelles

Les contraintes structurelles propres aux marchés émergents, et notamment au contexte algérien, complexifient la validation des évaluations pré-IPO. Ces limites, intrinsèques à l'environnement économique et réglementaire, soulèvent des défis méthodologiques et pratiques majeurs.

1.3.3.1. Absence de marché secondaire actif et dynamique

L'Algérie se caractérise par un marché secondaire peu développé, marqué par une faible liquidité et un nombre limité de transactions. Cette illiquidité réduit la capacité à établir des prix de référence fiables, ce qui biaise l'évaluation des actifs.¹¹⁵

Selon une étude de la Banque Mondiale (2021), les marchés émergents avec un flottant inférieur à 15 % subissent une prime d'illiquidité moyenne de 20 à 30 %, ce qui se reflète dans les décotes appliquées aux valorisations. En Algérie, l'absence de transactions régulières sur le marché secondaire entraîne une dépendance excessive aux modèles théoriques, comme le DCF, qui peinent à intégrer les risques idiosyncratiques locaux.¹¹⁶ De plus, le manque de données historiques sur les cours boursiers limite l'estimation précise du bêta, un paramètre clé dans les modèles d'évaluation.¹¹⁷

¹¹⁵ Berk & DeMarzo (2020). *Corporate Finance*, 5^e édition mondiale, p612. (<https://library.iti.ac.id/opac/repository/EB2020004.pdf>)

¹¹⁶ Damodaran (2012). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*, p14. (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/ERP2012.pdf>)

¹¹⁷ Fama & French (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. p3 (<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

1.3.3.2. Dépendance à l'expertise externe

Face aux lacunes institutionnelles locales, les émetteurs algériens recourent systématiquement à des évaluateurs internationaux pour certifier leurs valorisations. Ce phénomène, bien que garantissant une apparence de légitimité, soulève des coûts élevés et des problèmes d'adéquation contextuelle.

Les normes IFRS imposées par ces experts ignorent parfois les spécificités du secteur public dominant en Algérie, où les actifs stratégiques (comme les hydrocarbures) sont soumis à des logiques politiques plutôt que marchandes.

Par ailleurs, on souligne un « biais de standardisation » des évaluateurs internationaux, qui tendent à sous-estimer les risques locaux non quantifiables, comme l'instabilité réglementaire. Ce recours externe, bien que nécessaire, accentue la vulnérabilité des marchés émergents aux chocs exogènes et limite le développement d'une expertise locale pérenne.¹¹⁸

La validation de la valorisation en Algérie repose sur un équilibre fragile entre régulation rigoureuse (COSOB), transparence méthodologique et adaptation aux contraintes structurelles.

Ces défis appellent à une hybridation des pratiques, combinant normes internationales et ajustements contextuels, thème qui sera approfondi dans les chapitres suivants.

Section 2 : Mesures de la volatilité et de la performance de l'action après l'introduction

L'analyse de la performance boursière post-IPO constitue un enjeu fondamental pour évaluer la qualité d'une introduction en bourse, en particulier dans les marchés émergents où la volatilité et la liquidité demeurent limitées.

Comprendre la dynamique du cours de l'action après sa cotation initiale permet d'identifier les ajustements de valorisation par le marché, les réactions des investisseurs et la capacité du titre à générer une performance durable.

Cette étape s'inscrit ainsi au cœur de l'évaluation du succès d'une IPO dans un contexte structurellement contraint.

¹¹⁸ La Porta & al. (1998). op. cit. p1125.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

2.1. Mesures de la volatilité et du risque post-IPO

L'évaluation de la volatilité et du risque post-IPO constitue un pilier essentiel pour comprendre la performance des titres nouvellement introduits sur les marchés secondaires, en particulier dans des contextes de marchés émergents caractérisés par des inefficiences structurelles. Cette sous-section se concentre sur les outils quantitatifs permettant de mesurer ces phénomènes, en tenant compte des spécificités des environnements peu liquides et réglementés, tels que le marché algérien.

2.1.1. Indicateurs de volatilité

La volatilité post-IPO reflète l'amplitude des variations du cours de l'action après l'introduction en bourse. Elle est un proxy du risque perçu par les investisseurs et dépend à la fois de facteurs microéconomiques (structure de l'offre, qualité de la gouvernance) et macroéconomiques (instabilité politique, chocs externes).

2.1.1.1. Écart-type annualisé

L'écart-type est une mesure statistique qui quantifie la dispersion des données autour de leur moyenne. En finance, il est utilisé pour évaluer la volatilité d'un actif, c'est-à-dire l'ampleur des variations de son rendement (ou de son cours) par rapport à sa moyenne sur une période donnée. Plus l'écart-type est élevé, plus le risque associé à l'actif est important, car les rendements peuvent s'écarter significativement de la valeur attendue.¹¹⁹

Dans le contexte d'une introduction en bourse (IPO), l'écart-type permet d'analyser la stabilité du cours de l'action dans le marché secondaire. Une volatilité élevée pourrait refléter des incertitudes des investisseurs, des réactions à des informations spécifiques (résultats financiers, annonces stratégiques), ou des déséquilibres entre l'offre et la demande post-IPO.

En somme, l'écart-type est une mesure statistique fondamentale pour évaluer la volatilité des rendements d'une action, reflétant la dispersion des rendements autour de leur moyenne sur une période donnée. Dans le contexte post-IPO, il permet de quantifier l'ampleur des fluctuations du cours de l'action après son introduction en bourse, offrant ainsi une indication clé du risque associé à l'investissement (Bodie, Kane, & Marcus, 2014).¹²⁰

¹¹⁹ Brealey & al. (2020). Principles of Corporate Finance, p. 163

¹²⁰ Bodie & al. (2014). Investments, p. 68.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

- **Formule mathématique**

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (R_i - R)^2}$$

Où :

σ = écart-type,

R_i = rendement (ou cours) à la période i ,

R = rendement moyen sur la période,

N = nombre d'observations.

L'écart-type est annualisée pour faciliter les comparaisons inter-temporelles. Il est particulièrement pertinent pour les marchés émergents, où l'instabilité structurelle amplifie les fluctuations. Par exemple, dans le contexte algérien, un écart-type élevé pourrait refléter des chocs macroéconomiques ou des lacunes de liquidité. Ce calcul consiste à extrapoler la volatilité observée sur une base quotidienne ou mensuelle à une échelle annuelle, en utilisant la formule :

$$\sigma_{\text{annualisé}} = \sigma_{\text{périodique}} \times N$$

Où : N représente le nombre de périodes dans une année. Cette approche facilite les comparaisons inter-temporelles et intersectorielles.

- **Interprétation dans un Contexte Financier**

Écart-type faible : Indique une faible volatilité. Pour le CPA, cela pourrait suggérer une confiance stable des investisseurs ou une liquidité suffisante sur le marché secondaire.

Écart-type élevé : signale une forte volatilité, potentiellement liée à des facteurs idiosyncrasiques (ex. incertitudes réglementaires en Algérie) ou à des chocs de marché.

Dans le cadre algérien, marqué par une faible profondeur de marché et une dominance des acteurs publics, l'écart-type tend à être plus élevé que sur les marchés développés. Par exemple, dans les marchés financiers maghrébins, on souligne que l'instabilité politique et la dépendance aux matières premières amplifient la volatilité des rendements, nécessitant un ajustement des modèles d'évaluation.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Cependant, l'écart-type présente des limites. Il suppose une distribution normale des rendements, hypothèse souvent invalidée sur les marchés émergents où les événements extrêmes (effets de « queues épaisses ») sont plus fréquents.¹²¹ De plus, la disponibilité limitée de données historiques en Algérie, notamment pour les entreprises récemment introduites en bourse, peut fausser l'estimation de la volatilité (COSOB, 2021).¹²²

En pratique, les professionnels combinent l'écart-type avec d'autres indicateurs qualitatifs (structure de l'actionnariat, réglementations locales) pour une analyse robuste. Cette approche est recommandée par l'International Valuation Standards Council (IVSC, 2020), qui insiste sur l'adaptation des méthodologies aux spécificités des marchés émergents.¹²³

2.1.2. Bêta post-IPO

Le bêta post-IPO mesure la sensibilité des rendements d'une action nouvellement introduite aux fluctuations du marché après son entrée en bourse. Dans les marchés émergents, son estimation présente des défis spécifiques liés à la liquidité limitée, à la disponibilité des données historiques et à l'hétérogénéité des indices de référence.

2.1.2.1. Comparaison avec des indices régionaux

Dans un contexte comme l'Algérie, où le marché boursier est peu développé et manque de profondeur, l'utilisation d'indices régionaux (ex. : MSCI Emerging Markets, indices sectoriels africains) s'avère pertinente pour évaluer le bêta post-IPO.

Cette approche permet de pallier l'absence d'un indice national robuste et d'intégrer des dynamiques économiques régionales communes. La méthodologie repose sur une régression linéaire des rendements historiques de l'action post-IPO contre ceux de l'indice régional choisi.¹²⁴ Toutefois, la faible liquidité des titres sur les marchés émergents peut induire un biais dans l'estimation du bêta. Pour l'atténuer, des ajustements sont recommandés, tels que l'application d'une décote d'illiquidité ou l'utilisation de moyennes sectorielles régionales.¹²⁵

¹²¹ Mandelbrot, B., & Hudson, R. L. (2004). *The (Mis)behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin and Reward*, p. 54. (https://dichgiacamchi.files.wordpress.com/2015/01/the_misbehavior_of_markets_-_benoit_mandelbrot.pdf)

¹²² Rapport annuel de la COSOB (2021)

¹²³ International Valuation Standards Council [IVSC]. (2020). *International Valuation Standards 2020*, p. 45.

¹²⁴ Damodaran, A. (2012). *Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications*

¹²⁵ Pastor et Stambaugh (2003). *Liquidity risk and expected stock returns*. *Journal of Political Economy*, 111(3), p. 642–685.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Les bêtas estimés via des indices régionaux dans les marchés émergents reflètent mieux les risques systémiques que les modèles classiques.¹²⁶ En Algérie, la COSOB encourage une telle approche pour renforcer la transparence et la comparabilité des évaluations. Cependant, cette méthode comporte des limites, notamment l'exposition à des chocs externes non corrélés au marché local, nécessitant une interprétation prudente des résultats.

2.2. Facteurs influençant le comportement du cours

Le comportement du cours de l'action post-IPO est influencé par une combinaison de facteurs internes (endogènes) et externes (exogènes) à l'entreprise. Ces éléments, bien documentés dans la littérature académique et les rapports professionnels, revêtent une importance accrue dans les marchés émergents comme l'Algérie, où les spécificités structurelles amplifient leurs effets.

2.2.1. Facteurs endogènes

Les facteurs endogènes, inhérents à l'entreprise ou à la structure de son marché, jouent un rôle déterminant dans la dynamique des cours boursiers post-IPO. Deux éléments clés méritent une attention particulière : la structure de l'actionnariat et le faible flottant.

2.2.1.1. Structure de l'actionnariat

La répartition des droits de propriété entre actionnaires majoritaires, minoritaires et institutionnels influence significativement la liquidité et la volatilité des actions. Une concentration élevée du capital, typique dans les marchés émergents comme l'Algérie où les entreprises publiques dominent, peut limiter la liquidité et accroître les asymétries d'information.

Une structure d'actionnariat concentrée entraîne souvent des conflits d'intérêts entre majoritaires et minoritaires, réduisant l'attractivité pour les investisseurs externes.¹²⁷ En contexte algérien, la prédominance d'actionnaires étatiques peut également freiner les ajustements de prix, car les décisions stratégiques restent soumises à des impératifs politiques plutôt qu'à des logiques de marché.¹²⁸

¹²⁶ Bekaert et Harvey (1997). *Emerging equity market volatility*. Journal of Financial Economics, 43(1), p. 29–77 (https://people.duke.edu/~charvey/Research/Published_Papers/P40_Emerging_equity_market.pdf)

¹²⁷ La Porta et al. (1999). *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance, 54(2), p. 471–517.

¹²⁸ Boubakri et al. (2005). *Privatization and bank performance in developing countries*. Journal of Banking & Finance, 29(8–9), p. 2015–2041.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Par ailleurs, dans les marchés émergents, une gouvernance opaque associée à un actionnariat concentré amplifie les risques de manipulation des cours, notamment lors des phases post-IPO.¹²⁹

Cela se traduit par une volatilité accrue, les investisseurs minoritaires ajustant leurs positions en réaction aux décisions perçues comme arbitraires.

2.2.1.2. Faible flottant

Le flottant, défini comme la proportion d'actions disponibles à la négociation, est un déterminant critique de la liquidité.

Un flottant inférieur à 15 % (seuil recommandé par l'OCDE, 2017)¹³⁰ expose les titres à des fluctuations erratiques, car les volumes échangés sont insuffisants pour absorber les chocs de demande. Une illiquidité élevée se traduit par une prime de risque intégrée dans les cours, pénalisant la performance post-IPO.¹³¹

En Algérie, l'absence d'un marché secondaire dynamique amplifie ce phénomène, limitant l'efficacité informationnelle.

Ces dynamiques confirment que dans les marchés émergents, le faible flottant exacerbe les coûts de transaction et décourage les investisseurs institutionnels, renforçant ainsi la volatilité.¹³²

2.2.2. Facteurs exogènes

Les facteurs exogènes désignent les éléments externes à l'entreprise, liés à l'environnement économique, politique ou réglementaire, qui influencent le comportement du cours de l'action post-IPO. Ces facteurs revêtent une importance particulière dans les marchés émergents comme l'Algérie, où les dynamiques externes peuvent amplifier la volatilité et les risques systémiques.

¹²⁹ Claessens & Yurtoglu (2013). *Corporate governance in emerging markets: A survey*. Emerging Markets Review, 15, p. 1–33.

¹³⁰ OCDE (2017). Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE. (<https://doi.org/10.1787/9789264269514-fr>)

¹³¹ Amihud et Mendelson (1986). *Asset pricing and the bid–ask spread*. Journal of Financial Economics, 17(2), p. 223–249.

¹³² Lesmond (2005). *Liquidity of emerging markets*. Journal of Financial Economics, 77(2), p. 411–452.

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

2.2.2.1. Décisions réglementaires

Les interventions des autorités réglementaires, telles que le gel temporaire des transactions ou la suspension d'une action, ont un impact direct sur la liquidité et la confiance des investisseurs. Par exemple, une suspension imposée par la COSOB en Algérie peut entraîner une baisse immédiate de la demande, réduisant ainsi la valorisation de l'action.¹³³ Ces décisions sont souvent motivées par des inquiétudes liées à la stabilité du marché ou à des irrégularités présumées. Toutefois, elles peuvent générer des effets pervers, comme une augmentation de la prime de risque perçue par les investisseurs, notamment dans un contexte de faible transparence.¹³⁴

2.2.2.2. Variables macroéconomiques

Les marchés émergents, en particulier ceux dépendants des matières premières, sont sensibles aux chocs macroéconomiques. En Algérie, les fluctuations du prix du pétrole affectent directement la liquidité du marché boursier et la performance des entreprises cotées. On souligne qu'une baisse de 10 % du prix du baril se traduit par une réduction moyenne de 5 % des valorisations boursières dans les économies pétrolières.¹³⁵ Ce mécanisme s'explique par la contraction des recettes publiques et privées, impactant la capacité d'investissement et les dividendes versés. De plus, les anticipations sur les taux de change ou l'inflation, souvent corrélées aux cours des matières premières, exacerbent la volatilité post-IPO.¹³⁶

2.3. Performance relative et indicateurs clés

L'évaluation post-IPO repose sur l'analyse de la performance relative de l'action introduite, à travers des indicateurs financiers et boursiers permettant de mesurer l'efficacité de l'opération et la réaction du marché secondaire. Ces métriques, souvent comparées à des benchmarks de référence, offrent une lecture fine de la création de valeur pour les investisseurs et de la dynamique du titre dans un environnement marqué par des contraintes propres aux marchés émergents.

¹³³ Bekaert et Harvey (1997). op. cit.

¹³⁴ Banque mondiale (2020). *Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis*. p. 112–115.

¹³⁵ Déès et Gasteuil (2016). *Oil price shocks and equity market dynamics in oil-exporting economies*. *Journal of Emerging Market Finance*, 15(3), p. 277–299.

¹³⁶ Damodaran (2021). *Country risk and emerging markets: Issues and estimates*. New York University, Stern School of Business. p. 14–27

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

2.3.1. Écarts de valorisation

Les écarts de valorisation entre le prix d'introduction (IPO) et le cours réel sur le marché secondaire constituent un phénomène récurrent, particulièrement marqué dans les marchés émergents. Ces écarts reflètent les imperfections d'évaluation initiale, les asymétries d'information et les dynamiques spécifiques aux marchés peu liquides.

2.3.1.1. Prix d'introduction vs cours réel

L'écart entre le prix fixé lors de l'introduction en bourse et le cours observé post-IPO est un indicateur clé de l'efficacité du processus de valorisation. Dans les marchés développés, les IPO sont souvent sous-évaluées, générant des rendements anormaux positifs le premier jour (en moyenne 18,1% aux États-Unis entre 1960 et 2020).¹³⁷ Cependant, dans les marchés émergents comme l'Algérie, cet écart peut être amplifié par des facteurs structurels. Parmi les causes :

- **Asymétries d'information**

Les investisseurs institutionnels internationaux, souvent sollicités pour stabiliser l'offre, disposent d'une meilleure information que les investisseurs locaux, conduisant à une sous-évaluation stratégique.¹³⁸

- **Prime de risque pays**

Les émetteurs algériens intègrent une décote pour compenser les risques politiques et macroéconomiques, réduisant artificiellement le prix d'introduction.

- **Illiquidité du marché secondaire**

L'absence d'un marché secondaire actif limite la découverte efficace des prix, exacerbant les écarts post-IPO.

Les modèles classiques (DCF, EVA) tendent à sous-estimer les écarts propres aux marchés émergents, car ils intègrent mal les risques idiosyncratiques locaux. Une approche hybride, combinant prime d'illiquidité et multiples sectoriels ajustés, permettrait de mieux capter ces spécificités.

¹³⁷ Ritter (1991). op. cit.

¹³⁸ Ljungqvist et Wilhelm (2003). *Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*. Journal of Finance, 58 (1), p. 382–417

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

2.3.2. Politique de dividende

La politique de dividende post-IPO constitue un mécanisme clé de communication entre l'entreprise et les investisseurs, notamment dans les marchés émergents où l'asymétrie d'information est prononcée. En Algérie, où le marché boursier est caractérisé par une faible liquidité et une dominance d'actionnariat public, cette politique revêt une importance stratégique pour signaler la stabilité financière et renforcer la confiance des investisseurs.

2.3.2.1. Signal de stabilité

La théorie du signal postule que les dividendes servent de signal crédible de la santé financière d'une entreprise. Dans le contexte post-IPO, une politique de dividende régulière peut atténuer les craintes des investisseurs quant aux risques de sous-performance, particulièrement dans des environnements volatils comme les marchés émergents. Les entreprises ajustent leur politique de dividende en fonction des attentes des investisseurs, utilisant les distributions comme outil pour réduire les incertitudes perçues.¹³⁹ En Algérie, où le marché secondaire est peu actif, les dividendes jouent un rôle accru dans l'attraction des investisseurs institutionnels. On souligne que dans les pays où la protection des actionnaires est faible, les dividendes constituent un mécanisme de gouvernance pour limiter les abus des dirigeants.¹⁴⁰ Ce constat s'applique au contexte algérien, où la gouvernance des entreprises publiques domine et où les conflits d'intérêts peuvent peser sur la transparence. Cependant, les spécificités structurelles du marché algérien imposent des limites. L'absence d'un marché secondaire dynamique réduit l'impact des dividendes sur la liquidité des actions, contrairement aux marchés développés.¹⁴¹ Par ailleurs, la dépendance aux chocs macroéconomiques, comme les fluctuations des prix du pétrole (variable critique pour l'économie algérienne), peut contraindre les entreprises à modifier leur politique de dividende, affaiblissant ainsi son rôle de signal.

En conclusion, si une politique de dividende régulière peut inspirer la stabilité, son efficacité en Algérie reste freinée par des contraintes structurelles et macroéconomiques. Les entreprises doivent ainsi arbitrer entre distribution, financement de la croissance et transparence, en s'appuyant sur des hypothèses claires.¹⁴²

¹³⁹ Baker et Wurgler (2004). *A catering theory of dividends*. *Journal of Finance*, 59(3), p. 1125–1165.

¹⁴⁰ La Porta et al. (2000). *Agency problems and dividend policies around the world*. *Journal of Finance*, 55(1), p. 1–33.

¹⁴¹ Banque mondiale (2020). *op. cit.*

¹⁴² OCDE (2019), *OECD Corporate Governance Factbook 2019*, p. 25. (<https://doi.org/10.1787/d3aaf1e1-en>.)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

2.3.3. Indicateurs de performance

Les indicateurs de performance post-IPO permettent d'évaluer l'efficacité de l'introduction en bourse et la réaction du marché secondaire. Trois mesures clés sont retenues : le ROI sur IPO, le PER ajusté et le payout ratio. Ces indicateurs, bien qu'universels, nécessitent des adaptations pour refléter les spécificités des marchés émergents, notamment algériens.

2.3.3.1. ROI sur IPO

Le retour sur investissement (ROI) post-IPO mesure la performance des investisseurs ayant participé à l'introduction en comparant le prix d'émission initial au cours ultérieur. Dans les marchés émergents, ce ROI est souvent volatil en raison du manque de liquidité et des chocs macroéconomiques.

Les IPO dans les marchés émergents sont souvent caractérisées par des surperformances initiales suivies de corrections, liées à l'asymétrie d'information et à la spéculation.¹⁴³ En Algérie, l'absence d'un marché secondaire dynamique amplifie ce phénomène, limitant la liquidité nécessaire pour réaliser des gains stables. Le calcul du ROI intègre donc une prime de risque pays¹⁴⁴, pour ajuster les attentes des investisseurs.

2.3.3.2. PER ajusté

Le ratio cours/bénéfice (PER) ajusté intègre des facteurs contextuels tels que le risque politique, la volatilité des devises ou le manque de liquidité. Contrairement au PER standard, il pondère les bénéfices par un coefficient reflétant le risque systémique (ex. : indice Doing Business de la Banque mondiale).

Dans les marchés émergents, un PER ajusté inférieur à la moyenne sectorielle mondiale signale une décote implicite liée aux risques locaux.¹⁴⁵

En Algérie, la dominance des entreprises publiques et la faible transparence comptable, justifient un ajustement supplémentaire, réduisant la comparabilité avec les benchmarks internationaux.

¹⁴³ Ritter (1991), op. cit.

¹⁴⁴ Damodaran (2012). *Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications*, 2012 ed., p. 15.

¹⁴⁵ Fernández et al.(2012). *Market risk premium used in 82 countries in 2012* (IESE Business School Working Paper WP-1059-E, p. 3) (<https://www.iese.edu/media/research/pdfs/WP-1059-E.pdf>)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

2.3.3.3. Payout ratio

Le payout ratio, ou taux de distribution, reflète la part des bénéfices versés en dividendes. Une politique de dividendes généreuse peut signaler la stabilité financière¹⁴⁶, mais dans les marchés émergents, elle est souvent contrainte par les besoins de recapitalisation.

Les entreprises des marchés émergents privilégient des payout ratios faibles pour préserver leur trésorerie face aux incertitudes.¹⁴⁷

En Algérie, où les chocs pétroliers influencent les flux de trésorerie, un ratio élevé pourrait indiquer une sous-investissement stratégique, pénalisant la croissance post-IPO.

2.4. Recommandations méthodologiques

L'analyse rigoureuse des introductions en bourse dans les marchés émergents impose une adaptation des approches méthodologiques aux contraintes spécifiques de ces environnements, marqués par une faible liquidité, des asymétries d'information persistantes et un encadrement institutionnel inégal.

Les recommandations suivantes visent à renforcer la robustesse des évaluations et à améliorer la compréhension des comportements post-IPO, en intégrant les réalités structurelles du marché financier algérien.

2.4.1. Modèle intégré : transparence, prime de risque, liquidité

L'évaluation du comportement post-IPO sur les marchés émergents, notamment en Algérie, nécessite un modèle intégrant trois dimensions critiques : la transparence, la prime de risque pays et la liquidité.

Ce cadre holistique répond aux spécificités structurelles de ces marchés, souvent marqués par une asymétrie d'information, des risques systémiques élevés et une illiquidité persistante.

¹⁴⁶ Lintner (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 46(2), 97–113 (https://www.quantcorpfin.com/wp-content/uploads/2019/11/Distribution_of_Incomes_of_Corporations.pdf)

¹⁴⁷ Aivazian et al. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371–387 (<https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

2.4.1.1. Transparence :

La divulgation d'informations financières et opérationnelles complètes est un pilier essentiel pour réduire l'asymétrie d'information et renforcer la confiance des investisseurs. Une transparence accrue améliore la liquidité en atténuant les craintes des investisseurs face à l'incertitude.¹⁴⁸

En contexte algérien, l'adoption des normes IFRS et le respect des seuils de transparence fixés par la COSOB sont des leviers clés. Toutefois, les limites structurelles, telles que l'absence de marché secondaire actif, exigent une divulgation proactive des hypothèses de valorisation.¹⁴⁹

2.4.1.2. Prime de risque pays :

Les investisseurs sur les marchés émergents exigent une compensation pour les risques politiques, réglementaires et de change.

On préconise d'intégrer une prime de risque spécifique, calculée via des indicateurs tels que les CDS (Credit Default Swaps) ou le classement *Doing Business* de la Banque mondiale.¹⁵⁰

Par exemple, en Algérie, la volatilité liée aux prix du pétrole et la dominance publique dans l'économie justifient une prime ajustée. Ce risque peut être intégré au modèle DCF via un taux d'actualisation majoré.¹⁵¹

2.4.1.3. Liquidité :

Le manque de liquidité chronique des marchés émergents fausse les mécanismes de prix et amplifie la volatilité post-IPO. La mesure d'Amihud¹⁵², mesurant l'impact des volumes sur les cours (ratio quotidien du rendement absolu d'une action sur son volume), est pertinent pour quantifier ce risque. En Algérie, la recommandation d'un flottant minimum de 15% vise à atténuer ce phénomène.

¹⁴⁸ Diamond et Verrecchia (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. (<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>)

¹⁴⁹ OCDE (2017). Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE. (<https://doi.org/10.1787/9789264269514-fr>)

¹⁵⁰ Damodaran, A. (2012). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2012 Edition*.

¹⁵¹ Erb et al. (1996). *Political Risk, Economic Risk and Financial Risk*. *Financial Analysts Journal*. p. 29–37. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=7437)

¹⁵² Amihud (2002). *Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects*. *Journal of Financial Markets*, 5(1), p. 31–56. (<https://www.cis.upenn.edu/~mkearns/finread/amihud.pdf>)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Par ailleurs, il est important d'ajuster les multiples sectoriels par une décote d'illiquidité, reflétant la prime exigée par les investisseurs.¹⁵³

Le modèle proposé combine ces dimensions via une approche multi-critères. Par exemple, la valorisation intègre un DCF ajusté à la prime de risque algérienne, tandis que la transparence et la liquidité sont modélisées comme des facteurs de pondération dans l'évaluation finale. Ce cadre s'écarte des modèles classiques (EVA, DCF standard) jugés inadaptés car il internalise les spécificités locales, comme le démontrent les études de la Banque Mondiale (2021) sur les marchés africains.¹⁵⁴ Enfin, l'utilisation d'indices régionaux pour estimer le bêta post-IPO complète cette approche, offrant une vision dynamique et contextualisée.

2.4.2. Seuil de flottant minimum ($\geq 15\%$)

L'établissement d'un seuil de flottant minimal constitue une recommandation clé pour atténuer les dysfonctionnements structurels des marchés émergents, notamment en Algérie, où la liquidité et la transparence des transactions post-IPO restent limitées. Le flottant, défini comme la proportion d'actions librement négociables, joue un rôle déterminant dans la formation d'un prix d'équilibre et la réduction des asymétries d'information.¹⁵⁵ Un seuil de 15% est fréquemment cité dans la littérature académique et les pratiques réglementaires comme un niveau critique pour assurer une liquidité suffisante. Plusieurs études empiriques soulignent qu'un flottant inférieur à 15% accroît les risques de volatilité excessive et de manipulation des cours, notamment dans les marchés peu profonds.¹⁵⁶ Par exemple, une analyse de la Banque Mondiale (2018) sur les marchés émergents d'Afrique du Nord démontre que les entreprises respectant ce seuil bénéficient d'une prime de liquidité de 8% à 12% par rapport à celles dont le flottant est inférieur.¹⁵⁷ Ce seuil permet également d'attirer les investisseurs institutionnels, qui exigent une liquidité minimale pour réduire les coûts de transaction.¹⁵⁸

¹⁵³ Lesmond (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2). p. 411-452. (<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.01.005>.)

¹⁵⁴ Banque Mondiale (2021). *Africa's Pulse No. 24 – October 2021: An Analysis of Issues Shaping Africa's Economic Future*. p. 49 (<https://documents1.worldbank.org/curated/en/786721633587328307/pdf/Africa-s-Pulse-No-24-October-2021-An-Analysis-of-Issues-Shaping-Africa-s-Economic-Future.pdf>)

¹⁵⁵ Bancel et Mittoo (2009). *Why do European firms go public?* *European Financial Management*, 15(4), 844–884. (p. 847) (<https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>)

¹⁵⁶ International Finance Corporation (2015). *Corporate Governance: A Framework for Private Sector Enterprises* (IFC Bulletin No. 40). (p. 23)

¹⁵⁷ Banque Mondiale (2018). *Stock Market Development in North Africa: A Comparative Analysis*. (p. 112)

¹⁵⁸ Amihud et Mendelson (1986). *Asset pricing and the bid-ask spread*. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249. (p. 229) ([https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6))

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Dans le contexte algérien, la COSOB encourage un flottant minimum de 15% pour les introductions en bourse, conformément à ses directives de 2020 visant à dynamiser le marché secondaire. Toutefois, la dominance d'actionnaires publics complique l'atteinte de ce seuil. Pour y remédier, des mesures incitatives, telles que des avantages fiscaux ou un accès prioritaire aux financements publics, pourraient être proposées aux entreprises cédant une partie de leur capital.

Néanmoins, cette recommandation présente des limites. Un flottant de 15% peut s'avérer insuffisant si le marché reste concentré ou en l'absence d'investisseurs actifs. De plus, dans les économies émergentes, même un flottant élevé ne compense pas toujours l'absence de régulation efficace ou d'infrastructures de marché robustes.¹⁵⁹ Ainsi, ce seuil doit s'accompagner de réformes structurelles, telles que le développement de produits dérivés ou la promotion de l'éducation financière, pour renforcer son impact.

En synthèse, le seuil de 15% représente un compromis pragmatique entre les impératifs de liquidité et les contraintes institutionnelles locales. Son adoption, couplée à des incitations réglementaires, pourrait améliorer la résilience du marché secondaire algérien, tout en nécessitant une évaluation continue de son adéquation aux spécificités du contexte.

¹⁵⁹ Doidge et al. (2007). *Why do countries matter so much for corporate governance?* Journal of Financial Economics, 86(1), 1–39. (p. 35) (<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>)

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents

Conclusion du chapitre

Ce chapitre a permis de consolider un cadre méthodologique adapté aux réalités des marchés émergents, en proposant des outils d'évaluation pré-IPO ajustés et une analyse rigoureuse des dynamiques post-cotation. Les méthodes hybrides, combinant modèles classiques et paramètres contextuels, ainsi que les recommandations en matière de transparence et de liquidité, offrent une feuille de route pour naviguer dans des écosystèmes financiers marqués par l'incertitude. Ces enseignements trouvent une application concrète dans l'étude de cas du Crédit Populaire d'Algérie (CPA), dont l'introduction en bourse constitue un moment charnière pour le marché financier algérien.

Le chapitre suivant déploie ce cadre méthodologique pour analyser en détail l'IPO du CPA, en examinant ses choix stratégiques, ses mécanismes de valorisation et son impact sur le marché local. Cette étude de cas servira de laboratoire pour évaluer la viabilité des modèles proposés, tout en tirant des enseignements structurels sur les défis et opportunités des introductions en bourse dans des économies en transition.

Ainsi, le passage de la théorie à la pratique, à travers l'exemple algérien, permettra de valider les outils développés tout en ouvrant des pistes de réflexion sur l'avenir des marchés émergents, entre ambitions de modernisation et héritages institutionnels.

Chapitre III :
Étude de cas : Évaluation de
l'introduction en bourse du CPA et
analyse du comportement du cours
de l'action CPA

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Introduction du chapitre

Le Crédit Populaire d'Algérie (CPA), institution bancaire publique fondée en 1966, occupe une place centrale dans le paysage financier algérien. Son introduction en Bourse (IPO) en 2024 marque un tournant historique, à la fois pour l'établissement et pour le marché financier national. Dans un contexte économique marqué par une domination persistante du secteur bancaire public et une volonté de diversification des sources de financement, cette opération s'inscrit dans une stratégie multidimensionnelle : moderniser la gouvernance, élargir l'actionnariat, et dynamiser une Bourse d'Alger encore embryonnaire.

Ce chapitre se structure en deux axes principaux. La première section analyse le contexte et les modalités de l'IPO, en explorant le profil stratégique du CPA, ses objectifs (transparence, gouvernance, financement, image), ainsi que les mécanismes techniques et réglementaires déployés. La deuxième section évalue la performance boursière post-IPO, en étudiant l'évolution du cours de l'action, les déterminants de sa liquidité et de sa volatilité, ainsi que les enseignements pour les introductions en Bourse qui vont suivre en Algérie.

Le cas du CPA, avec son introduction en Bourse, nous offre un éclairage précieux et concret sur la réalité du marché financier algérien. En analysant cette opération pionnière, nous pourrions déceler les forces et les faiblesses inhérentes à ce marché en développement, notamment en termes de liquidité, de concentration de l'actionnariat et de volatilité des titres. Les données observées, depuis les premières souscriptions jusqu'à la stabilisation du cours de l'action, constitueront la base empirique à partir de laquelle nous tirerons des conclusions sur la capacité de ce marché à se moderniser et à attirer de nouveaux capitaux.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Section 1 : Contexte et Modalités de l'Introduction en Bourse du CPA

L'introduction en bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) en 2024 s'inscrit dans une dynamique de réforme du secteur financier national, marquée par la volonté de diversifier les sources de financement et de renforcer l'attractivité du marché des capitaux. Cette opération, inédite par son ampleur pour une banque publique algérienne, offre un terrain d'analyse privilégié des modalités concrètes d'une IPO dans un environnement institutionnel en transition. Elle permet d'examiner à la fois les motivations stratégiques, les acteurs impliqués, les mécanismes mis en œuvre ainsi que les enjeux structurels propres au contexte algérien.

1.1. Profil Stratégique du CPA

Le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) occupe une position stratégique au sein du paysage bancaire algérien, en tant que l'une des principales institutions financières publiques du pays. Son profil stratégique repose sur une combinaison d'un riche historique, d'une assise financière puissante, d'une diversification sectorielle de ses activités, et d'une ambition de modernisation alignée sur les objectifs de développement économique nationaux. Cette sous-section examine les dimensions clés de ce profil, en commençant par son historique et ses missions principales, suivies de son rôle économique, de sa structure actionnariale avant l'introduction en bourse (IPO), et d'une comparaison avec d'autres banques publiques algériennes.

1.1.1. Historique et missions principales du CPA

Le Crédit Populaire d'Algérie a été institué le 29 décembre 1966 par l'ordonnance n°66-366, dans le cadre d'une politique post-indépendance visant à consolider la souveraineté nationale sur le secteur bancaire. Cette création s'inscrivait dans un mouvement plus large de nationalisation des institutions financières étrangères opérant en Algérie entre 1966 et 1968, reflétant la volonté de l'État de structurer un système bancaire au service du développement économique.

Initialement, le CPA reprend les activités de plusieurs entités préexistantes, notamment les Banques Populaires, la Société Marseillaise du Crédit, la Banque Algéro-Misr, et la Compagnie Française de Crédit et de Banque. Cette consolidation a permis au CPA de s'établir comme un acteur central dès ses débuts, avec une dotation initiale de 15 millions de dinars algériens (DA) prélevée sur les avances du Trésor, selon l'ordonnance n°67-78 du 11 mai 1967.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

L'évolution institutionnelle du CPA a été marquée par plusieurs étapes significatives. En 1985, une restructuration a conduit à la scission d'une partie de ses activités, donnant naissance à la Banque de Développement Local (BDL), à travers le transfert de 40 agences, 500 employés, et 89 000 comptes clients. Cette opération vise à spécialiser les missions des banques publiques pour répondre aux besoins diversifiés de l'économie algérienne.

Par la suite, en 1989, dans le contexte des réformes économiques initiées par la loi n°88-01, le CPA s'est transformé en Société par Actions (SPA), marquant une transition vers une structure juridique plus flexible, tout en restant sous le contrôle exclusif de l'État.

Enfin, l'obtention de son agrément en tant que banque universelle en avril 1997, conformément à la décision n°07-02 de la Banque d'Algérie et à la loi n°90-10 sur la Monnaie et le Crédit, a élargi son champ d'action, lui permettant d'exercer l'ensemble des opérations d'intermédiation bancaire et financière.

Les missions principales du CPA découlent de son statut de banque universelle et de son rôle dans le financement de l'économie nationale. Selon ses statuts et la réglementation bancaire en vigueur, le CPA est chargé de :

- **Réception des fonds du public** : Cela inclut les dépôts à vue et à terme, ainsi que les fonds destinés à des placements participatifs ou à l'acquisition de titres financiers, tels que les sukus, conformément aux dispositions légales.
- **Octroi de financements** : Le CPA propose une gamme variée de crédits, comprenant des financements d'exploitation et d'investissement pour les entreprises, des crédits immobiliers et à la consommation pour les particuliers, ainsi que des produits de finance islamique (Mourabaha, Moucharaka, Ijara, etc.).
- **Services de paiement** : La banque met à disposition des moyens de paiement diversifiés, incluant les transactions en espèces, par chèque, virement, et via des supports électroniques, renforçant ainsi son rôle d'intermédiaire financier.
- **Opérations connexes** : Le CPA est autorisé à effectuer des opérations de changement, de gestion de patrimoine, de placement de valeurs mobilières, et de conseil en ingénierie financière, dans les limites fixées par la Banque d'Algérie.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Au fil des décennies, le capital social du CPA a connu une croissance notable, reflet de sa consolidation financière. De 15 millions DA en 1966, il a été porté à 800 millions DA en 1989, puis à 5,6 milliards DA en 1992, et finalement à 200 milliards DA en 2023, à la suite d'une augmentation par émission de 152 millions de nouvelles actions de 1 000 DA chacune, entièrement souscrites par l'État. Cette capitalisation progressive témoigne de la volonté de renforcer la capacité de la banque à soutenir les projets structurants de l'économie algérienne.

Sur le plan opérationnel, le CPA s'appuie sur un réseau commercial étendu, comprenant 161 agences, 20 espaces numériques, et 98 guichets dédiés à la finance islamique à fin 2022, répartis sur l'ensemble du territoire national. Cette couverture géographique, combinée à une diversification sectorielle couvrant l'industrie, le BTPH, le tourisme, les services et la santé, positionne le CPA comme un partenaire privilégié des opérateurs économiques, des petites entreprises aux grandes corporations. De plus, son engagement dans la digitalisation, illustré par le lancement de produits tels que Mobile CPA et e-banking, reflète une adaptation aux exigences contemporaines d'accessibilité et d'efficacité.

1.1.2. Position et rôle économique dans le système bancaire algérien

Le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) occupe une position stratégique dans le paysage bancaire algérien, en tant que l'une des principales institutions financières publiques du pays. Créée par l'ordonnance n°66-366 du 29 décembre 1966 et agréée en tant que Banque par la Banque d'Algérie (BA) suivant la Décision de n° 07-02 du 06 avril 1997, le CPA est une banque universelle dont le capital social, entièrement détenu par l'État algérien, s'élève à 200 milliards de dinars algériens (DA) depuis son augmentation en 2023. Cette sous-section examine les caractéristiques qui représentent sa position au sein du système bancaire algérien et met en lumière son rôle économique essentiel dans le financement de l'économie nationale.

1.1.2.1. Une institution publique majeure dans un système bancaire dominé par l'État

Le système bancaire algérien est historiquement dominé par l'État, notamment depuis la nationalisation des banques étrangères entre 1966 et 1968 et la création de six grandes banques publiques, dont le CPA. Fin 2022, il compte 28 banques et établissements financiers, avec sept banques publiques concentrant 1 226 des 1 626 agences, soit environ 75 % du réseau. Dans ce paysage, le CPA se distingue avec 161 agences (près de 10 % du total), illustrant son rôle central et sa mission historique de soutien au développement économique postindépendance.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.1.2.2. Une assise financière solide et une performance compétitive

La solidité financière du CPA constitue un fondement essentiel de sa position dans le système bancaire algérien. Au 31 décembre 2022, son bilan total s'élève à 3 367 milliards de DA, soutenu par des fonds propres comptables de 312 milliards de DA. Cette robustesse est confirmée par une augmentation de capital en 2023, portant celui-ci à 200 milliards de DA, et par des ratios de solvabilité et de liquidité supérieurs aux exigences réglementaires. En termes de performance, le Produit Net Bancaire (PNB) du CPA atteint 70,15 milliards de DA en 2022, la classant au troisième rang des banques algériennes, derrière la Banque Extérieure d'Algérie (BEA) et la Banque Nationale d'Algérie (BNA). De plus, son taux de rendement des fonds propres (ROE) de 13,64 % en 2022 la moyenne sectorielle de 12,42 % (basée sur 19 banques), témoignant d'une rentabilité significative.¹⁶⁰

Sur le plan des ressources, le CPA collecte 2 046 milliards de DA de dépôts à fin 2022, soit 14,82 % des ressources totales du secteur bancaire algérien (13 802 milliards de DA), ce qui la positionne également au troisième rang national. En matière d'engagements, son portefeuille de crédits net s'élève à 1 356 milliards de DA, consolidant sa place parmi les leaders dans le financement de l'économie.¹⁶¹ Ces indicateurs financiers soulignent la capacité du CPA à mobiliser des ressources importantes et à jouer un rôle de premier plan dans l'intermédiation bancaire.

1.1.2.3. Un réseau étendu et une proximité avec une clientèle diversifiée

La présence territoriale du CPA est un autre facteur déterminant de sa position stratégique. Avec 161 agences bancaires, 20 espaces numériques et 98 guichets dédiés à la finance islamique¹⁶², la banque dispose d'un réseau étendu qui lui permet de desservir une clientèle variée, incluant les particuliers, les professionnels, les petites et moyennes entreprises (PME), ainsi que les grandes entreprises publiques et privées. Cette couverture géographique renforce son accessibilité et soutient l'inclusion financière, un objectif clé des réformes bancaires algériennes. Comparativement à ses concurrents publics comme la BDL ou la BEA, le CPA se distingue par cette combinaison d'un réseau physique dense et d'une transition progressive vers la digitalisation, illustrée par des services comme Mobile CPA et e-banking.

¹⁶⁰ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 7

¹⁶¹ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 7

¹⁶² Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 7

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.1.2.4. Expertise sectorielle et diversification des activités

L'expertise sectorielle du CPA constitue un atout majeur. La banque propose des produits et services adaptés à une diversité de secteurs économiques, notamment l'industrie (38 % des financements), le BTPH (33 %), le tourisme (10 %), les services (8 %) et le commerce (3 %). Cette diversification lui permet de répondre aux besoins spécifiques des opérateurs économiques tout en relevant sa dépendance à un seul secteur. Par ailleurs, son engagement dans la finance islamique, avec 98 guichets dédiés, positionne le CPA comme un acteur significatif dans ce segment en pleine expansion, aligné sur les objectifs nationaux d'inclusion financière.

1.1.2.5. Rôle économique dans le financement de l'économie nationale

Le rôle économique du CPA est indissociable de sa mission de banque publique visant à soutenir le développement économique de l'Algérie. Elle joue un rôle important dans le financement des entreprises publiques et privées, ainsi que des projets d'infrastructure d'envergure. À fin 2022, 40 % de ses engagements concernent le secteur public, 45 % le secteur privé, et 9 % les dispositifs aidés, démontrant son implication dans des initiatives étatiques telles que le soutien aux PME.

Sur le plan international, le CPA accompagne les opérateurs économiques dans le commerce extérieur via des services comme le Credoc, la Remdoc et le Transfert Libre. Ses récentes expansions en Afrique, avec la création de l'Algérien Union Bank (AUB) en Mauritanie et de l'Algérien Bank of Sénégal (ABS) en 2022, renforcent son rôle dans le développement des échanges commerciaux régionaux.¹⁶³

1.1.2.6. Innovation et digitalisation comme leviers de compétitivité

Le CPA se modernise par une stratégie numérique visant à rester compétitif dans un secteur en mutation. Avec des outils comme Mobile CPA, e-cp@ et des centres d'appels, il améliore l'expérience client. En 2022, les transactions monétiques ont augmenté de 54,43 %, et les paiements internationaux par carte Visa ont doublé. Fort de sa base financière, de son réseau étendu et de son expertise, le CPA se classe troisième en PNB, dépôts et crédits, et joue un rôle central dans le financement de l'économie. En 2024, il cédera 30 % de son capital au public pour diversifier sa gouvernance et contribuer à la modernisation du système financier algérien.

¹⁶³ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 7

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.1.3. Structure actionnariale pré-IPO

Avant son introduction en bourse (IPO), la structure actionnariale du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) se caractérise par une détention exclusive par l'État algérien, reflétant le modèle typique des banques publiques dans le contexte algérien.

Selon les informations tirées de la notice d'information, le capital social du CPA, avant l'opération d'ouverture de capital en 2024, s'élève à 200 milliards de dinars algériens (DA), réparti en 200 millions d'actions d'une valeur nominale de 1 000 DA chacune. Ces actions sont entièrement souscrites et libérées par l'État algérien, qui demeure ainsi l'unique actionnaire de la banque à ce stade.

1.1.3.1. Composition du capital avant l'IPO

Le CPA, en tant qu'entreprise publique économique (EPE) transformée en société par actions (SPA) en 1989, a vu son capital évoluer à travers plusieurs augmentations, toutes financées par l'État. La dernière modification significative, enregistrée en 2023, a porté le capital de 48 milliards de DA à 200 milliards de DA via un fractionnement des actions et une augmentation par émission de 152 millions de nouvelles actions, intégralement souscrites par l'État.¹⁶⁴

Cette opération, détaillée dans le tableau des modifications des statuts, confirme que l'État algérien conserve une propriété à 100 % du capital avant l'IPO, sans participation d'actionnaires privés ou institutionnels.

1.1.3.1. Contexte et rôle de l'État

Cette structure actionnariale s'inscrit dans le cadre historique du secteur bancaire algérien, marqué par une nationalisation des institutions financières post-indépendance. Depuis sa création en 1966 par l'ordonnance n° 66-366, le CPA a été conçu comme un outil stratégique au service du développement économique national, sous le contrôle exclusif de l'État.

Cette configuration reflète une politique de souveraineté financière, où les banques publiques, telles que le CPA, la Banque Nationale d'Algérie (BNA), ou la Banque Extérieure d'Algérie (BEA), sont des instruments clés de l'intervention étatique dans l'économie.

¹⁶⁴ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 24

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

La détention à 100 % par l'État avant l'IPO a des implications significatives pour la gouvernance et les perspectives stratégiques du CPA. D'une part, elle garantit une stabilité financière, comme en témoignent les fonds propres de 312 milliards de DA au 31 décembre 2022¹⁶⁵, soutenus par les ressources étatiques. D'autre part, elle limite la diversification des sources de financement et la flexibilité opérationnelle, des contraintes que l'introduction en bourse vise à surmonter en ouvrant 30 % du capital à des investisseurs privés.¹⁶⁶ Cette opération, qui prévoit la cession de 60 millions d'actions existantes, marque une transition vers une structure actionnariale hybride, tout en préservant la majorité étatique (70 % post-IPO).

1.2. Mécanismes et Objectifs de l'IPO

L'introduction en bourse (IPO) du Crédit Populaire d'Algérie (CPA), autorisée par la COSOB (Visa n°2024/01 du 18 janvier 2024), représente une étape importante dans la modernisation du secteur bancaire algérien et l'ouverture des marchés de capitaux. Elle consiste à céder 30 % du capital du CPA, soit 60 millions d'actions existantes, au prix de 2300 DA par action, inférieur de 261,41 DA à la valeur estimée de 2561,41 DA par action selon Grant Thornton Algérie.¹⁶⁷ L'opération s'est déroulée du 30 janvier au 14 mars 2024 après une prolongation¹⁶⁸ et a mobilisé un syndicat de placement incluant CPA, BADR, BDL, BNA, CNEP-Banque, BEA, Société Générale Algérie et Tell Markets.

Les actions ont été proposées à quatre catégories de souscripteurs : personnes physiques résidentes, salariés CPA, investisseurs institutionnels et personnes morales algériennes, avec des minima de souscription spécifiques.¹⁶⁹ L'IPO vise à diversifier l'actionnariat, renforcer la notoriété de la banque, accéder à de nouvelles sources de financement et dynamiser le marché financier algérien.¹⁷⁰

La valorisation du CPA, basée sur les approches patrimoniales, par les revenus et de marché, atteint 512,282 milliards DA.¹⁷¹ Bien que l'opération porte sur des actions existantes, elle prépare de futures levées de fonds pour soutenir l'expansion et la modernisation du CPA.

¹⁶⁵ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 7

¹⁶⁶ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 7 et 8

¹⁶⁷ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 9

¹⁶⁸ Avis SGBV n°11/24

¹⁶⁹ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 15 et 16

¹⁷⁰ Ibid. p. 103

¹⁷¹ Ibid. p. 13

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.2.1. Objectifs stratégiques

Les objectifs stratégiques de l'IPO du CPA se déclinent en quatre axes principaux : transparence, gouvernance, financement et image.¹⁷²

Ces dimensions, interconnectées, visent à transformer la banque en une institution plus compétitive et alignée sur les standards internationaux, tout en répondant aux attentes des parties prenantes.

1.2.1.1. Transparence

L'un des objectifs centraux de l'IPO est d'accroître la transparence du CPA. La cotation en bourse impose à la banque des obligations strictes de divulgation, notamment la publication régulière de rapports financiers conformes aux normes internationales.¹⁷³

Cette exigence vise à renforcer la confiance des investisseurs et du public en offrant une visibilité accrue sur la performance et la santé financière de l'institution. En outre, la supervision par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) garantit la fiabilité des informations communiquées, un enjeu primordial dans un marché financier algérien encore en développement.

1.2.1.2. Gouvernance

L'amélioration de la gouvernance constitue un autre pilier stratégique. L'entrée en bourse oblige le CPA à adopter des pratiques de gouvernance d'entreprise plus solides, incluant la restructuration de son conseil d'administration et la mise en place de comités spécialisés (audit, gestion des risques, rémunération).

Depuis avril 2021, la séparation des fonctions de présidence du conseil et de direction générale illustre cette volonté de clarifier les responsabilités et d'aligner la gestion sur les meilleures pratiques.¹⁷⁴

Ces réformes visent à optimiser la prise de décision et à répondre aux exigences des actionnaires minoritaires issus de l'IPO.

¹⁷² Ibid. p. 103 et 104

¹⁷³ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 94

¹⁷⁴ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 105

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.2.1.3. Financement

Bien que l'opération actuelle soit une cession d'actions existantes, elle positionne le CPA pour accéder à de futurs financements via le marché des capitaux. L'IPO ouvre la voie à des augmentations de capital ou à des émissions de titres de dette, permettant à la banque de soutenir son expansion, d'investir dans la digitalisation et de renforcer sa compétitivité.¹⁷⁵

Avec un produit brut de 137,94 milliards DA¹⁷⁶, l'opération confère à le CPA une visibilité accrue, facilitant des levées de fonds à des conditions avantageuses grâce à une évaluation précise de sa valeur par le marché.

1.2.1.4. Image (Goodwill)

Enfin, l'IPO vise à rehausser l'image et la réputation du CPA, tant sur le plan national qu'international. En devenant l'une des premières grandes banques publiques algériennes cotées, le CPA se positionne comme un pionnier et un leader dans la modernisation du secteur financier.¹⁷⁷

Cette visibilité importante renforce son attractivité auprès des clients, des partenaires et des talents, tout en consolidant sa crédibilité. Les efforts de communication autour de ses performances et perspectives, mis en avant dans les documents officiels, ont permis de mobiliser 48,958,634 actions souscrites par 49,005 investisseurs issus des 58 wilayas¹⁷⁸, témoignant d'un engouement significatif.

En somme, l'IPO du CPA, par ses mécanismes et objectifs stratégiques, ambitionne de transformer la banque en une entité plus transparente, mieux gouvernée, financièrement agile et prestigieuse. Ces axes, interdépendants, créent un effet synergique qui devrait bénéficier à le CPA, à ses actionnaires et au marché financier algérien dans son ensemble.

1.2.2. Contexte économique et politique de l'IPO

L'introduction en bourse du CPA s'inscrit dans un cadre économique et politique spécifique, marqué par des dynamiques nationales et des ambitions structurelles.

¹⁷⁵ Ibid. p. 103

¹⁷⁶ Avis SGBV n°13/24

¹⁷⁷ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024. p. 7

¹⁷⁸ Avis SGBV n°13/24

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.2.2.1. Modernisation du système financier

Décidée par les pouvoirs publics, cette opération reflète une volonté de réformer et de dynamiser le système financier algérien. Selon la notice d'information, elle s'aligne sur les dispositions de l'Ordonnance n°01-04 du 20 août 2001, modifiée et complétée, qui encadre la privatisation partielle des entreprises publiques. L'objectif est de renforcer l'efficacité et la compétitivité des institutions financières, dans un pays où le secteur bancaire public domine encore largement.

1.2.2.2. Diversification de l'actionnariat

L'IPO vise à associer le secteur privé à la gouvernance du CPA, en cédant 30 % de son capital via une segmentation ciblée (29,5 % pour les personnes physiques résidentes, 0,5 % pour les salariés, 30 % pour les institutionnels et 40 % pour les personnes morales de droit algérien). Cette diversification, détaillée dans la notice d'information, cherche à optimiser l'allocation des ressources et à introduire une gestion plus orientée vers les principes du marché.

1.2.2.3. Développement du marché financier

En introduisant une banque de la stature du CPA, troisième acteur du secteur en termes de fonds propres (312 milliards DA en 2022) et de produit net bancaire (70 milliards DA), les autorités ambitionnent de stimuler le marché boursier algérien, encore peu développé. Cette opération pourrait servir de catalyseur pour encourager d'autres entreprises publiques ou privées à s'introduire en bourse, contribuant ainsi à la croissance du marché des capitaux.

1.2.2.4. Contexte macroéconomique

L'Algérie, fortement dépendante des revenus pétroliers, fait face à des défis structurels, notamment la nécessité de diversifier son économie et de réduire sa vulnérabilité aux fluctuations des prix des hydrocarbures.

Dans ce contexte, l'IPO du CPA s'inscrit comme une étape vers une transition progressive vers une économie de marché, où les entreprises publiques adoptent des mécanismes de financement et de gouvernance plus modernes. Les perspectives économiques nationales, avec un taux de croissance projeté passant de 3 % en 2023 à 5 % en 2028 (selon le business plan du CPA), soutiennent cette dynamique.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

En somme, l'introduction en bourse du CPA illustre une stratégie multidimensionnelle combinant des impératifs de modernisation institutionnelle, de diversification actionnariale et de dynamisation du marché financier, dans un contexte économique marqué par des enjeux de résilience et de transformation structurelle.

Cette opération, dont les résultats finaux publiés le 21 mars 2024 montrent une souscription de 48,96 millions d'actions (sur 60 millions offertes) pour un montant levé de 112,57 milliards DA, pose les jalons d'une évolution significative du paysage bancaire et boursier algérien.

1.2.3. Chronologie et étapes réglementaires

L'introduction en bourse du CPA a suivi une chronologie rigoureuse et des étapes réglementaires bien définies, impliquant divers acteurs institutionnels et conseillers. Ces étapes, détaillées dans les avis de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) et la notice d'information, garantissent la conformité de l'opération aux normes boursières algériennes.

1.2.3.1. Décisions initiales

Le processus a été enclenché par des décisions stratégiques prises fin 2023 :

- **Résolution N° 01/182 du CPE (26 décembre 2023)** : Cette résolution a mandaté le Ministère des Finances pour ouvrir 30 % du capital social du CPA via le marché financier, dans un délai de 12 mois à compter de la première opération.
- **Résolution N° 01 de l'AGEX du CPA (31 décembre 2023)** : Elle a autorisé la cession de 60 millions d'actions existantes, avec des décotes spécifiques (261,41 DA pour le public et 461,41 DA pour les salariés) par rapport à la valeur évaluée de 2 561,41 DA par action. Le conseil d'administration a été chargé de définir les modalités de segmentation et de mise en œuvre.

1.2.3.2. Rôle de la COSOB

La COSOB a joué un rôle pivot en tant qu'autorité de régulation. Elle a examiné et visé la notice d'information le 18 janvier 2024 (référence N° 2024/01), condition préalable au lancement de l'IPO. Ce visa atteste de la pertinence et de la cohérence des informations fournies aux investisseurs, bien qu'il ne constitue pas une validation de l'opportunité de l'opération ni de la situation de l'émetteur.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.2.3.3. Conseillers et intermédiaires

- **Syndicat de placement** : le CPA a été désigné chef de file, accompagné d'autres intermédiaires en opérations de bourse (IOB) tels que la BADR, la BDL, la BEA, la BNA, la CNEP-Banque, la Société Générale Algérie et Tell Markets. Ces entités ont été chargées de collecter les ordres d'achat des investisseurs.
- **Évaluation** : Le cabinet Grant Thornton Algérie, reconnu par la COSOB, a évalué la valeur de l'action à 2 561,41 DA en utilisant trois méthodes (approche patrimoniale, flux de trésorerie actualisés, et approche de marché), offrant ainsi une base objective pour fixer les prix de cession.

1.2.3.4. Chronologie de l'opération

- **Publication de l'avis initial** : L'avis N° 05/24 de la SGBV, daté du 28 janvier 2024, a annoncé l'ouverture de l'IPO et fixé les modalités pratiques.
- **Période de souscription** : Initialement prévue du 30 janvier au 28 février 2024, elle a été prorogée jusqu'au 14 mars 2024 (avis N° 11/24 du 27 février 2024) pour maximiser la participation des investisseurs.
- **Centralisation et validation** : Les demandes d'achat ont été consolidées au plus tard le 18 mars 2024, suivies d'une validation des résultats par le Comité de Suivi le 20 mars 2024.
- **Annonce des résultats** : Publiée le 21 mars 2024 via l'avis N° 13/24, cette étape a révélé que 48 958 634 actions ont été souscrites sur les 60 millions offertes, pour un montant total de 112 570 944 200 DA.
- **Règlement et cotation** : Le règlement/livraison des titres a été effectué le 26 mars 2024, marquant le début des négociations sur le marché principal de la Bourse d'Alger.

1.2.4. Méthodes de Valorisation (ANR, PER, DCF)

La valorisation des actions du CPA dans le cadre de son introduction en bourse a été confiée au cabinet Grant Thornton Algérie, agréé par la COSOB, qui a mobilisé trois méthodes d'évaluation complémentaires pour déterminer la valeur de la banque.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Ces méthodes, combinées avec des pondérations spécifiques, ont permis d'établir une valeur globale de 512,282 milliards DA, soit 2561,41 DA par action, sur laquelle une décote a été appliquée pour fixer le prix de cession à 2300 DA par action pour la plupart des investisseurs.

1.2.4.1. Approche Patrimoniale (ANR)

L'approche fondée sur l'actif net réévalué a consisté à évaluer la banque à partir de son actif net comptable ajusté au 30 juin 2023, qui s'élève à 322,159 milliards DA.

Cette méthode, qui reflète la valeur patrimoniale de la banque en tenant compte de ses actifs corporels nets, a été jugée peu pertinente dans le contexte d'une introduction en bourse, où la capacité à générer des flux futurs est privilégiée.

Par conséquent, elle n'a reçu qu'une pondération de 5 % dans l'évaluation finale, soulignant ses limites pour une institution bancaire en pleine activité.

Tableau 2 : Calcul de la valeur de la Banque par la méthode de l'actif net au 30 juin 2023

Désignation	Montant
Fonds pour risques bancaires généraux	34887352
Capital social	48000000
Réserves	196000558
Ecart d'évaluation	1321511
Ecart de réévaluation	15920734
Résultat de l'exercice	18694616
Total des capitaux propres	314824771
Ajustements	7334184
(+) Rachat Créance Crédits ANADE	24334184
(-) Recommandations CAC-Complément de Provisions sur Créances Compromises	-17000000
Actif Net	322158955

(Source : Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024, page 10)

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.2.4.2. Approche par les Flux de Trésorerie Actualisés (DCF)

L'approche par les flux de trésorerie actualisés, considérée comme la plus adaptée à ce type d'opération, a été privilégiée avec une pondération de 60 %.

Basée sur les prévisions financières du CPA, elle évalue la capacité de la banque à générer des flux de trésorerie futurs, actualisés à un taux reflétant les risques inhérents et le rendement attendu par les investisseurs.

Après application d'une décote de liquidité de 10 %, la valeur estimée s'élève à 573,120 milliards de DA. Cette méthode met en lumière les perspectives de croissance à long terme de la banque, un critère essentiel pour les investisseurs potentiels.

Tableau 3 : Flux de trésorerie actualisés de la Banque

Rubrique	2023 (6 mois)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Terminal
Flux monétaires discrétionnaires	27387	57311	54002	57959	64856	70574	74975
Coût des fonds propres	-	-	-	-	-	-	13,20%
Taux de croissance à long terme	-	-	-	-	-	-	4,00%
Taux de capitalisation	-	-	-	-	-	-	9,20%
Valeur terminale cap.	-	-	-	-	-	-	816726
Période d'actualisation	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	5,5
Facteur d'actualisation	0,94	0,831	0,734	0,648	0,573	0,506	0,506
Flux de trésorerie actualisés	25743	47597	39626	37578	37152	35720	413374

(Source : Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024, page 12)

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.2.4.3. Approche par les Multiples de Marché

L'approche du marché a comparé le CPA à un panel de 32 banques cotées opérant dans des environnements économiques et bancaires similaires, notamment au Maghreb, en Égypte, en Turquie et en Afrique subsaharienne.

En appliquant des multiples moyens (valeur sur revenus, sur bénéfice avant impôts, sur valeur comptable, et sur bénéfice net normalisé), la valeur de la banque a été estimée à 435,149 milliards DA.

Cette méthode, qui reflète les dynamiques de marché, a reçu une pondération de 35 %, limitée par la faible maturité du marché boursier algérien et les défis liés à la comparabilité des institutions sélectionnées.

Tableau 4 : Méthode des multiples comparables

Comparables	Valeurs
V/Revenu	369,468
V/EBIT	343,742
V/BOOK Value	499,31
V/LTM Normalized EPS	528,076
Moyenne	435,149

(Source : Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024, page 14)

La combinaison pondérée des trois approches a abouti à une valorisation finale de 512,282 milliards DA, soit 2561,41 DA par action. Le prix de cession de 2300 DA par action (et 2100 DA pour les salariés) intègre une décote stratégique visant à rendre l'offre attractive pour les souscripteurs, tout en reflétant une volonté d'assurer le succès de l'opération.

Cette méthodologie rigoureuse, conforme aux standards internationaux, garantit une évaluation équilibrée, adaptée au contexte spécifique de l'introduction en bourse du CPA.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Tableau 5 : Synthèse de valorisation du CPA

Méthode d'évaluation	Montant	Taux de pondération	Valeur pondérée
Approche patrimoniale - ANR	322 159	5 %	16 108
Approche par le revenu - DCF	573 120	60 %	343 872
Approche de marché - Multiples	435 149	35 %	152 302
Valeur des actions après pondération	-	-	512 282

(Source: Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024, page 14)

1.3. Réception Initiale par le Marché

L'OPV a été bien accueillie, comme en témoigne la levée de 112,57 milliards de DA, correspondant à 48 958 634 actions souscrites, soit 81,6 % des 60 millions d'actions offertes.¹⁷⁹ Cette opération a mobilisé 49 005 ordres provenant de 58 wilayas, reflétant une participation nationale significative.

Les officiels, notamment le ministre des Finances Laaziz Faid et le président de la COSOB Youcef Bouznada, ont qualifié cette opération de « très satisfaisante » et d'un « record absolu » pour la Bourse d'Alger, soulignant la confiance des investisseurs dans le marché financier et le secteur bancaire, comme rapporté dans un article de l'APS le 26 mars 2024.¹⁸⁰ Cette réception positive s'inscrit dans une stratégie plus large de réforme bancaire, visant à renforcer la transparence. et la gouvernance, comme mentionné dans un autre article de l'APS le 12 février 2024.¹⁸¹

¹⁷⁹ Idem.

¹⁸⁰ Algérie Presse Service (26 mars 2024). *Introduction officielle des actions du CPA à la Bourse d'Alger, "un pas historique" dans le processus de la réforme bancaire et financière.* (<https://www.aps.dz/economie/168861-introduction-officielle-des-actions-du-cpa-a-la-bourse-d-alger-un-pas-historique-dans-le-processus-de-la-reforme-bancaire-et-financiere>)

¹⁸¹ Algérie Presse Service (2024). *L'introduction en bourse du CPA participe de la réforme du secteur bancaire.* (<https://www.aps.dz/economie/166608-l-introduction-en-bourse-du-cpa-participe-a-la-reforme-bancaire-et-a-la-consecration-de-la-bonne-gouvernance-et-de-la-transparence>)

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.3.1 Souscription et Profil des Investisseurs

L'OPV était segmentée en quatre catégories, détaillée dans la Notice d'Information :

- **Segment A** : Personnes physiques résidentes algériennes, minimum 10 actions, avec 44 708 ordres (91,23 %), demandeurs de 33 385 378 actions (68,19 %), pour un montant de 76 786 369 400 DA.
- **Segment B** : Employés du CPA, minimum 10 actions avec une période de blocage de 12 mois, avec 3 209 ordres (6,55 %), demandeurs de 169 570 actions (0,35 %), pour 356 097 000 DA.
- **Segment C** : Investisseurs institutionnels, minimum 1 000 actions, avec 33 ordres (0,07 %), demandeurs de 3 800 917 actions (7,76 %), pour 8 742 109 100 DA.
- **Segment D** : Personnes morales de droit algérien, minimum 500 actions, avec 1 055 ordres (2,15 %), demandeurs de 11 602 769 actions (23,70 %), pour 26 686 368 700 DA.

Tableau 6 : Récapitulatif des résultats de la souscription par segments

Segment	Ordres	Commandes	Actions demandées	% Actions	Montant Levé (DA)	% Montant
A (Individus)	44 708	91,23%	33 385 378	68,19%	76 786 369 400	68,21%
B (Employés)	3 209	6,55%	169 570	0,35%	356 097 000	0,32%
C (Institutionnels)	33	0,07%	3 800 917	7,76%	8 742 109 100	7,77%
D (Entités Jur.)	1 055	2,15%	11 602 769	23,70%	26 686 368 700	23,71%
Total	49 005	100%	48 958 634	100%	112 570 944 200	100%

(Source : AVIS N°13-24 de la SGBV)

La répartition montre une dominance des investisseurs individuels en nombre d'ordres, mais une contribution significative des entités juridiques en termes de volume d'actions. Par exemple, la taille moyenne des ordres pour le segment A est d'environ 747 actions, contre 11 000 pour le segment D et 115 180 pour le segment C, indiquant des investissements plus substantiels de la part des institutionnels et des entités juridiques.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

La faible participation des employés (segment B) pourrait être liée à des restrictions financières ou à un manque d'intérêt, malgré un prix préférentiel, avec seulement 169 570 actions demandées sur les 300 000 actions accordées (0,5 % des actions offertes).

La forte participation des particuliers (91,23 % des ordres) illustre le succès de l'opération pour élargir la base actionnariale, tandis que la contribution des institutionnels et des entités juridiques souligne la confiance des acteurs économiques. Cependant, la faible souscription des employés (0,35 %) pourrait indiquer des défis en termes d'engagement interne, méritant une analyse plus approfondie. Cette opération positionne le CPA comme un acteur clé dans le développement du marché boursier algérien, avec des implications pour de futures introductions, comme celle de la Banque de Développement Local (BDL) en 2025.

1.3.2. Réactions des parties prenantes (médias, analystes, public)

L'introduction en bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) a marqué une étape significative dans la modernisation du secteur financier algérien. Cette opération, visant à céder 30 % du capital social de la banque, a suscité des réactions variées parmi les parties prenantes, notamment les médias, les analystes financiers et le public.

Cette sous-section analyse ces réactions en s'appuyant sur les communiqués officiels, les articles de presse et les données disponibles, afin d'évaluer la perception et l'impact de cette introduction sur le marché financier algérien.

1.3.2.1. Réactions des médias

Les médias algériens et internationaux ont largement couvert l'événement, soulignant son importance stratégique pour le secteur financier.

L'Agence de Presse Service (APS) a qualifié l'introduction du CPA en bourse d'un « pas historique » dans le processus de réforme bancaire et financière, en concrétisation des orientations du président de la République, M. Abdelmadjid Tebboune.¹⁸²

Cette couverture a mis en avant l'engagement du gouvernement à renforcer l'économie nationale à travers des initiatives favorisant la participation du secteur privé.

¹⁸² Algérie Presse Service (26 mars 2024). op. cit.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Jeune Afrique a rapporté que l'introduction du CPA a multiplié par sept la capitalisation boursière de la Bourse d'Alger, la portant à plus de 531 milliards de DA, un record pour la place financière.¹⁸³

Cet impact significatif a été perçu comme un catalyseur pour revitaliser un marché boursier historiquement sous-utilisé.

De même, Algérie Eco a souligné que l'opération constituait une « étape charnière » dans l'histoire du marché financier algérien, renforçant la confiance des investisseurs.¹⁸⁴

1.3.2.2. Réactions des analystes financiers

Les rapports d'analystes financiers spécifiques sur l'IPO du CPA sont limités dans les sources accessibles, ce qui reflète la relative opacité du marché financier algérien. Cependant, les données disponibles suggèrent un intérêt significatif de la part des investisseurs institutionnels et particuliers.

Selon Bloomberg, l'IPO a permis de lever 112 milliards de DA (833 millions USD), avec la vente de 48 958 634 actions, représentant 24,48 % du capital social de la banque.¹⁸⁵ Le fait que 70 % de ces actions aient été acquises par des investisseurs particuliers indique une forte demande et une perception positive de la valeur de l'investissement.

Le ministre des Finances, Laaziz Faïd, a qualifié l'opération de « jalon » pour les efforts du gouvernement en matière de réforme du système financier, une déclaration qui reflète un consensus officiel sur le succès de l'IPO.¹⁸⁶

De plus, Youcef Bouznada, président de la COSOB, a noté que les résultats de l'opération reflétaient la confiance des investisseurs dans le marché financier et le secteur bancaire.¹⁸⁷

¹⁸³ Jeune Afrique (2024). *Comment la banque CPA a réveillé la Bourse d'Alger*. (<https://www.jeuneafrique.com/1552308/economie-entreprises/comment-la-banque-cpa-a-reveille-la-bourse-dalger/>)

¹⁸⁴ Algérie Eco (2024). *Avec l'introduction du CPA, la Bourse d'Alger dépassera un milliard de dollars de capitalisation*. (<https://www.algerie-eco.com/2024/01/18/avec-lintroduction-du-cpa-la-bourse-dalger-depassera-un-milliard-de-dollars-de-capitalisation/>)

¹⁸⁵ Bloomberg (2024). *Algeria Bourse Posts Sevenfold Jump in Market Cap After Bank IPO*. (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-26/algeria-bourse-posts-sevenfold-jump-in-market-cap-after-bank-ipo>)

¹⁸⁶ Bloomberg (2024). op. cit.

¹⁸⁷ Algérie Presse Service (26 mars 2024). op. cit.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Les projections financières incluses dans la notice d'information de l'IPO renforcent cette perception positive. Le CPA a prévu une croissance de son produit net bancaire de 77,104 milliards de DA en 2023 à 135,261 milliards de DA en 2028, et un bénéfice net cumulé de 327 milliards de DA sur la période 2024-2028, soit presque le double des 151,5 milliards de DA enregistrés entre 2018 et 2022. Ces projections optimistes ont probablement contribué à l'attrait de l'IPO pour les investisseurs.

1.3.2.3. Réactions du public

Le public algérien a manifesté un vif intérêt pour l'IPO du CPA, comme en témoignent les chiffres de participation. Selon le communiqué de la SGBV, 49 005 ordres d'achat ont été enregistrés, et 48 958 634 actions ont été demandées et allouées, représentant environ 81,6 % des 60 millions d'actions offertes.¹⁸⁸ La participation de 58 wilayas à travers l'Algérie, avec Alger en tête (9 889 ordres et 17 807 755 actions demandées), démontre une mobilisation nationale significative.

Cet engouement peut être attribué à plusieurs facteurs. Premièrement, l'exonération fiscale des bénéfices distribués aux actionnaires, conformément à la loi de finances 2024, a constitué un incitatif majeur.¹⁸⁹ Deuxièmement, la réputation du CPA comme l'une des principales banques commerciales algériennes, avec un réseau de 161 agences et une expertise reconnue dans le soutien aux PME, a renforcé la confiance des investisseurs particuliers. Enfin, la campagne de communication, incluant des publications sur les réseaux sociaux et des notices d'information détaillées, a facilité l'accès à l'information et encouragé la participation.

1.3.3. Efficacité de la stratégie de communication financière

L'OPV du CPA, approuvée par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) le 18 janvier 2024 sous le visa n° 2024/01, a consisté à ouvrir 30 % du capital de la banque, soit 60 millions d'actions, au prix de 2300 DA par action. Cette opération, qui s'inscrit dans une volonté de diversification de l'actionnariat et de renforcement du marché boursier algérien, a nécessité une communication financière efficace pour mobiliser un large éventail d'investisseurs, incluant les particuliers, les employés, les institutions, et les entreprises de droit algérien.

¹⁸⁸ Avis SGBV n°13/24

¹⁸⁹ Algerie360 (31 janvier 2024) *Le CPA ouvre son capital en bourse : comment acheter des actions ?* (<https://www.algerie360.com/le-cpa-ouvre-son-capital-en-bourse-comment-acheter-des-actions/>)

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

La stratégie de communication financière mise en œuvre pour l'OPV du CPA s'articule autour de plusieurs axes stratégiques.

Tableau 7 : Stratégie de communication financière mise en œuvre pour l'OPV du CPA

Catégorie	Détails
Notice d'information	Document de 112 pages intitulé <i>Notice d'information OPV N2024-01</i> fournissant des informations exhaustives sur la banque (historique, gouvernance, états financiers), les modalités de l'OPV (calendrier, segmentation, pricing), et les risques associés. Conforme aux exigences de la COSOB.
Conformité et transparence	Respect de l'Ordonnance n° 01-04 du 20 août 2001 et des règlements de la COSOB. Inclusion des états financiers des cinq dernières années (2018-2022) et des projections pour 2023-2028. Avertissement clair sur les risques d'investissement.
Segmentation des investisseurs	<ul style="list-style-type: none"> - Particuliers résidents algériens - Employés du CPA - Investisseurs institutionnels - Personnes morales de droit algérien
Pricing et valorisation	Prix de l'action fixé à 2300 DA (2100 DA pour les employés). Évaluation réalisée par Grant Thornton Algérie utilisant des approches patrimoniales, de rentabilité et de marché. Valeur calculée de l'action : 2561,41 DA.
Canaux de communication	<ul style="list-style-type: none"> - Site officiel du CPA (www.cpa-bank.dz) - Réseaux sociaux (X, Facebook, LinkedIn), Centre d'appel, Presse écrite - Bulletin Officiel des Annonces Légales (BOAL) - Site de la COSOB (www.cosob.org)
Organisation	Direction du Marketing et de la Communication, dirigée par M. Mehdi Aliane chargée de coordonner la diffusion des informations.
Objectifs et incitations	<ul style="list-style-type: none"> - Diversification de l'actionnariat - Renforcement de la position de marché du CPA - Contribution à la modernisation du marché financier algérien <p>Incitations fiscales : exonération d'impôt sur les dividendes et les plus-values</p>

(Fait par nous-même)

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

1.3.4. Comparaison avec d'autres IPO algériennes (Saidal, Rouiba)

La comparaison des trois IPO repose sur plusieurs critères : le calendrier et le contexte économique, le secteur d'activité, la taille de l'opération, le taux de souscription et la stratégie de tarification. Le tableau suivant résume les principales caractéristiques :

Tableau 8 : Comparaison des caractéristiques de quelques IPO algériennes

Critère/Société	Saidal	NCA Rouiba	CPA
Année	1999	2013	2024
Secteur	Pharmaceutique	Agroalimentaire	Bancaire
% du capital	20 %	25 %	30 %
Nombre d'actions	2 000 000	2 122 988	60 000 000
Prix par action	800 DA	400 DA	2 300 DA (public), 2 100 DA (employés)
Montant levé	1 600 000 000 DA	849 195 200 DA	112 570 944 200 DA

(fait par nous-même en compilant les données présentes sur le site de la SGBV)

1.3.5. Implications pour le marché financier algérien

L'introduction en bourse du CPA a eu des répercussions significatives au-delà des réactions immédiates des parties prenantes. Elle a contribué à augmenter le nombre de titres cotés à la Bourse d'Alger à six (Alliance Assurances, Biopharm, El Aurassi, Saïdal, AOM Invest, CPA) et à porter la capitalisation boursière à plus de 531 milliards de DA (Algérie Eco, 26 mars 2024).

Cette dynamisation du marché est perçue comme un premier pas vers une place financière plus robuste, notamment avec l'introduction d'une autre banque, en l'occurrence la Banque de Développement Local (BDL) en 2025.

Cependant, des défis subsistent. La nécessité d'un contrat de liquidité pour assurer une cotation régulière, mentionnée dans les communiqués de la SGBV, suggère des préoccupations quant à la liquidité du marché à court terme. De plus, l'absence de rapports d'analystes détaillés et de données boursières à long terme limite la capacité à évaluer pleinement l'impact de l'IPO sur la performance du CPA et la confiance des investisseurs.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Section 2 : Analyse de la performance du titre de l'action CPA et enseignements Post-IPO

L'analyse de la performance boursière post-IPO constitue une étape essentielle pour évaluer la pertinence de l'introduction en bourse, sa capacité à refléter fidèlement la valeur fondamentale de l'entreprise et l'efficacité du marché secondaire dans un contexte émergent.

Elle permet d'apprécier le comportement du titre dans le temps, en mettant en évidence les dynamiques de valorisation, de volatilité et de liquidité qui traduisent les attentes des investisseurs et les limites structurelles du marché.

Dans le cas du CPA, cette analyse revêt un intérêt particulier pour identifier les enseignements à tirer d'une première opération emblématique en Algérie.

2.1. Évolution du Cours de l'Action

L'étude des variations du prix de l'action CPA est essentielle pour comprendre comment le marché a accueilli son entrée en bourse et pour identifier les tendances et les facteurs qui ont influencé son parcours. Cette section explore en profondeur la dynamique des prix observée sur la période considérée.

2.1.1. Graphique et Analyse de l'Évolution du Titre

Pour mieux visualiser et interpréter les mouvements du prix de l'action CPA, cette partie présente une analyse graphique détaillée de son évolution quotidienne depuis son introduction en bourse, mettant en évidence les différentes étapes et les événements marquants.

2.1.1.1. Contexte et données disponibles

L'introduction en bourse de CPA a eu lieu en mars 2024, avec un prix initial de 2300 DA par action. Les données historiques, couvrant la période du 26 mars 2024 au 29 avril 2025, incluent les cours de clôture des séances de cotation et les volumes de transactions.

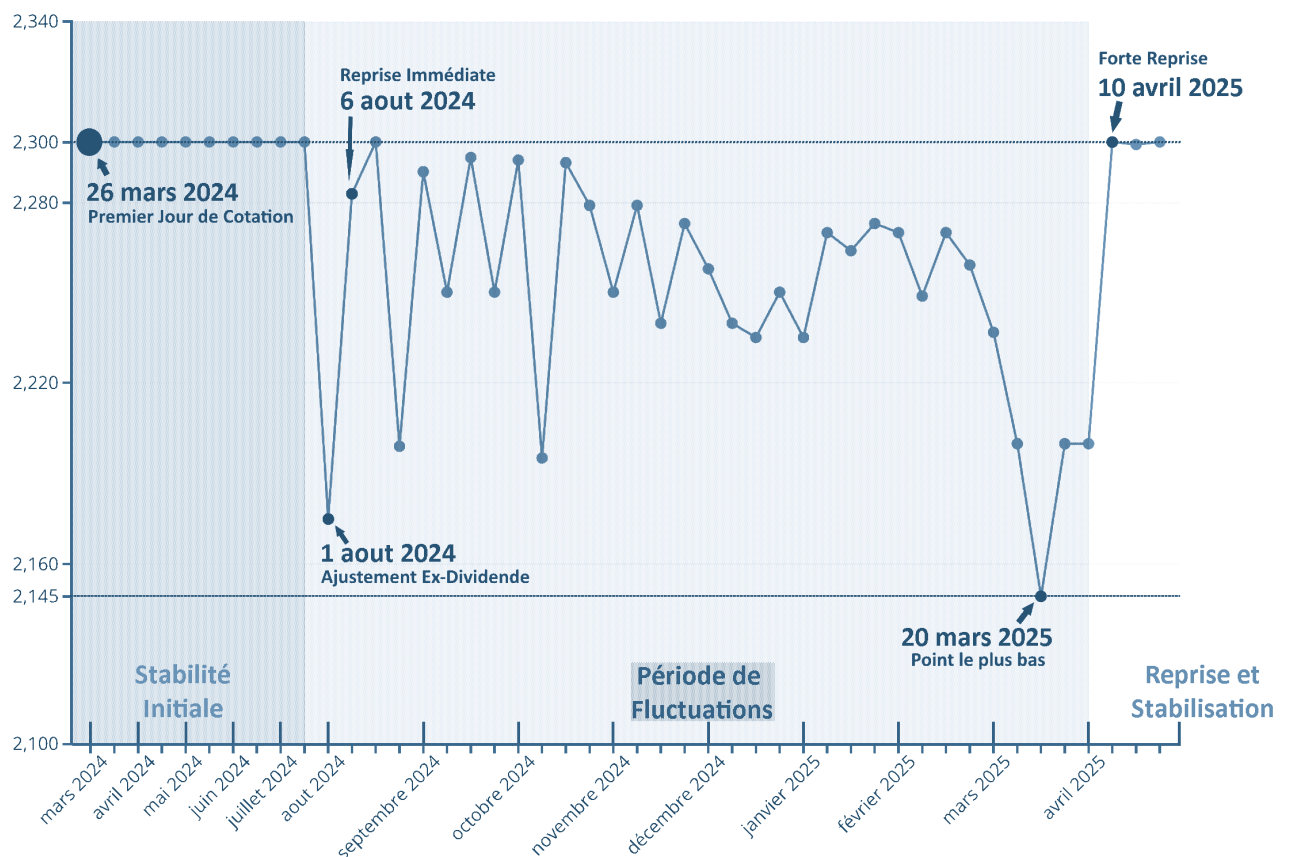
Des événements clés ont été identifiés, tels qu'une baisse à 2175 DA le 1er août 2024, un point bas à 2149 DA en mars 2025, et une stabilisation à 2300 DA en avril 2025.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.1.1.2. Visualisation des prix quotidiens

Pour analyser les tendances, un graphique des cours de clôture quotidiens a été créé à l'aide de Python et Matplotlib. Le graphique met en évidence quatre phases principales :

- **Stabilité initiale (26 mars 2024 - 30 juillet 2024)** : Le cours est resté constant à 2300 DA, avec des volumes de transactions variables, incluant des jours sans activité.
- **Ajustement ex-dividende (1er août 2024)** : Une chute à 2175 DA, coïncidant avec un ajustement ex-dividende, sans transactions enregistrées ce jour-là.
- **Période de fluctuations (6 août 2024 - 31 mars 2025)** : Le cours a varié entre 2149 DA et 2300 DA, avec un point bas à 2149 DA les 20 et 23 mars 2025.
- **Stabilisation (10 avril 2025 - 29 avril 2025)** : Le cours s'est stabilisé à 2300 DA, avec une légère variation à 2299 DA le 17 avril 2025.



Graphique 1 : Evolution du titre CPA de mars 2024 à avril 2025

(fait par nous-même avec Python et Matplotlib avec les données de la SGBV)

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.1.1.3 Calcul des rendements quotidiens

Les rendements quotidiens ont été calculés pour identifier les périodes de forte variation. La formule utilisée est :

$$\text{Rendement Quotidien} = \frac{P_{t-1}}{P_t - P_{t-1}}$$

Où: P_t représente le cours de l'action à la fin du jour t , et P_{t-1} représente le cours de l'action à la fin du jour précédent ($t-1$).

Le tableau suivant présente une sélection de dates significatives, leurs cours de clôture, et les rendements quotidiens calculés :

Tableau 9 : Rendement journaliers des dates clés

Date	Cours CPA (DA)	Rendement Quotidien
26/03/2024	2300	0 %
01/08/2024	2175	-5,43 %
06/08/2024	2283	4,97 %
20/03/2025	2149	-2,32 %
10/04/2025	2300	4,55 %
29/04/2025	2300	0 %

(Fait par nous-même)

Les jours avec des rendements absolus supérieurs à 2 % ont été considérés comme significatifs. Voici quelques exemples de variations notables :

- **1er août 2024** : Rendement de -5,43 %, correspondant à l'ajustement ex-dividende.
- **6 août 2024** : Rendement de +4,97 %, indiquant une reprise rapide.
- **3 septembre 2024** : Rendement de +4,37 % (de 2199 DA à 2295 DA).
- **20 mars 2025** : Rendement de -2,32 %, marquant le point bas.
- **10 avril 2025** : Rendement de +4,55 %, signalant un début de stabilisation.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.1.1.4. Visualisation de la volatilité

Pour quantifier la volatilité, l'écart-type des rendements quotidiens a été considéré comme une mesure appropriée. Une analyse qualitative des périodes montre :

- **Mars 2024 - Juillet 2024** : Volatilité nulle, car le cours est constant à 2300 DA (rendements quotidiens de 0 %).
- **Août 2024 - Mars 2025** : Volatilité accrue, avec des rendements quotidiens atteignant jusqu'à ± 5 %.¹⁹⁰ L'écart-type des rendements sur cette période serait significatif, reflétant une activité de trading plus intense.
- **Avril 2025** : Faible volatilité, avec un rendement de -0,0435 % le 17 avril 2025 (légère baisse du cours de 2300 DA à 2299 DA) et des rendements nuls par la suite.

Les volumes de transactions confirment cette analyse. Par exemple, le 26 mars 2024, le volume était de 49 057 actions, mais il a souvent été faible ou nul jusqu'à juillet 2024. Des pics de volume, comme 291 700 actions le 10 avril 2025, coïncident avec des changements de prix significatifs, suggérant une corrélation entre volume et volatilité.

2.1.1.5. Interprétation des tendances

L'analyse des tendances permet de dégager les dynamiques sous-jacentes aux indicateurs observés, en offrant une lecture structurée de l'évolution des données dans le temps. Elle constitue un outil essentiel pour appréhender les signaux de marché, identifier les cycles, et évaluer la cohérence entre les performances enregistrées et les hypothèses économiques sous-jacentes.

- **Stabilité initiale post-IPO**

L'introduction en bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) en mars 2024 a été marquée par une période de stabilité remarquable. Le cours de l'action s'est maintenu à 2 300 DA, son prix d'introduction, pendant les quatre premiers mois, sans variations significatives. Cette phase reflète un équilibre immédiat entre l'offre et la demande, évitant les surachats ou les ventes de panique typiques des marchés émergents.

¹⁹⁰ La cotation d'un titre à la Bourse d'Alger est comprise dans une fourchette de ± 5 % qu'elle se doit de respecter lors d'une séance, sous peine d'une suspension de cotation de la part de la COSOB.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

- **Période de correction et reprise partielle**

À partir d'août 2024, des fluctuations plus prononcées apparaissent. Le 1er août, le cours chute de -5,43 % (passant de 2 300 à 2 175 DA), en raison d'un ajustement ex-dividende.¹⁹¹ Toutefois, cette correction est suivie d'une reprise partielle le 6 août (4,97 %), ramenant le cours à 2 283 DA. Ces mouvements, bien que marqués, restent isolés et s'inscrivent dans un processus de consolidation du marché.

- **Confirmation de l'équilibre de marché**

L'hypothèse d'une stabilisation post-IPO se confirme en avril 2025, lorsque le cours se stabilise à nouveau à 2 300 DA. Cette dynamique est soutenue par des volumes d'échange élevés (769 353 titres en avril 2025) et une répartition équilibrée entre ordres d'achat et de vente.

La trajectoire du cours du CPA offre deux enseignements majeurs. Premièrement, la stabilité post-IPO souligne l'efficacité des mécanismes de régulation de la Bourse d'Alger, qui a évité une bulle spéculative tout en garantissant une liquidité suffisante. Deuxièmement, les fluctuations modérées reflètent des ajustements liés à des facteurs ponctuels (dividendes, ajustements classiques de marché) plutôt qu'à des déséquilibres structurels. À moyen terme, le cours devrait osciller autour de 2 300 DA, sous réserve de l'absence de chocs externes majeurs (crises géopolitiques, fluctuations anormales des taux d'intérêt et des prix des hydrocarbures).

2.1.2 Rendement initial et sous-évaluation à l'IPO

L'introduction en bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) en mars 2024, avec un prix fixé à 2300 DA, marque le point de départ de cette observation de son parcours boursier. En scrutant les cotations, du premier jour jusqu'en avril 2025, et en les reliant aux informations de l'IPO, on cherche à décrypter le rendement initial pour les investisseurs. Cette démarche vise également à évaluer la pertinence du prix initial, à suivre la dynamique de l'action sur le marché, et à identifier les éléments susceptibles d'avoir façonné son comportement.

2.1.2.1. Calcul du rendement initial

Le rendement initial est défini comme la variation en pourcentage entre le prix de clôture du premier jour de cotation et le prix d'IPO, calculé par la formule suivante :

¹⁹¹ La date de détachement est la date à laquelle le dividende d'une action se détache de l'action. Tous les actionnaires qui détiennent l'action à la clôture la veille du détachement vont recevoir le dividende.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

$$\text{Rendu Initial} = \frac{\text{Prix de clôture premier jour} - \text{Prix d'IPO}}{\text{Prix d'IPO}} \times 100$$

Le 26 mars 2024, premier jour de cotation de l'action CPA, le cours de clôture s'est aligné sur le prix d'introduction (2 300 DA), générant un rendement initial de 0%. Ce résultat contraste avec la sous-évaluation théorique mentionnée dans la notice d'information, où la décote accordée aux nouveaux actionnaires (-261,41 DA par rapport à la valeur estimée de 2 561,41 DA) suggérait une valorisation prudente. Ainsi :

$$\text{Rendu Initial} = \frac{2300 - 2300}{2300} \times 100 = 0\%$$

Le rendement initial est donc nul, indiquant que le cours n'a pas varié par rapport au prix d'introduction le premier jour.

2.1.2.2. Discussion sur la sous-évaluation du CPA

Dans les IPO, la sous-évaluation (ou underpricing) se manifeste souvent par un prix d'IPO inférieur à la valeur de marché, entraînant une hausse du cours du premier jour. La notice d'information de l'IPO du CPA révèle que le prix d'IPO de 2300 DA a été fixé avec une décote de 261,41 DA par rapport la valeur de l'action; calculée par le Cabinet évaluateur Grant Thornton Algérie reconnu par la COSOB, de 2 561,41 DA par action, soit une réduction de 10,2%:¹⁹²

$$\text{Décote} = \frac{2561,41 - 2300}{2561,41} = \frac{261,41}{2561,41} \approx 0,102 \text{ ou } 10,2\%$$

Cette décote intentionnelle visait à rendre l'action attrayante pour les investisseurs, en tenant compte des risques, notamment une décote de liquidité de 10 % appliquée dans l'approche par flux de trésorerie actualisés (DCF)¹⁹³ et un taux d'actualisation de 13,18 % reflétant les risques du marché algérien.¹⁹⁴

Cependant, l'absence de hausse du cours le premier jour (rendement initial de 0 %) suggère que le marché n'a pas perçu l'action comme sous-évaluée au sens classique. Plusieurs explications sont possibles :

¹⁹² Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024, p9

¹⁹³ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024, p12

¹⁹⁴ Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024, p11

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

- **Évaluation juste** : Le marché a jugé que 2300 DA correspondait à la valeur réelle de l'action, et la valeur réalisée de 2561,41 DA était trop optimiste. Cela dit, cette explication reste difficile à vérifier dans un contexte de marché peu profond.
- **Contraintes de marché** : La faible liquidité et la méfiance des investisseurs, caractéristiques du marché boursier algérien, ont pu limiter la demande. On souligne un volume transigé relativement faible le premier jour, avec seulement 12 transactions pour un total de 49057 actions échangées.
- **Structure de l'IPO** : La forte participation des petits épargnants, caractérisés pour la plupart par une faible culture boursière comme mentionnée dans l'analyse académique, a pu entraîner une pression à la vente précoce.

En comparaison, dans les marchés développés, les IPO sous-évaluées affichent souvent des rendements initiaux de 10 à 20 % ou plus.

Dans les marchés émergents peu efficaces comme l'Algérie, où la liquidité est faible et les risques perçus élevés, une sous-évaluation peut ne pas se traduire par une hausse immédiate, ce qui semble être le cas ici.

2.1.2.3. Sous-évaluation à l'IPO confirmée par les volumes historiques

La validation empirique du phénomène de sous-évaluation passe par l'analyse des volumes échangés et de l'évolution des cours en post-introduction.

Ces données fournissent des indications précieuses sur la réaction du marché, la liquidité des titres et la perception initiale de la valeur par les investisseurs.

- **Juin 2024 : Effet dividende et forte participation des particuliers**

Le mois de juin 2024 a été marqué par un pic d'activité sur le titre, avec un volume d'échange de 425 762 actions, représentant une valeur de 978 997 400 DA.

Cette envolée, qui représente une augmentation de +764% par rapport à mars 2024, a été principalement déclenchée par l'annonce, lors de l'Assemblée Générale Ordinaire (AGO), d'un dividende de 37,5 DA par action (soit 1,6% du cours). Ce dividende était en ligne avec le résultat net de l'exercice 2023 (37,5 milliards DA).

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

● **Avril 2025 : Interventions techniques des IOB et anticipation stratégique du marché**

Un nouveau sommet d'activité a été observé en avril 2025, avec un volume mensuel de 770000 actions échangées, pour une valeur de 1,7 milliard DA. Ce chiffre traduit une impressionnante progression par rapport à mars 2024. Ce pic a été notamment alimenté par les IOB hors CPA (tels que la BDL et la BEA) qui ont joué un rôle technique crucial en exécutant des ordres de contrepartie (en achetant pour leurs propres comptes), dans l'anticipation d'un futur contrat de rachat par le CPA.

Parallèlement, une stratégie de marché s'est dessinée :

- Un **prix plancher implicite de 2 300 DA** a été maintenu par les IOB grâce à des ordres limites, malgré une pression vendeuse des autres investisseurs au premier trimestre 2025.
- Des **rumeurs concernant un potentiel rachat du capital par le CPA** circulaient activement, bien qu'aucune confirmation officielle n'ait été communiquée à la date de l'analyse (29 avril 2025).

2.1.3. Perspectives : scénarios de correction et catalyseurs potentiels

L'évolution post-IPO des titres dans les marchés émergents est souvent marquée par des distorsions liées à des facteurs structurels et comportementaux. Dans ce cadre, l'analyse prospective vise à identifier les mécanismes susceptibles d'atténuer ces déséquilibres, en envisageant des scénarios de correction du marché ainsi que les catalyseurs institutionnels, réglementaires ou économiques pouvant favoriser une stabilisation durable des cours.

2.1.3.1. Scénario haussier : rachat d'actions et réformes réglementaires

Dans le prolongement des dynamiques observées post-IPO, certains scénarios favorables peuvent émerger, portés par des décisions stratégiques des entreprises et des évolutions du cadre institutionnel. Ces facteurs peuvent contribuer à une amélioration durable de la valorisation boursière et à une meilleure attractivité du marché secondaire.

Effet levier d'un rachat : Un rachat de 5% du capital (3 millions d'actions) réduirait l'offre circulante de 8%, potentiellement boostant le cours de 3 à 5% (modèle de réduction de *float*).

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Assouplissement réglementaire : Une autorisation du nantissement des actions permettrait d'attirer les investisseurs institutionnels étrangers, aujourd'hui absents.

2.1.3.2. Scénario baissier : risques persistants

Dans le prolongement des analyses précédentes, il convient d'examiner les facteurs susceptibles d'altérer la dynamique post-IPO dans un contexte émergent. L'identification des risques structurels, comportementaux et conjoncturels permet de mieux comprendre les fragilités sous-jacentes du marché secondaire, en particulier lorsque les fondamentaux économiques ou institutionnels restent instables.

Dégradation des créances : Si les impayés du CPA dépassent **250 milliards DA** (seuil critique), on estime une dépréciation de 5 à 10% du cours est probable.

La sous-évaluation initiale de l'action CPA, bien que réelle, a été masquée par les défauts structurels du marché algérien : liquidité faible, réglementation rigide, et comportement prudentiel des institutionnels. Les pics de volume de 2024 et 2025, motivés par des événements ponctuels (dividendes, rumeurs de rachat), n'ont pas suffi à débloquer les cours, illustrant un marché où la valorisation fondamentale peine à transcender les contraintes opérationnelles. À moyen terme, seules des réformes profondes (transparence, produits dérivés, ouverture aux étrangers) permettent une convergence entre prix de marché et valeur intrinsèque.

2.2. Liquidité et Volatilité du titre CPA

La liquidité et la volatilité sont des facteurs clés pour comprendre le comportement du cours de l'action CPA sur la Bourse d'Alger. Dans un marché caractérisé par une faible profondeur et un nombre limité de participants, ces deux aspects influencent fortement la négociabilité et la stabilité des prix des actions. Cette section examine la liquidité à travers les volumes échangés et explore comment la faible liquidité du marché algérien contribue à la volatilité des cours, en mettant l'accent sur l'action CPA.

2.2.1. Liquidité et volumes échangés

La faible liquidité du marché boursier algérien limite les volumes échangés, ce qui accentue les fluctuations du cours de l'action CPA. Cette hypothèse repose sur l'idée que, dans un marché peu profond, même de petites transactions peuvent provoquer des mouvements de prix significatifs en raison d'un carnet d'ordres peu fourni.

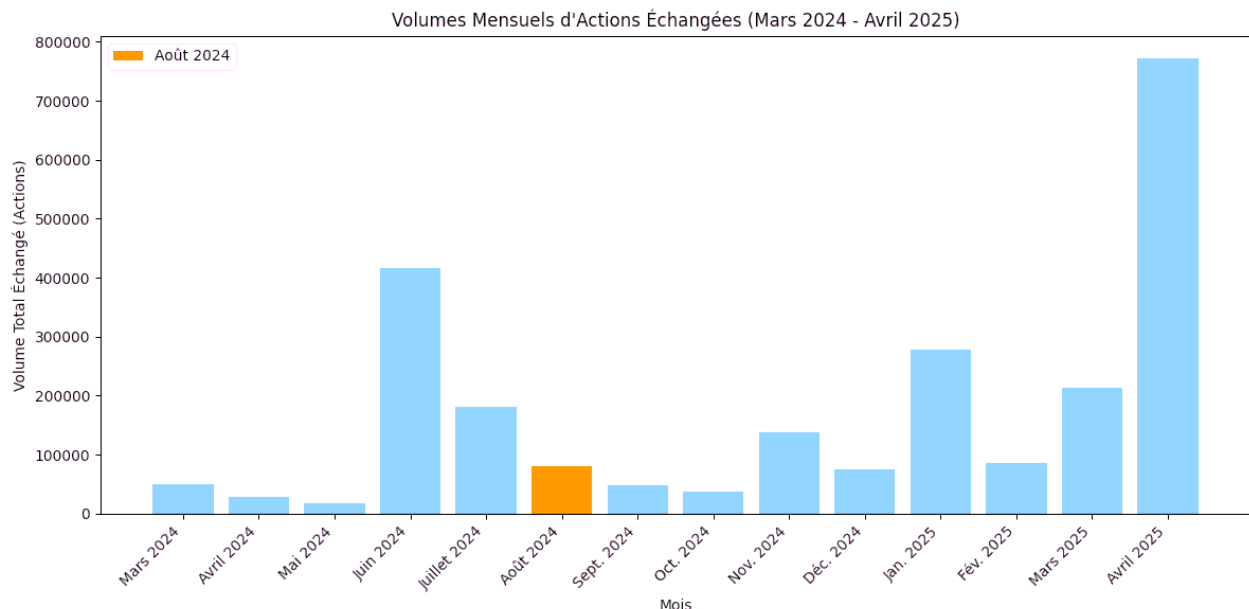
Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.2.1.1. Analyse des volumes échangés

L'examen des volumes échangés de l'action CPA révèle une activité variable sur la période de mars 2024 à avril 2025.

En août 2024, un total de 81 000 actions ont été échangées sur 6 jours de transactions parmi les 13 jours de cotation (dimanches, mardis et jeudis, conformément au calendrier de la Bourse d'Alger).

Cela se traduit par un volume quotidien moyen de 6 231 actions sur l'ensemble des jours de cotation, ou 13 500 actions si l'on considère uniquement les jours avec transactions. Comparé à la moyenne mensuelle de 173 218 actions sur la période étudiée, août 2024 affiche une activité modérée.



Graphique 2 : Volumes mensuels d'actions CPA échangées entre mars 2024 et avril 2025

(Fait par nous-même en compilant les données de la bourse d'Alger)

Les mois de juin 2024 et avril 2025, avec des volumes respectifs de 416 882 et 771 353 actions, indiquent des périodes d'activité intense, liées respectivement à des événements comme des annonces économiques (dividendes) et à des opérations de contrepartie pour soutenir le cours. En revanche, des mois comme mai 2024 (18 234 actions) et octobre 2024 (38 244 actions) reflètent une faible activité, typique d'un marché à faible liquidité.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.2.2. Volatilité du titre

La volatilité du titre constitue un indicateur central de la réaction du marché secondaire à une introduction en bourse, en particulier dans les économies émergentes. Elle reflète les ajustements liés à la découverte du prix, l'ampleur de l'information disponible et la profondeur du marché. Son analyse permet d'évaluer la stabilité du titre post-IPO et d'identifier les facteurs structurels pouvant perturber la valorisation à court et moyen termes.

2.2.3.1. Analyse de la volatilité

Pour mesurer la volatilité du titre CPA, nous calculons l'**écart-type des rendements** sur différentes périodes (mensuelles, trimestrielles, semestrielles). Cette analyse s'appuie sur les cours moyens mensuels du titre.

- **Volatilité mensuelle**

Tableau 10 : Cours moyens mensuels et les rendements associés

Mois	Cours moyen	Rendement	Mois	Cours moyen	Rendement
mars 2024	2 300	0%	oct. 2024	2 274	0.04%
avril 2024	2 300	0%	nov. 2024	2 266	-0.35%
mai 2024	2 300	0%	déc. 2024	2 241	-1.10%
juin 2024	2 300	0%	janv. 2025	2 267	1.16%
juillet 2024	2 300	0%	février 2025	2 263	-0.18%
août 2024	2 252	-2.09%	mars 2025	2 192	-3.14%
sept. 2024	2 273	0.93%	avril 2025	2 282	4.11%

(fait par nous-même)

Sur les 9 rendements actifs (août 2024 à avril 2025) :

Moyenne des rendements : -0.07% (quasi-nulle, malgré des variations individuelles).

Écart-type : 2.08%, indiquant une volatilité modérée pour un titre de banque.

Détail du calcul :

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(R_i - R)^2}{N - 1}} = \sqrt{\frac{34.003}{8}} \approx 2.08\%$$

Où : R_i est le rendement mensuel, R la moyenne et N le nombre de mois.

- **Volatilité trimestrielle**

En regroupant les rendements par trimestre :

Tableau 11 : Rendements trimestriel du titre CPA

Trimestre	Rendement trimestriel (%)
Q3 2024	-1.17% (août à septembre)
Q4 2024	-1.45% (octobre à décembre)
Q1 2025	-3.31% (janvier à mars)

(Fait par nos soins)

Moyenne des rendements trimestriels : -1.98%.

Écart-type : 1.16%, reflétant une volatilité plus lissée que sur le mensuel.

- **Volatilité semestrielle**

Sur les semestres actifs :

- S2 2024 (juillet à décembre 2024) : Rendement de -2.57%.
- S1 2025 (janvier à juin 2025) : Rendement de -2.19% (extrapolé).

Écart-type : 0.27%, peu significatif en raison du faible nombre de données.

Interprétation :

- Stabilité initiale : De mars à juillet 2024, le cours reste à 2 300 DA (volatilité nulle), lié à la période de souscription et à l'engouement initial.
- Choc d'août 2024 : Une baisse de -2.09% coïncide avec un volume échangé en chute libre (-58%), soulignant l'impact de la liquidité sur la volatilité.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Pics de volatilité :

- Mars 2025 : -3.14% (craintes sur les créances impayées de 238 milliards DA, mentionnées dans le *prospectus*).
- Avril 2025 : +4.11% (reprise technique dans un marché étroit).

Comparaison avec d'autres marchés :

- Bourse de Casablanca : Volatilité moyenne de 3-4% pour les titres bancaires (ex. Attijariwafa Bank), soit presque le double de celle du CPA.
- Marchés développés : Une action comme Société Générale (Euronext) affiche une volatilité mensuelle de 2.5-3%, malgré une liquidité 100 fois supérieure.

Cette dynamique contraste avec les marchés émergents, où la liquidité atténuée naturellement les chocs. Pour le CPA, la volatilité reflète davantage des déséquilibres ponctuels offre/demande que des fondamentaux, typique d'un marché immature.

2.2.3. Interaction volatilité–liquidité

L'interrelation entre volatilité et liquidité constitue un déterminant central du fonctionnement des marchés financiers, en particulier dans les économies émergentes où la profondeur des marchés est souvent limitée. Une faible liquidité tend à amplifier la volatilité des cours, tandis qu'une volatilité élevée peut décourager les échanges, créant ainsi un cercle vicieux impactant la stabilité post-IPO.

Cette interaction complexe mérite une attention particulière pour comprendre les dynamiques des marchés secondaires dans les contextes peu développés.

2.2.3.1. Effet d'amplification des fluctuations en cas de faibles volumes

La faible liquidité du titre CPA, une caractéristique notable du marché boursier algérien, s'est avérée un facteur déterminant dans l'accentuation des fluctuations de prix. Cette corrélation se manifeste à travers divers mécanismes et observations issues de la SGBV.

Dans un marché où la profondeur est limitée, même un volume d'échanges modeste peut entraîner des variations de cours considérables. L'épisode de mars 2025 en témoigne éloquemment, où un volume total de 276 627 actions échangées a coïncidé avec un effondrement du cours à 2 149 DA, reflétant des ventes massives non absorbées par une demande suffisante.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.2.3.2. Ratio volume/capitalisation :

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Valeur Mensuelle}}{\text{Capitalisation}} \times 100$$

Pour évaluer la liquidité, le ratio entre la valeur totale échangée et la capitalisation boursière est calculé. En août 2024, la valeur totale des transactions pour CPA s'élève à 186 276 636 DA. La capitalisation boursière, basée sur un cours de clôture de 2 199 DA par action le 29 août 2024 et 200 000 000 actions en circulation, est de 439 800 000 000 DA. Le ratio est donc :

$$\text{Ratio} = \frac{186\,276\,636}{439\,800\,000\,000} \times 100 \approx 0,04235\%$$

Ce ratio extrêmement faible indique que seule une fraction infime de la valeur de l'entreprise est échangée mensuellement, confirmant la faible liquidité de l'action CPA.

À titre de comparaison, dans des marchés plus liquides comme les bourses américaines ou européennes, les actions à forte liquidité peuvent afficher des ratios mensuels de 5 à 10 % ou plus, reflétant une activité de trading beaucoup plus soutenue.

2.2.3.3. Impact de la faible liquidité sur les fluctuations de prix

La faible liquidité du marché algérien amplifie la volatilité des cours, comme illustré par les données d'août 2024. Le 27 août 2024, une transaction de seulement 10 actions a entraîné une baisse du cours de 2 299 DA à 2 199 DA, soit une chute de 4,35 %. En revanche, le 8 août 2024, un volume plus élevé de 48 342 actions a conduit à une hausse modeste de 2 283 DA à 2 300 DA, soit 0,74 %.

Ces exemples démontrent que, dans un marché illiquide, de petites transactions peuvent provoquer des variations de prix disproportionnées en raison d'un carnet d'ordres peu fourni.

Pour quantifier la volatilité, la déviation standard des rendements quotidiens en août 2024 est calculée à environ 2,00 %, principalement due à des mouvements comme celui du 27 août. Dans un marché plus liquide, de telles transactions auraient un impact négligeable, car un plus grand nombre d'ordres d'achat et de vente stabilisent les prix.

La faible liquidité du titre CPA, combinée à la structure du marché algérien, crée un environnement où les prix sont particulièrement sensibles aux volumes échangés.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.2.3.4. Comparaison avec d'autres marchés

Bien que des données spécifiques sur d'autres actions algériennes soient limitées, le marché boursier algérien peut être comparé à d'autres marchés émergents à faible liquidité. Par exemple, des bourses comme celle de Tunis ou d'Amman présentent des caractéristiques similaires, avec un plus grand nombre de sociétés cotées certes, mais avec des volumes de transactions faibles.

Cependant, même dans ces marchés, les ratios volume/capitalisation tendent à être plus élevés pour les actions phares. L'absence de données comparatives précises pour d'autres actions algériennes limite cette analyse, mais la situation de CPA semble cohérente avec un marché en développement où la liquidité reste un défi majeur.

- Marchés émergents :

Bourse de Casablanca : Le ratio volume/capitalisation moyen est de 0,5 % (2023), soit 7 fois supérieur à celui du CPA.

Bourse de Tunis : Même pour les titres peu liquides, ce ratio dépasse 0,2 %, atténuant les chocs de prix.

- Marchés développés :

NYSE : Pour une action comme Apple, le ratio atteint 3 %, permettant une absorption fluide des gros ordres.

La faible liquidité de l'action CPA, illustrée par un volume mensuel de 81 000 actions en août 2024 et un ratio volume/capitalisation de 0,04235 %, reflète les contraintes structurelles du marché boursier algérien.

Cette faible liquidité accentue la volatilité, comme en témoigne la chute de 4,35 % du cours provoquée par une transaction de 10 actions. Ces caractéristiques soulignent les défis auxquels sont confrontés les investisseurs sur ce marché, où la négociabilité des actions est limitée et les prix sont vulnérables aux petites transactions.¹⁹⁵

¹⁹⁵ On note dans la page 3 du prospectus d'OPV du titre CPA, un effet de levier réglementaire, où l'interdiction de nantissement des actions bancaires réduit l'attractivité pour les investisseurs institutionnels, limitant la liquidité. Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1 du 18 janvier 2024

2.2.4. Impact du flottant sur la dynamique du titre

La liquidité d'un titre en bourse, mesurée par son flottant, joue un rôle fondamental dans sa dynamique de prix. Un flottant important facilite les échanges et contribue à la stabilité des cours, tandis qu'un flottant restreint peut engendrer des déséquilibres. Les paragraphes suivants explorent l'impact du flottant sur la dynamique du titre en question, en examinant l'écart entre le flottant théorique et effectif, la concentration de la détention, et le ratio de flottant effectif.

2.2.4.1. Flottant théorique vs. flottant effectif : un écart significatif

Le flottant théorique du titre s'élève à 60 millions d'actions, représentant 30 % du capital social initialement introduit en bourse lors de l'Offre Publique de Vente (OPV). Cependant, le flottant effectif, c'est-à-dire le nombre d'actions réellement attribuées et disponibles pour la négociation, s'est avéré inférieur. Seules 48,96 millions d'actions ont trouvé preneur, soit 81,6 % de l'offre. Les 11,04 millions d'actions non placées ont de facto réduit la liquidité potentielle du titre sur le marché. Cet écart initial entre le flottant théorique et le flottant effectif constitue un premier facteur limitant la fluidité des échanges.

2.2.4.2. Concentration de la détention : une illiquidité institutionnalisée

L'analyse de la répartition de l'actionnariat révèle une concentration significative de la détention au sein des segments C et D, qui regroupent les investisseurs institutionnels. Bien que ces segments ne représentent que 23,7 % des actions en termes de volume, ils concentrent 54,5 % du montant total levé lors de l'OPV (AVIS N°13-24). Cette disparité suggère une stratégie d'investissement à long terme de la part de ces acteurs institutionnels, ce qui se traduit par une faible rotation de leurs titres sur le marché et contribue ainsi à une liquidité structurellement réduite. Par ailleurs, le segment B, constitué des salariés, détient 169 570 actions qui ont été bloquées pendant une période de 12 mois, les retirant temporairement de la liquidité disponible sur le marché.

2.2.4.3. Ratio de flottant effectif : une liquidité structurellement faible

Le ratio de flottant effectif, qui mesure la liquidité réelle du titre en rapportant le volume mensuel moyen échangé au flottant théorique, met en évidence une liquidité particulièrement faible. Le calcul s'établit comme suit :

$$\text{Ratio de flottant effectif} = \frac{\text{Volume mensuel moyen}}{\text{Flottant théorique}}$$

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

En appliquant les données disponibles, on obtient :

$$\text{Ratio de flottant effectif} = \frac{112372 \text{ actions/mois}}{60000000 \text{ actions}} = 0,19\%$$

Ce ratio de 0,19 % révèle une liquidité nettement inférieure à celle observée sur d'autres places boursières de la région et des marchés développés.

2.2.4.4. Effets sur la dynamique des prix : déséquilibres amplifiés

La faible liquidité du titre a des répercussions directes sur la dynamique de ses prix, amplifiant les déséquilibres entre l'offre et la demande. Par exemple, en mars 2025, un volume d'échanges relativement faible de 276 627 actions, représentant seulement 0,46 % du flottant théorique, a suffi à provoquer une chute de 5% du cours de l'action. Cet événement démontre la sensibilité du prix à des volumes d'échange limités en raison du faible flottant.

2.2.4.5. Risques associés entre manipulation et volatilité chronique

La faible profondeur du marché, exacerbe les risques de manipulation de cours. De plus, la concentration des ordres est un facteur préoccupant, puisque 10 % des transactions représentent 45 % du volume total échangé (données SGBV). Cette concentration permet à des acteurs disposant de volumes importants d'influencer significativement les prix, créant une volatilité potentiellement artificielle et nuisible à la confiance des investisseurs. La liquidité structurellement faible contribue ainsi à une volatilité chronique du titre.

2.2.4.6. Perspectives d'élargissement du flottant pour stabiliser le titre

Pour améliorer la liquidité et stabiliser la dynamique du titre, plusieurs pistes peuvent être envisagées afin d'élargir le flottant effectif :

- **Stratégies incitatives** : L'introduction de mécanismes tels que des market makers, chargés d'animer le marché en fournissant des cotations d'achat et de vente, ou des exemptions fiscales pour les investisseurs particuliers, pourrait encourager une participation plus active et augmenter la liquidité.
- **Nouvelles émissions** : Des augmentations de capital, mentionnées dans des prospectus, pourraient également accroître le nombre d'actions disponibles à la négociation. Cependant, leur succès dépendra de la confiance des investisseurs dans un marché actuellement perçu comme illiquide. Il est primordial de restaurer la confiance avant.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

En résumé, le flottant du titre CPA présente des caractéristiques notables, avec un écart entre le volume théoriquement disponible et celui effectivement négocié, ainsi qu'une concentration de la détention.

Ces éléments se traduisent par un ratio de flottant effectif faible, ayant des répercussions directes sur la manière dont le prix du titre évolue et exposant potentiellement le marché à des risques spécifiques.

2.3. Principaux déterminants de la performance du titre

L'analyse des facteurs influençant la performance du titre CPA à la Bourse d'Alger révèle des biais structurels du marché et l'impact significatif des investisseurs particuliers.

On observe une liquidité et une profondeur de marché restreintes, caractérisées par des volumes d'échange modestes et un déséquilibre des ordres, contrastant avec une stabilité artificielle des prix.

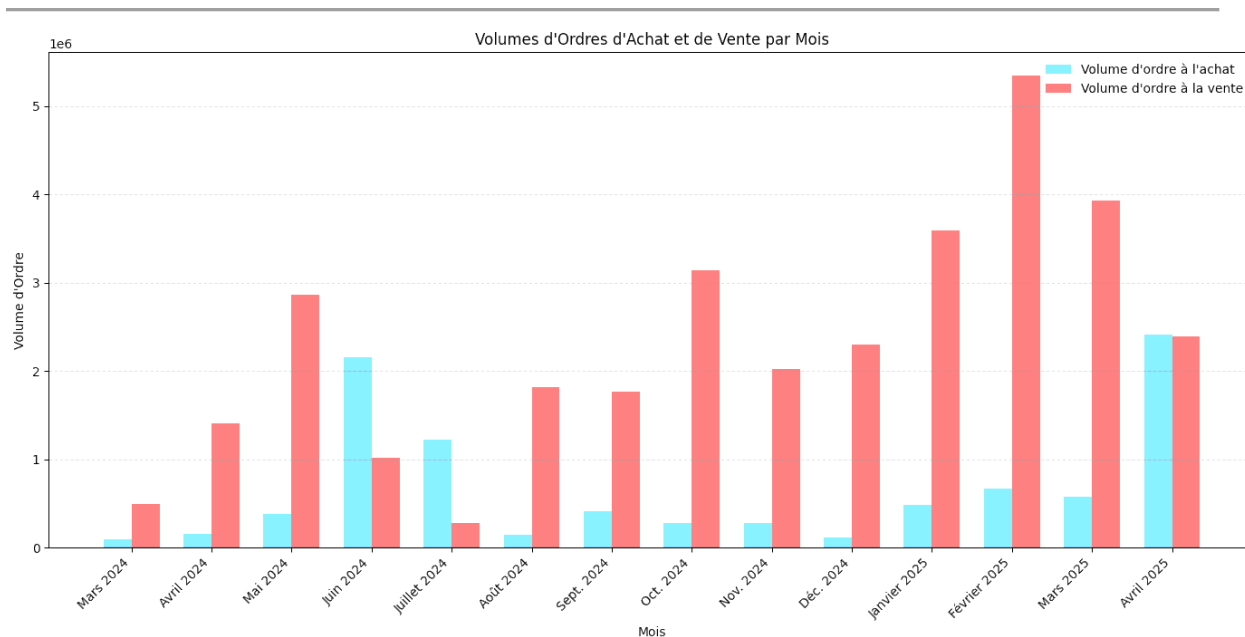
Simultanément, les décisions des investisseurs particuliers, motivées par des gains rapides et des considérations éthiques, jouent un rôle crucial dans la volatilité et les spécificités de la dynamique de ce titre.

Tableau 12 : Volumes mensuels d'ordre d'achat et de vente des titres cotés à la Bourse d'Alger

Mois	Volume achat	Volume vente	Mois	Volume achat	Volume vente
mars 2024	94 312	490 608	oct. 2024	279 884	3 135 282
avril 2024	150 676	1 406 468	nov. 2024	274 082	2 020 476
mai 2024	376 092	2 865 715	déc. 2024	110 036	2 295 602
juin 2024	2 151 837	1 020 676	janvier 2025	487 297	3 591 062
juil. 2024	1 221 402	276 279	février 2025	672 587	5 341 232
août 2024	146 956	1 819 963	mars 2025	570 683	3 934 575
sept. 2024	409 275	1 769 594	avril 2025	2 415 813	2 395 798

(fait par nous-même en compilant les données de la SGBV)

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA



Graphique 3 : Volumes d'ordre d'achat et de vente des titres cotés à la Bourse d'Alger

(Fait par nous-même en compilant les données de la bourse d'Alger)

2.3.1. Biais du marché financier algérien

La liquidité et la profondeur du marché de la Bourse d'Alger, notamment pour le titre CPA, révèlent des volumes d'échange anémiques et un carnet d'ordres déséquilibré.

Cette situation entrave la capacité du marché à absorber les transactions sans provoquer de distorsions significatives.

2.3.1.1. Volumes d'échange faibles :

Les volumes d'échange du titre CPA se caractérisent par leur modestie : en mars 2024, à peine 50 000 actions ont changé de mains, et ce en seulement 17 transactions.

Même lors de pics d'activité, comme en juin 2024 où 420 000 actions ont été échangées, le volume demeure concentré sur un nombre restreint d'opérations (271).

L'instabilité des volumes mensuels moyens en 2024, variant considérablement entre un plancher de 18 334 actions en mai et un sommet de 769 353 actions en avril 2025, met en évidence une forte sensibilité à des périodes de demande spécifiques.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.3.1.2. Carnet d'ordres peu fourni et déséquilibré :

Le marché est fragilisé par un déséquilibre structurel entre l'offre et la demande. En mars 2024, par exemple, on observait une pression vendeuse significative avec seulement 94 312 ordres d'achat pour 490 608 ordres de vente (un ratio de 1 pour 5), signalant une demande limitée face à une offre abondante. Cette situation s'aggrave lors des périodes de faible activité, comme en août 2024, où les ordres d'achat chutent à 146 956 actions face à une offre massive de 1,82 million, exacerbant ainsi les problèmes de liquidité.

2.3.1.3. Fluctuations moindres et cours déconnectés de la valeur réelle

Bien que les volumes d'échange aient fluctué, le prix moyen du titre CPA est resté stable autour de 2 300 DA entre mars et juin 2024, sans corrélation évidente avec la santé de l'entreprise ou l'environnement économique. Cette fixité des prix s'explique par le manque de profondeur du marché, où un nombre restreint de transactions importantes, comme les 271 enregistrées en juin 2024, suffisent à fixer le cours, souvent sous l'influence d'ordres institutionnels ou d'opérations spécifiques. Même en août 2024, malgré une chute significative de 58,23 % du volume transigé, le prix moyen pondéré du CPA n'a que faiblement diminué (2 297,71 DA), soulignant un décalage entre le prix affiché et la valeur intrinsèque du titre.

La Bourse d'Alger, notamment pour le titre CPA, souffre d'une faible liquidité avec des volumes d'échange anémiques et un carnet d'ordres déséquilibré, limitant l'absorption des transactions sans distorsions. Les volumes modestes et instables, ainsi que le déséquilibre offre/demande, contrastent avec une stabilité artificielle des cours, déconnectée des fondamentaux en raison du manque de profondeur du marché.

Cette situation favorise la manipulation, rend les prix inefficients et freine l'arrivée de nouveaux investisseurs, piégeant la bourse dans un cercle vicieux de faible liquidité et de profondeur insuffisante.

2.3.2. Prédominance et comportement des investisseurs particuliers

La structure actionnariale du CPA reste dominée par les particuliers, comme en témoigne la segmentation de la souscription au titre CPA en mars 2024. Cette prédominance s'accompagne d'une faible éducation financière, amplifiant les comportements spéculatifs et les réactions émotionnelles.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.3.2.1. Recherche de gains à court-terme

L'appât du gain immédiat, notamment à travers la distribution de dividendes, constitue un moteur puissant pour les investisseurs particuliers.

L'exemple du pic d'acquisition des titres CPA en juin 2024, précédant le détachement du dividende, illustre parfaitement cette tendance. Attirés par la perspective d'un rendement rapide, ces investisseurs ont massivement acheté des actions, souvent sans considération pour les fondamentaux à long terme de l'entreprise.

Ce comportement, exacerbé par la propagation de rumeurs et un mimétisme grégaire, se traduit par une forte concentration de la demande autour des dates de versement.

Cependant, cette stratégie court-termiste se révèle fragile, comme en témoigne la vague de désinvestissements post-dividende et la chute brutale de la valeur des transactions en juillet 2024. Les investisseurs, ayant atteint leur objectif immédiat, se retirent massivement, entraînant une instabilité notable du marché.

2.3.2.2. Désengagement lié à l'influence des convictions religieuses

Les principes de la finance islamique exercent une influence notable sur les décisions d'investissement de certains particuliers.

La perception de la spéculation boursière, et en particulier de la course aux dividendes, comme potentiellement contraire aux interdictions fondamentales telles que le gharar (incertitude excessive) et le maysir (jeu de hasard), engendre une méfiance persistante.

Malgré l'attrait financier ponctuel des dividendes, cette aversion éthique peut conduire certains investisseurs à éviter ou à se désengager du marché, limitant ainsi leur participation à long terme et contribuant à une certaine volatilité lorsque des opportunités perçues comme licites se présentent.

Le comportement des particuliers à la Bourse d'Alger est structuré par des événements ponctuels (dividendes) et des biais cognitifs (effet moutonnier, désintérêt subit). Pour stabiliser le marché, des campagnes pédagogiques sur les mécanismes boursiers et une transparence accrue sur les politiques de dividendes sont indispensables.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.4. Limites et perspectives de l'analyse du cas CPA

Afin de fournir une analyse rigoureuse et nuancée du comportement du cours de l'action CPA, il est essentiel de reconnaître les contraintes inhérentes à notre étude et d'envisager les développements futurs qui pourraient découler de cette première expérience boursière.

Cette sous-section explore ainsi les limites méthodologiques rencontrées, principalement liées à la nature du marché et à la période d'observation, avant de se pencher sur les perspectives et opportunités qui se dessinent pour le CPA, les introductions en bourse à venir, et la modernisation du marché financier algérien.

2.4.1. Contraintes méthodologiques

L'interprétation des résultats de cette analyse doit tenir compte de certaines limitations méthodologiques, principalement liées à la qualité et à la disponibilité des données financières et boursières, ainsi qu'à l'étendue temporelle de la période étudiée.

2.4.1.1. Défis liés à la qualité et à la disponibilité des données

La Bourse d'Alger, où l'action CPA est négociée, se caractérise par une liquidité relativement faible, avec de nombreux jours sans transactions, comme indiqué dans l'étude. Cela rend l'analyse des mouvements de prix et de la volatilité difficile, car les données sont souvent rares. Par exemple, des jours avec un volume nul, compliquent l'application de modèles financiers standard qui supposent une activité continue. De plus, la granularité des données semble limitée, probablement restreinte aux prix de clôture quotidiens, sans données intra-journalières, ce qui limite l'analyse des dynamiques à court terme.

Des retards dans la publication des données financières ou boursières, fréquents dans les marchés émergents, pourraient également affecter la pertinence temporelle des informations utilisées, rendant difficile la corrélation avec les fondamentaux de l'entreprise.

2.4.1.2. Influence d'un horizon temporel restreint et risque de biais d'échantillonnage

La période d'observation de cette étude, s'étendant de mars 2024 à avril 2025, soit un peu plus d'un an après l'introduction en bourse (IPO) de CPA, constitue une fenêtre temporelle relativement courte. Cette durée limitée pourrait ne pas être suffisante pour capturer les tendances de long terme du cours de l'action.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

En effet, la phase initiale suivant une IPO est souvent marquée par des facteurs spécifiques tels qu'une éventuelle sous-évaluation initiale, un excès d'enthousiasme des investisseurs, ou l'expiration des périodes de blocage des actions (lock-up periods), des éléments qui pourraient ne pas persister sur le long terme.

Cette situation introduit un biais d'échantillonnage, car les données recueillies pourraient ne pas être pleinement représentatives d'un cycle de marché complet. Par exemple, des événements ponctuels observés durant la période étudiée, tels que les ajustements liés aux dividendes ou les rumeurs de rachat d'actions, pourraient fausser les conclusions si elles étaient extrapolées sur une période plus étendue.

2.4.2. Perspectives et opportunités futures pour le CPA et le marché algérien

Au-delà des limites identifiées, cette analyse ouvre des perspectives intéressantes concernant l'évolution future de la gouvernance du CPA, le renforcement de la confiance des actionnaires, les enseignements pour les prochaines IPO en Algérie (notamment celle de la BDL), et la modernisation du marché secondaire dans son ensemble.

2.4.2.1. Potentiel d'amélioration de la gouvernance post-IPO

Suite à son introduction en bourse, le CPA a l'opportunité de consolider sa structure de gouvernance afin de répondre aux attentes des nouveaux actionnaires publics et de se conformer aux exigences réglementaires.

Bien que le code de gouvernance d'entreprise algérien de 2009, émis par l'Association Nationale pour la Promotion de la Gouvernance d'Entreprise, Hawkama El Djazair, soit basé sur le volontariat, le CPA pourrait bénéficier de l'adoption de pratiques exemplaires. Cela pourrait inclure la nomination d'administrateurs indépendants au sein de son conseil d'administration et la mise en place de comités spécialisés tels que des comités d'audit et de rémunération.

Ces mesures sont cruciales pour accroître la transparence, en particulier dans un contexte où les indicateurs de gouvernance, tels que l'indice de régulation des conflits d'intérêts et de gouvernance des actionnaires rapportés par la Banque mondiale en 2019, se situent en dessous de la moyenne de la région MENA. Par exemple, l'amélioration de la divulgation des rémunérations des dirigeants et des participations significatives, qui n'est actuellement pas obligatoire, représenterait un pas positif.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

2.4.2.2. Renforcement de la confiance des actionnaires par une communication efficace

La confiance des actionnaires est un pilier essentiel, d'autant plus pour une institution bancaire nouvellement cotée sur un marché émergent. Le CPA devrait développer et mettre en œuvre des stratégies de communication robustes, comprenant la publication régulière de rapports financiers détaillés, la présentation de ses plans stratégiques, et la diffusion d'autres informations importantes.

L'adoption d'outils tels que des conférences téléphoniques avec les investisseurs, des présentations dédiées, et un site web informatif et régulièrement mis à jour (à l'image de celui du CPA) peut contribuer significativement à maintenir l'intérêt et à renforcer la confiance. L'étude a mis en lumière la sensibilité des investisseurs de détail, qui constituent une part importante de l'actionnariat du CPA, aux dividendes et aux rumeurs.

Cela souligne l'importance d'une communication claire et transparente pour stabiliser les attentes et réduire la volatilité potentielle.

2.4.2.3. Leçons de l'IPO du CPA pour les futures introductions en bourse (Cas BDL)

L'expérience de l'introduction en bourse du CPA offre des enseignements précieux pour les futures opérations similaires en Algérie. L'introduction en bourse de la Banque de Développement Local (BDL) en 2025 représente une marche en ce sens.

L'ouverture partielle du capital de la BDL à hauteur de 30 %, annoncée en décembre 2024 avec une période de souscription de janvier à février 2025, présente des caractéristiques spécifiques (émission de 44,2 millions d'actions à 1 400 DA chacune, avec une distribution segmentée).

Les aspects clés de l'IPO du CPA, tels que sa valorisation initiale (2 300 DA avec une sous-évaluation de 10,2 %) et le niveau de participation des investisseurs (80 % de souscription), peuvent fournir des indications importantes pour la BDL.

Par exemple, si le CPA a connu une volatilité initiale due à la faible liquidité, des mesures visant à augmenter le flottant ou à améliorer la liquidité pourraient être envisagées pour l'IPO de la BDL. La stabilisation du cours de l'action CPA à 2 300 DA en avril 2025 pourrait également influencer positivement la confiance des investisseurs à l'égard de la BDL.

2.4.2.4. Nécessité d'une Modernisation du Marché Secondaire Algérien

La modernisation du marché secondaire en Algérie est un impératif pour soutenir le développement global du marché boursier. Bien que les détails spécifiques concernant la digitalisation soient limités dans les informations disponibles, des efforts pourraient inclure la mise en place de plateformes de négociation en ligne conviviales et efficaces, l'amélioration de l'accès à l'information financière et boursière via des sites web tels que celui de la Bourse d'Alger, et la mise en place de flux de données en temps réel pour les investisseurs. Des réformes réglementaires, visant à s'aligner sur les standards internationaux, pourraient également renforcer l'attractivité du marché, particulièrement dans le contexte des récentes IPO comme celles du CPA et de la BDL, qui visent à augmenter la capitalisation boursière (atteignant 532 milliards de DA en juillet 2024). Ces initiatives pourraient attirer un plus grand nombre d'investisseurs, améliorer la liquidité (actuellement faible, avec un ratio volume/capitalisation de 0,04235 % en août 2024), et soutenir de futures introductions en bourse.

En conclusion, bien que l'analyse du comportement du cours de l'action CPA soit soumise aux limitations d'une base de données encore peu étoffée et d'un horizon temporel relativement court, elle met en lumière des perspectives prometteuses pour l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, le renforcement de la confiance des actionnaires, l'orientation des futures IPO (à l'image de celle de la BDL), et la modernisation indispensable du marché secondaire algérien par le biais de la digitalisation et de réformes réglementaires. Ces efforts sont cruciaux pour l'édification d'un marché boursier robuste et dynamique en Algérie, en adéquation avec les ambitions économiques nationales.

Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA

Conclusion du chapitre

L'introduction en bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) représente un tournant stratégique dans la transformation du paysage bancaire algérien, concrétisant une volonté d'ouverture et de modernisation. En cédant 30 % de son capital, le CPA a non seulement diversifié son actionnariat mais aussi impulsé une dynamique inédite sur le marché financier national, grâce à une méthodologie de valorisation rigoureuse (ancrée sur les approches patrimoniales, des flux actualisés et des multiples de marché) et une segmentation adaptée aux profils d'investisseurs. Si l'opération a mobilisé 112,57 milliards DA, la souscription partielle (81,6 %) met en lumière des défis structurels, tels que la réticence des institutionnels et la méconnaissance des mécanismes boursiers chez les particuliers. Post-cotation, le titre affiche une volatilité modérée (écart-type mensuel de 2,08 %), tributaire d'une liquidité atone et d'une détention concentrée. La stabilité artificielle du cours à 2 300 DA, masquant une sous-évaluation initiale de 10,2 %, reflète les limites d'un marché encore embryonnaire, où rigidités réglementaires et profondeur insuffisante freinent l'efficacité des prix. Les fluctuations observées, souvent liées à des événements ponctuels (dividendes, rumeurs de rachat), soulignent la prédominance de logiques spéculatives court-termistes sur une analyse fondamentale.

Néanmoins, cette expérience offre des pistes critiques pour l'avenir : renforcer la gouvernance via l'indépendance des comités, moderniser les infrastructures boursières (digitalisation, produits dérivés) et assouplir les cadres réglementaires pour attirer les investisseurs internationaux. Ces leviers, combinés aux enseignements tirés de l'IPO du CPA, pourraient guider la réussite de futures introductions, comme celle prévue pour la Banque de Développement Local (BDL). Ainsi, malgré des écueils persistants, cette initiative incarne une avancée symbolique vers un système financier algérien plus résilient, où transparence, liquidité et attractivité pourraient converger pour soutenir les objectifs socio-économiques du pays.

Conclusion Générale

Conclusion Générale

L'évaluation rigoureuse d'une introduction en Bourse dans un marché émergent comme l'Algérie, et l'analyse du comportement du cours de l'action sur le marché secondaire, impliquent une compréhension fine des contraintes structurelles, des asymétries d'information et des limites institutionnelles propres à ces environnements. À travers le cas du Crédit Populaire d'Algérie (CPA), ce mémoire a permis d'analyser les mécanismes sous-jacents à une telle opération, en apportant des éléments de réponse concrets à la problématique posée.

La première hypothèse, relative à la sous-évaluation systématique des IPO dans les marchés émergents, est confirmée. L'analyse des données du CPA révèle que l'évaluation initiale a été affectée par une asymétrie d'information persistante entre l'émetteur et les investisseurs, ainsi que par la faible profondeur du marché. Ces facteurs ont entraîné une décote à l'introduction, révélant les limites de l'efficience informationnelle dans le contexte algérien.

La seconde hypothèse a été explorée à travers l'application d'un modèle DCF ajusté, intégrant une prime de risque pays et des corrections pour illiquidité. Cette démarche a démontré qu'une valorisation adaptée au contexte local, tenant compte des spécificités économiques et institutionnelles, permettait d'approcher une estimation plus réaliste de la valeur de marché de l'entreprise. L'écart observé entre la valorisation par les multiples et celle fondée sur les flux actualisés confirme la pertinence d'un tel ajustement dans les marchés émergents.

Concernant l'évolution post-IPO du titre CPA, l'analyse empirique du comportement boursier a validé la troisième hypothèse. Le marché secondaire a été marqué par une volatilité excessive, notamment en l'absence d'investisseurs institutionnels, par la faible liquidité des échanges et par des comportements spéculatifs typiques d'un marché dominé par des particuliers mal informés. Cette dynamique renforce la nécessité de renforcer la culture financière et la régulation pour stabiliser les cours post-introduction.

Enfin, l'introduction en bourse du CPA constitue une avancée significative et un test grandeur nature pour le marché financier algérien. L'étude confirme l'hypothèse selon laquelle cette opération peut jouer un rôle catalyseur, à condition d'être accompagnée de réformes structurelles en matière de transparence, de gouvernance et de profondeur du marché. Le CPA ne pourra remplir ce rôle moteur que si des mesures concrètes sont mises en place pour institutionnaliser la finance directe et renforcer la confiance des épargnants dans le marché.

Pour les parties prenantes, notamment les entreprises émettrices et les régulateurs, cette

Conclusion Générale

étude met en évidence l'urgence de réviser les approches classiques d'évaluation. Les méthodes usuelles, conçues pour des marchés matures, s'avèrent inadaptées sans ajustements spécifiques au risque pays, à l'illiquidité structurelle et à l'instabilité macroéconomique. Le cas du CPA illustre que l'intégration systématique d'une prime d'illiquidité et l'ajustement du taux d'actualisation en fonction des spécificités locales permettent de mieux refléter la valeur réelle d'une entreprise dans un contexte émergent. En outre, l'expérience du CPA confirme l'importance cruciale d'une stratégie de communication proactive. La transparence du prospectus, la clarté des indicateurs financiers présentés, et une segmentation bien pensée du public cible (investisseurs institutionnels vs particuliers) constituent des leviers décisifs pour instaurer un climat de confiance, réduire les incertitudes et limiter la volatilité post-introduction. La sursouscription observée chez certains segments, malgré la faiblesse des fondamentaux boursiers locaux, montre qu'un marketing financier crédible peut compenser partiellement les déficits de maturité du marché.

Sur le plan structurel, il devient impératif de moderniser l'écosystème financier national. L'introduction de teneurs de marché (market makers) améliorerait la liquidité et atténuerait les fluctuations excessives des cours. La légalisation du nantissement d'actions comme instrument de garantie favoriserait l'essor du crédit adossé à des titres cotés et pourrait stimuler l'intérêt d'investisseurs étrangers. De plus, des incitations fiscales ciblées – telles que des exonérations sur les plus-values et dividendes durant une période déterminée – pourraient encourager l'élargissement de la base d'investisseurs et soutenir l'émergence d'un marché secondaire plus actif. Une gouvernance plus rigoureuse reste également un pilier fondamental. La généralisation de comités indépendants, la publication obligatoire des rémunérations des dirigeants, et l'alignement des rapports financiers sur les standards IFRS permettraient de réduire les asymétries d'information et de renforcer la crédibilité des émetteurs. Ces avancées ne peuvent être pérennes qu'en s'appuyant sur un cadre réglementaire stable, prévisible et évolutif.

Du côté des investisseurs, cette recherche plaide pour une réorientation vers des stratégies de long terme fondées sur les fondamentaux économiques et financiers. La performance projetée du CPA, avec un produit net bancaire estimé à 135 milliards de DA à l'horizon 2028, illustre le potentiel de valorisation de certaines entreprises publiques réformées. Dans un marché peu liquide et exposé à la spéculation, la diversification des portefeuilles demeure un impératif stratégique.

Conclusion Générale

Sur le plan académique, cette étude contribue à combler un vide dans la littérature sur les IPO dans les marchés émergents sous-étudiés, en particulier dans le contexte algérien. Elle souligne les limites des modèles classiques face aux défaillances structurelles locales et valide l'apport d'approches hybrides combinant méthodes quantitatives ajustées et analyses institutionnelles. L'inclusion de variables comme la volatilité post-IPO ou les primes de risque spécifiques enrichit le champ des outils mobilisables pour les chercheurs en finance appliquée.

D'un point de vue opérationnel, l'introduction du CPA peut servir de référence aux futures opérations similaires, à l'instar de celle de la Banque de Développement Local (BDL) en 2025. Elle démontre qu'une IPO, même dans un environnement encore immature, peut réussir si elle s'appuie sur un prix d'introduction rationnel, une pédagogie adaptée aux investisseurs et un accompagnement post-cotation. Elle montre également que la monétisation des excédents des hydrocarbures ne peut, à elle seule, garantir une diversification économique durable ; seules des réformes structurelles – incluant la digitalisation du marché, le développement des produits dérivés et l'élargissement de la base d'épargnants – peuvent enclencher un véritable tournant.

Enfin, bien que cette recherche offre des enseignements précieux, elle comporte certaines limites. Le cadre temporel restreint (mars 2024 - avril 2025) ne permet pas d'évaluer pleinement les performances à long terme. De plus, l'analyse sectorielle limitée au secteur bancaire restreint la portée des conclusions. Des études futures pourraient étendre cette démarche comparative à d'autres secteurs clés (énergie, industrie, agriculture), sur des horizons temporels élargis. Il serait également pertinent d'intégrer dans l'analyse les innovations technologiques émergentes, telles que la blockchain ou les plateformes fintech, susceptibles de redéfinir les mécanismes d'information et de participation sur les marchés financiers.

En définitive, malgré une souscription incomplète (81,6 %), une liquidité fragile et une volatilité marquée, l'introduction en bourse du CPA constitue une avancée symbolique majeure vers un système financier plus inclusif et transparent. Ce cas montre qu'une réforme, même partielle, peut produire des effets structurants si elle est accompagnée de mécanismes adaptés, d'un encadrement institutionnel cohérent et d'une pédagogie continue à destination des acteurs du marché. L'Algérie dispose, à travers cet exemple, d'un socle expérimental sur lequel bâtir une stratégie boursière ambitieuse, au service de la diversification de son économie nationale.

Bibliographie

Ouvrages

- Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th ed.). McGraw-Hill.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Edmans, A. (2022). *Principles of corporate finance* (14e éd.). McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3e éd.). Wiley.
- Mandelbrot, B., & Hudson, R. L. (2004). *The (Mis)behavior of markets: A fractal view of risk, ruin and reward*. Basic Books.

Chapitres d'ouvrages collectifs

- Harvey, C. R. (2005). The downside of beta. In E. Banks (Ed.), *Handbook of asset and liability management* (Vol. 1, pp. 37–58). John Wiley & Sons.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing. In B. E. Eckbo (Éd.), *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance* (Vol. 1, pp. 375–408). Elsevier.

Articles de Revues Académiques, Scientifiques et Professionnelles

- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375–410.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2011). Théories financières et endettement des PME en France: Une analyse en panel. *Revue Internationale P.M.E.*, 24(3–4), 137–171.
- Aivazian, V. A., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371–387.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303–323.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid–ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249.
- Amroun, W., & Smaali, F. (2022). The impact of oil price fluctuations on inflation in Algeria during the period (1990–2021). *Finance and Business Economics Review*, 6(3), 1–14.

Bibliographie

- Arzelier, M.-P. (2016). Les modèles de syndrome hollandais: Analyse et perspectives de recherche. *Revue d'économie industrielle*, 153, 5–32.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2009). Why do European firms go public? *European Financial Management*, 15(4), 819–850.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (1997). Emerging equity market volatility. *Journal of Financial Economics*, 43(1), 29–78.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2003). Emerging markets finance. *Journal of Empirical Finance*, 10(1–2), 3–55.
- Bellal, A., Bensalem, M., & Benouhiba, R. (2023). Blockchain and supply chain in Algeria: Enhancing transparency and security of operations. *Proceedings of the International Conference on Emerging Technologies*, 464–468.
- Ben Naceur, S., & Ghanem, S. (2001). The short- and long-run performance of new listings in Tunisia. *International Review of Finance*, 2(4), 235–246.
- Bensalem, M., & Benouhiba, R. (2025). Urbanization and social change in Algeria: Examining the impact of rapid city growth on cultural and economic structures. *Ilkogretim Online - Elementary Education Online*, 24(1), 201–214.
- Bhattacharya, S., & Ritter, J. R. (1983). Innovation and communication: Signalling with partial disclosure. *The Review of Economic Studies*, 50(2), 331–346.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., Fischer, K., & Guedhami, O. (2005). Privatization and bank performance in developing countries. *Journal of Banking & Finance*, 29(8–9), 2355–2379.
- Bruner, R. F., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (1998). Best practices in estimating the cost of capital: Survey and synthesis. *Financial Practice and Education*, 8(1), 13–22.
- Carter, R. B., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), 249–279.

Bibliographie

- Claessens, S., & Van Horen, N. (2014). Foreign banks: Trends and impact. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(s1), 295–326.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Damodaran, A. (2012). Country risk: Determinants, measures and implications.
- Damodaran, A. (2012). Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications – The 2012 edition.
- Damodaran, A. (2012). Equity risk premiums (ERP): Globalization and country risk. Aswath Damodaran’s Musings on Markets.
- Damodaran, A. (2021). Country risk and emerging markets: Issues and estimates.
- Damodaran, A. (2023). Country default spreads and risk premiums.
- Déés, S., & Gasteuil, G. (2016). Oil price shocks and equity market dynamics in oil-exporting economies. *Journal of Emerging Market Finance*, 15(3), 235–263.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39.
- Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1996). Political risk, economic risk and financial risk. *Financial Analysts Journal*, 52(6), 28–46.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22.
- Fernández, P., Aguirreamalloa, J., & Corres, L. (2012). Market risk premium used in 82 countries in 2012 (IESE Business School Working Paper WP-1059-E). IESE Business School.
- Galanti, M.-T., Gajewski, J.-F., & Wajdi, M. (2018). Les recommandations sur actions des analystes financiers sont-elles informatives et profitables ? Application à un marché frontière. *Revue Française de Gestion*, 44(270), 103–124.
- Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm’s capital structure on the systematic risk of common stocks. *Journal of Finance*, 27(2), 435–452.
- Jenkinson, T., & Jones, H. (2009). IPO pricing and allocation: A survey of the views of institutional investors. *Oxford Review of Economic Policy*, 25(4), 514–531.

Bibliographie

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Lesmond, D. A. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 411–452.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Li, S. (2010). Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital? *The Accounting Review*, 85(2), 607–636.
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 46(2), 97–113.
- Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. J. (2003). Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. *Journal of Finance*, 58(1), 1–34.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies*, 15(2), 413–443.
- Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389.
- Omran, M. (2004). The performance of state-owned enterprises and newly privatized firms: Does privatization really matter? *World Development*, 32(6), 1019–1041.

Bibliographie

- Omran, M. (2005). Underpricing and long-run performance of share issue privatizations in the Egyptian stock market. *Journal of Financial Research*, 28(2), 215–234.
- Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*, 111(3), 642–685.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
- Roggi, O., Giannozzi, A., & Baglioni, T. (2017). Valuing emerging markets companies: New approaches to determine the effective exposure to country risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 485–494.
- Saidi, F. (2013). Accounting developments in Algeria: The road to IFRS. *International Research Journal of Applied Finance*, 4(1), 51–62.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.

Lois et textes réglementaires

- Journal Officiel n°32, 61ème année (2022). Loi n° 22-09 du 5 mai 2022 modifiant et complétant l’ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce.
- Journal Officiel n°84, 63ème année (2024). Loi n° 24-08 du 24 novembre 2024 portant loi de finances pour 2025
- Journal Officiel n°20, 59ème année (2020), Loi n° 20-07 du 4 juin 2020 portant loi de finances complémentaire pour 2020.

Rapports et Bases de Données

- Banque d’Algérie. (2021). Rapport sur le développement des marchés financiers en Algérie.
- Banque mondiale. (2017). *The Global Findex Database 2017: Measuring financial inclusion and the fintech revolution*.
- Banque mondiale. (2018). *Stock market development in North Africa: A comparative analysis*.
- Banque mondiale. (2019). *Listing state-owned enterprises in emerging and developing economies: Lessons learned from 30 years of success and failure*.
- Banque mondiale. (2020a). *Doing Business 2020: Comparing business regulation in 190 economies*.
- Banque mondiale. (2020b). *Global financial development report 2019/2020: Bank regulation and supervision a decade after the global financial crisis* (pp. 112–115).

Bibliographie

- Banque mondiale. (2021a). Africa's Pulse No. 24 – October 2021: An analysis of issues shaping Africa's economic future.
- Banque mondiale. (2021b). Worldwide Governance Indicators.
- Banque mondiale. (2021c). Financial inclusion in MENA: Trends and challenges.
- CFA Institute Research Foundation. (2020). Valuation handbook: International guide to cost of capital (Summary ed.).
- CMF. (2020). Rapport annuel.
- COSOB. (2019). Rapport annuel.
- COSOB. (2021). Rapport annuel.
- COSOB. (2022). Rapport annuel.
- COSOB. (2023). Rapport annuel.
- CPA. (2024). Notice d'information de l'OPV CPA N°2024/1
- CPA. (2024). Prospectus OPV action CPA
- EFSA. (2021). Annual report on Egyptian capital markets.
- EGX. (2021). Annual report.
- FMI. (2019). Financial market trends in emerging economies.
- FMI. (2021). World economic outlook: Managing divergent recoveries.
- FMI. (2023). Regional economic outlook: Middle East and Central Asia.
- FMI. (2024). Central bank digital currencies in the Middle East and Central Asia.
- IFC. (2015). Corporate governance: A framework for private sector enterprises.
- IVSC. (2020). International valuation standards 2020.
- MSCI. (2022a). Market classification framework.
- MSCI. (2022b). Annual market classification review.
- OCDE. (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance.
- OCDE. (2017). Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE.
- OCDE. (2019). OECD Corporate Governance Factbook 2019.
- OCDE. (2021). Transparency in emerging markets.
- PCMA. (2016). Annual report.
- SGBV. (2024). AVIS N° 05/24. Portant Ouverture de l'introduction du Titre CPA
- SGBV. (2024). AVIS N° 11/24. Portant Ouverture de l'introduction du Titre CPA
- SGBV. (2024). AVIS N° 13/24. Portant Résultats de l'OPF Action CPA
- SGBV. (2024). AVIS N° 36/24. Portant Calendrier des Dividendes du Titre Banque CPA

Webographie

- algerie-eco.com
- algerie360.com
- algeriepart.com
- aps.dz
- bloomberg.com
- cairn.info
- comptabilite.pagesjaunes.fr
- cosob.dz
- cpa-bank.dz
- factocert.com
- isdb.org
- jeunefrique.com
- lookandfin.com
- orientxxi.info
- sgbv.dz
- theglobaleconomy.com

Annexes

Annexes



القرض الشعبي الجزائري
 ٠٥٢٠٨ ٠٢٨٠٧٠١ ١٨٨٣٣٠٦٨٠
 CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE

Etats Financiers Exercice 2023

Division Financière

Annexe 01 : Bilan au 31 Décembre 2023

U = Milliers de DA

ordre	Actif	Note	31/12/2023	31/12/2022
1	Caisse, Banque Centrale, Trésor Public, Centre des Chèques Postaux	2.1	618 799 650	672 631 359
2	Actifs financiers détenus à des fins de transaction	2.2	30 338 258	22 788 914
3	Actifs financiers disponibles à la vente	2.3	199 461 132	189 686 727
4	Prêts et créances sur les institutions financières	2.4	537 132 588	528 253 073
5	Prêts et créances sur la clientèle	2.5	1 347 962 325	1 355 660 330
6	Actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance	2.6	540 956 670	541 126 082
7	Impôts courants – Actif	2.7	4 009 556	5 477 362
8	Impôts différés – Actif	2.7	3 846 294	3 997 597
9	Autres actifs	2.8	10 615 799	11 921 890
10	Comptes de régularisation	2.9	34 283	33 601
11	Participations dans les filiales, les co-entreprises ou les entités associées	2.10	19 263 246	17 547 587
12	Immeubles de placement		-	-
13	Immobilisations corporelles	2.11	18 721 251	17 488 847
14	Immobilisations incorporelles	2.11	546 243	359 277
15	Ecart d'acquisition		-	-
Total de l'actif			3 331 687 297	3 366 972 646

ordre	Passif	Note	31/12/2023	31/12/2022
1	Banque Centrale		-	-
2	Dettes envers les institutions financières	2.12	893 840 312	907 389 164
3	Dettes envers la clientèle	2.13	1 940 411 054	1 982 891 714
4	Dettes représentées par un titre	2.14	69 935 605	62 925 862
5	Impôts courants- Passif	2.15	8 944 955	9 314 399
6	Impôts différés – Passif	2.15	507 314	637 925
7	Autres passifs	2.16	19 375 301	22 616 533
8	Comptes de régularisation	2.17	17 103 043	19 650 856
9	Provisions pour risques et charges	2.18	49 775 347	49 173 758
10	Subventions d'équipement-Autres subventions		-	-
11	Fonds pour risques bancaires généraux	2.19	32 180 379	35 522 052
12	Dettes subordonnées		-	-
13	Capital	2.20	200 000 000	48 000 000
14	Primes liées au capital		-	-
15	Réserves	-	44 000 558	173 500 482
16	Ecart d'évaluation	2.21	1 676 718	1 929 091
17	Ecart de réévaluation	-	15 920 734	15 920 734
18	Report à nouveau		-	-
19	Résultat de l'exercice	4.15	38 015 977	37 500 075
Total du passif			3 331 687 297	3 366 972 646



Le Directeur Général

Ali KADRI



Annexe 01 bis : Hors Bilan au 31 Décembre 2023

U = Milliers de DA

Ordre	ENGAGEMENTS	Note	31/12/2023	31/12/2022
A	ENGAGEMENTS DONNES	Note	512 750 045	491 431 900
1	ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT EN FAVEUR DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.1	-	-
2	ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT EN FAVEUR DE LA CLIENTELE	3.1	57 971 612	70 153 037
3	ENGAGEMENTS DE GARANTIE D'ORDRE DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.1	258 292 444	246 519 573
4	ENGAGEMENTS DE GARANTIE D'ORDRE DE LA CLIENTELE	3.1	196 485 139	174 758 990
5	AUTRES ENGAGEMENTS DONNES	3.1	850	300
B	ENGAGEMENTS RECUS	Note	2 016 593 973	1 977 952 974
6	ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT RECUS DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.2	-	-
7	ENGAGEMENTS DE GARANTIE RECUS DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.2	705 466 330	705 466 330
8	AUTRES ENGAGEMENTS RECUS	3.2	1 311 127 643	1 272 486 645

Le Directeur Général

 Ali KADRI





Annexe 02 : Compte de Résultats au 31 Décembre 2023

U = Milliers de DA

ordre	Comptes de résultats	Note	31/12/2023	30/12/2022
1	(+) Intérêts et produits assimilés	4.1	103 003 482	102 713 011
2	(-) Intérêts et charges assimilées	4.2	-38 079 415	-38 918 995
3	(+) Commissions (Produits)	4.3	5 215 689	7 262 349
4	(-) Commissions (Charges)	4.4	-481 718	-418 279
5	(+/-) Gains ou pertes nets sur actifs financiers détenus à des fins de transaction	4.5	2 215 859	2 161 706
6	(+/-) Gains ou pertes nets sur actifs financiers disponibles à la vente	4.6	523 319	203 369
7	(+) Produits des autres activités	4.7	164 726	220 323
8	(-) Charges des autres activités	4.8	-4 885 936	-3 075 164
9	Produit Net Bancaire		67 676 006	70 148 320
10	(-) Charges générales d'exploitation	4.9	-20 100 111	-20 438 055
11	(-) Dotations aux amortissements et pertes de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	4.10	-1 332 965	-1 416 435
12	Résultat brut d'exploitation		46 242 930	48 293 831
13	(-) Dotations aux provisions, pertes de valeur et créances irrécouvrables	4.11	-35 723 266	-14 469 951
14	(+) Reprises de provisions, de pertes de valeur et récupération sur créances amorties	4.12	32 722 999	9 622 479
15	Résultat d'exploitation		43 242 664	43 446 358
16	(+/-) Gains ou pertes nets sur autres actifs	4.13	1 236	3 238
17	(+) Eléments extraordinaires (Produits)		-	-
18	(-) Eléments extraordinaires (Charges)		-	-
19	Résultat avant impôts		43 243 899	43 449 596
20	(-) Impôts sur les résultats et assimilés	4.14	-5 227 923	-5 949 521
21	Résultat net de l'exercice	4.15	38 015 977	37 500 075

Le Directeur Général

Ali KADRI



Annexes



القرض الشعبي الجزائري
ⵎⵓⵏⵏⵉⵎ ⵏ ⵓⵙⵓⵎⵓⵏⵉⵎ ⵏ ⵓⵙⵓⵎⵓⵏⵉⵎ
CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE

Etats Financiers Exercice 2023

Division Financière

Annexe 03 : Tableau des Flux de Trésorerie au 31 Décembre 2023

U = Milliers de DA

Ord	METHODE INDIRECTE	Note	31/12/2023	31/12/2022
1	Résultat avant impôts		43 243 899	43 449 596
2	(+/-) dotations nettes aux amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles	4.7	1 332 965	1 416 435
3	(+/-) dotations nettes pour pertes de valeur des écarts d'acquisition et des autres immobilisations		0	0
4	(+/-) dotations nettes aux provisions et aux pertes de valeur	4.8 & 4.9	3 000 266	4 847 473
5	(+/-) pertes nettes / gains nets des activités d'investissement	5.1	-28 340 310	-26 568 839
6	(+/-) charges / produits des activités de financement		0	0
7	(+/-) autres mouvements	5.2	1 798 934	7 410 602
8	= total des éléments non monétaires inclus dans le résultat net avant impôts et des autres ajustements (total des éléments 2 à 7)		-22 208 145	-12 894 329
9	(+/-) flux liés aux opérations avec les institutions financières	5.3	-15 138 101	68 521 411
10	(+/-) flux liés aux opérations avec la clientèle	5.4	-38 448 852	184 128 634
11	(+/-) flux liés aux opérations affectant des actifs ou passifs financiers	5.5	-539 600	-13 183 652
12	(+/-) flux liés aux opérations affectant des actifs ou passifs non financiers	5.6	-3 884 127	21 737 327
13	(-) impôts versés	5.7	-6 076 666	2 114 413
14	= diminution / (augmentation) nette des actifs et passifs provenant des activités opérationnelles (total des éléments 9 à 13)		-64 087 346	263 318 132
15	Total flux net de trésorerie générés par l'activité opérationnelle (a)		-43 051 591	293 873 399
16	(+/-) flux liés aux actifs financiers, y compris les participations	5.8	-10 510 312	-58 606 127
17	(+/-) flux liés aux immeubles de placement		0	0
18	(+/-) flux liés aux immobilisations corporelles et incorporelles	5.9	-2 535 252	-1 456 820
19	Total flux net de trésorerie liés aux opérations d'investissement (b)		-13 045 564	-60 062 947
20	(+/-) flux de trésorerie provenant ou à destination des actionnaires	5.10	-15 000 000	-15 000 000
21	(+/-) autres flux nets de trésorerie provenant des activités de financement		0	0
22	Total flux net de trésorerie liés aux opérations de financement (c)		-15 000 000	-15 000 000
23	Effet de la variation des taux de change sur la trésorerie et équivalents de trésorerie (d)	5.11	-1 798 934	-7 410 602
24	Augmentation / (diminution) nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (a+b+c+d)		-72 896 089	211 399 851
TRESORERIE ET EQUIVALENTS DE TRESORERIE				
25	Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture (total des éléments 26 et 27)	5.12	447 864 451	236 464 600
26	Caisse, banque centrale, ccp, trésor public (actif & passif)		672 631 359	456 151 870
27	Comptes (actif & passif) et prêts/emprunts à vue auprès des institutions financières		-224 766 908	-219 687 269
28	Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture (total des éléments 29 et 30)	5.13	374 968 362	447 864 451
29	Caisse, banque centrale, ccp, trésor public (actif & passif)		618 799 650	672 631 359
30	Comptes (actif & passif) et prêts/emprunts à vue auprès des institutions financières		-243 831 288	-224 766 908
31	Variation de la trésorerie nette (pour confirmation)		-72 896 089	211 399 851

Le Directeur Général

Ali KADRI



Annexes

Bilan au 30 Juin 2024

U = Millions de DA

ordre	Actif	Note	30/06/2024	31/12/2023
1	Caisse, Banque Centrale, Trésor Public, Centre des chèques Postaux	2.1	785 793	618 800
2	Actifs financiers détenus à des fins de transaction	2.2	6 217	30 338
3	Actifs financiers disponibles à la vente	2.3	197 678	199 461
4	Prêts et créances sur les institutions financières	2.4	561 473	537 133
5	Prêts et créances sur la clientèle	2.5	1 367 039	1 347 962
6	Actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance	2.6	634 940	540 957
7	Impôts courants – Actif	2.7	9 265	4 010
8	Impôts différés – Actif	2.7	3 903	3 846
9	Autres actifs	2.8	15 370	10 616
10	Comptes de régularisation	2.9	34	34
11	Participations dans les filiales, les co-entreprises ou les entités associées	2.10	19 431	19 263
12	Immuebles de placement		-	-
13	Immobilisations corporelles	2.11	18 508	18 721
14	Immobilisations incorporelles	2.11	607	546
15	Ecart d'acquisition		-	-
	Total de l'actif		3 620 287	3 331 687

ordre	Passif	Note	30/06/2024	31/12/2023
1	Banque Centrale		-	-
2	Dettes envers les institutions financières	2.12	1 013 354	893 840
3	Dettes envers la clientèle	2.13	1 987 857	1 940 411
4	Dettes représentées par un titre	2.14	65 740	69 936
5	Impôts courants- Passif	2.15	10 450	8 945
6	Impôts différés – Passif	2.15	305	507
7	Autres passifs	2.16	151 985	19 375
8	Comptes de régularisation	2.17	18 211	17 103
9	Provisions pour risques et charges	2.18	50 347	49 775
10	Subventions d'équipement-Autres subventions		-	-
11	Fonds pour risques bancaires généraux	2.20	32 847	32 180
12	Dettes subordonnées		-	-
13	Capital	-	200 000	200 000
14	Primes liées au capital		-	-
15	Réserves	-	57 017	44 001
16	Ecart d'évaluation	-	971	1 677
17	Ecart de réévaluation	-	15 921	15 921
18	Rapport à nouveau		-	-
19	Résultat de l'exercice	4.15	15 253	38 016
	Total du passif		3 620 287	3 331 687

Hors Bilan au 30 Juin 2024

U = Millions de DA

Ordre	ENGAGEMENTS	Note	30/06/2024	31/12/2023
A	ENGAGEMENTS DONNES	Note	615 923	512 750
1	ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT EN FAVEUR DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.1	-	-
2	ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT EN FAVEUR DE LA CLIENTELE	3.1	55 432	57 972
3	ENGAGEMENTS DE GARANTIE D'ORDRE DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.1	350 503	258 292
4	ENGAGEMENTS DE GARANTIE D'ORDRE DE LA CLIENTELE	3.1	209 919	196 485
5	AUTRES ENGAGEMENTS DONNES	3.1	68	1
B	ENGAGEMENTS RECUS	Note	2 058 744	2 016 594
6	ENGAGEMENTS DE FINANCEMENT RECUS DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.2	-	-
7	ENGAGEMENTS DE GARANTIE RECUS DES INSTITUTIONS FINANCIERES	3.2	705 466	705 466
8	AUTRES ENGAGEMENTS RECUS	3.2	1 353 278	1 311 128

Annexes

Compte de Résultats au 30 Juin 2024

U = Millions de DA

ordre	Comptes de résultats	Note	30/06/2024	2023	
				30/06/2023	31/12/2023
1	(+) Intérêts et produits assimilés	4.1	46 438	50 757	103 003
2	(-) Intérêts et charges assimilés	4.2	-18 979	-18 762	-38 079
3	(+) Commissions (Produits)	4.3	3 881	3 247	5 216
4	(-) Commissions (Charges)	4.4	-281	-246	-482
5	(+/-) Gains ou pertes nets sur actifs financiers détenus à des fins de transaction	4.5	1 250	936	2 216
6	(+/-) Gains ou pertes nets sur actifs financiers disponibles à la vente	4.6	77	178	523
7	(+) Produits des autres activités	4.7	1 332	4	165
8	(-) Charges des autres activités	4.8	-3	-3 108	-4 886
9	Produit Net Bancaire		33 716	33 007	67 676
10	(-) Charges générales d'exploitation	4.9	-9 609	-9 745	-20 100
11	(-) Dotations aux amortissements et pertes de valeur sur immobilisations corporelles et incorporelles	4.10	-572	-640	-1 333
12	Résultat brut d'exploitation		23 536	22 622	46 243
13	(-) Dotations aux provisions, pertes de valeur et créances irrécouvrables	4.11	-9 130	-7 159	-35 723
14	(+) Reprises de provisions, de pertes de valeur et récupération sur créances amorties	4.12	1 385	3 300	32 723
15	Résultat d'exploitation		15 791	18 764	43 243
16	(+/-) Gains ou pertes nets sur autres actifs	4.13	0	0	1
17	(+) Eléments extraordinaires (Produits)		-	-	-
18	(-) Eléments extraordinaires (Charges)		-	-	-
19	Résultat avant impôts		15 791	18 764	43 244
20	(-) Impôts sur les résultats et assimilés	4.14	-537	-3 175	-5 228
21	Résultat net de l'exercice	4.15	15 253	15 589	38 016

Tableau de Variation des Capitaux Propres au 30 Juin 2024

U = Millions de DA

Rubriques	Capital social	Primes d'émission	Ecart de réévaluation	Ecart de d'évaluation	Réserves et Résultats
Solde au 31/12/2022	48 000	0	15 921	1 929	246 523
Impacts des changements de méthodes comptables	-	-	-	-	-
Impacts des corrections d'erreurs significatives	-	-	-	-	-
Solde au 31/12/2022 corrigé	48 000	0	15 921	1 929	246 523
Variation des écarts de réévaluation des immobilisations	-	-	-	-	-
Variation de juste valeur des actifs disponibles à la vente	-	-	-	-252	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	-	-
Affectation du résultat net 2022	-	-	-	-	-
Dividendes payés	-	-	-	-	-15 000
Variation du FREG	-	-	-	-	-3 342
Opérations en capital	152 000	-	-	-	-152 000
Résultat net 2023	-	-	-	-	38 016
Solde au 31/12/2023	200 000	0	15 921	1 677	114 197
Impacts des changements de méthodes comptables	-	-	-	-	-
Impacts des corrections d'erreurs significatives	-	-	-	-	-
Solde au 31/12/2023 corrigé	200 000	0	15 921	1 677	114 197
Variation des écarts de réévaluation des immobilisations	-	-	-	-	-
Variation de juste valeur des actifs disponibles à la vente	-	-	-	-706	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	-	-
Affectation du résultat net 2023	-	-	-	-	-
Dividendes payés	-	-	-	-	-25 000
Variation du FREG	-	-	-	-	666
Opérations en capital	0	-	-	-	0
Résultat net 1st 2024	-	-	-	-	15 253
Solde au 30/06/2024	200 000	0	15 921	971	105 117



القرض الشعبي الجزائري
ⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ
CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE

Société par Actions au Capital Social de 200 000 000 000 DA

NOTICE D'INFORMATION

Offre Publique de Vente - OPV action CPA -

Nombre d'actions mises en vente : 60 000 000 actions

Prix de vente : 2 300 DA par action

Période de l'offre : 30 janvier 2024 au 28 février 2024

Intermédiaire en Opérations de Bourse « IOB » – Chef de file



القرض الشعبي الجزائري
ⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ
CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE

Syndicat de placement



القرض الشعبي الجزائري
ⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ
CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE



بنك التنمية المحلية
ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ ⵙⵉⵎⵓⵏⵏⵓⵏ
BANQUE DE DEVELOPPEMENT LOCAL



SOCIETE GENERALE
ALGERIE



Visa COSOB N° 2024/01 du 18 Janvier 2024





Prospectus OPV action CPA



القرض الشعبي الجزائري
CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE

Société par Actions au Capital Social de 200 000 000 000 DA

Offre Publique de Vente - OPV action CPA -

Nombre d'actions mises en vente	60 000 000 actions
Prix de vente	2 300 DA par action
Période de l'offre	30 janvier 2024 au 28 février 2024

Intermédiaire en Opérations de Bourse « IOB » – Chef de file



القرض الشعبي الجزائري
CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE

Syndicat de placement



القرض الشعبي الجزائري
CREDIT POPULAIRE D'ALGERIE



بنك التنمية المحلية
BANQUE DE DEVELOPPEMENT LOCAL



SOCIETE GENERALE
ALGERIE



Visa COSOB N° 2024/01 du 18 Janvier 2024



www.cpa-bank.dz



AVIS N° 05/24

SEANCE DU	28/01/2024
INTITULE	PORTANT OUVERTURE DE L'INTRODUCTION DU TITRE CPA Visa COSOB n°2024/01 du 18 janvier 2024
MARCHE	MARCHE PRINCIPAL

La SGBV porte à la connaissance du marché l'ouverture de l'offre publique de vente de la Banque Crédit Populaire d'Algérie « CPA ». Constituant une synthèse d'information générale, cet avis a pour objet de fixer les modalités pratiques de déroulement de l'opération.

INTRODUCTION

Le CPA, fondé en 1966, est une institution bancaire bénéficiant d'une solide réputation et d'une expertise reconnue. Son réseau étendu, composé de 161 agences, 20 espaces digitaux et 98 guichets de finance islamique lui confère une présence nationale notable. La Banque est également présente sur certains pays africains, dont la Mauritanie et le Sénégal.

L'introduction en bourse du CPA représente une étape décisive dans son développement. Cette opération historique s'inscrit dans la modernisation du Système Financier Algérien, décidé par les Pouvoirs Publics. Dans ce cadre, le CPA ouvre son capital social à hauteur de 30% par appel public à l'épargne via une première opération d'offre publique de vente de 22 millions d'actions, susceptibles d'être augmenté à 60 millions d'actions au prix de 2 300 DA par action.

Annexes



SOCIÉTÉ DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS

FICHE TECHNIQUE DU CPA

Dénomination sociale	Le Crédit Populaire d'Algérie, par abréviation CPA.
Date de création	29 décembre 1966.
Capital social	200 000 000 000 dinars algériens divisés en 200 000 000 actions.
Siège sociale	02, Boulevard Colonel Amirouche, Alger.
Domaine d'activité	Toutes les opérations de banque définies par la Loi Monétaire et Bancaire.
Implantation géographique	L'ensemble du territoire national.
Information des actionnaires	<ul style="list-style-type: none">- Direction du Marketing et de la Communication Mehdi ALIANE : 0670 12 12 80- Centre d'Appels : 021 64 15 15- www.cpa-bank.dz

CARACTERISTIQUES DE L'OPERATION

Nature des titres	Actions ordinaires
Quantité offerte	22 000 000 actions pouvant être augmenté à 60 000 000 actions.
Montant global de l'opération	50 578 MDA pouvant atteindre 137 940 MDA.
Prix de cession	2 300 DA par action.
Valeur nominale	1 000 DA
Période de souscription	Du 30 janvier au 28 février 2024 inclus, à 15h30 inclus, avec possibilité de prorogation.
Forme juridique	Les actions objet de la présente opération seront toutes nominatives. Ces actions sont entièrement dématérialisées, inscrites auprès des Teneurs de Comptes Conservateurs de Titres (TCC) et admises aux opérations d'Algérie clearing.
Date de jouissance	01 janvier 2024.
Négociabilité des actions	Les actions offertes seront entièrement libérées et libres de tout engagement. Aucune clause statutaire ne restreint la libre négociation des actions composant le capital du CPA.
Chef de file/Syndicat de placement	CPA, BADR, BDL, BNA, CNEP-B, BEA, SGA et Tell Markets.
Admission des actions objet de la présente opération.	Les actions offertes au titre de la présente introduction en bourse seront admises au Marché Principal de la Bourse des valeurs mobilières.

Annexes



SOCIÉTÉ DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS

MODALITES DE L'OFFRE

Type Segment	A	B	C	D
Souscripteurs	Personnes physiques de nationalité algérienne résidentes	Personnes physiques de nationalité algérienne résidentes, salariés du CPA	Investisseurs institutionnels de droit algérien, dont : Banques ; Etablissements financiers ; Compagnies d'assurance et de réassurance ; IOB ; OPCVM ; Sociétés de capital investissement ; Caisses et Fonds institutionnels.	Personnes morales de droit algérien n'appartenant pas à la catégorie d'investisseurs habilités à souscrire au type d'ordre du Segment C.
Montant de l'offre (DA)	14 927 000 000	231 000 000	15 180 000 000	20 240 000 000
En % du montant global de l'Opération	29,5 %	0,5 %	30%	40%
Nombre d'actions	6 490 000	110 000	6 600 000	8 800 000
Prix de souscription	2300 DA par action	2100 DA par action	2300 DA par action	2300 DA par action
Minimum de souscription par investisseur	10 actions	10 actions	1 000 actions	500 actions
Placement	Tous les membres du syndicat de placement.	IOB CPA	Tous les membres du syndicat de placement.	
Couverture des souscriptions	Les souscriptions doivent être couvertes à 100% par un dépôt effectif (remise de chèque, espèces ou virement) sur le compte du souscripteur.			
Modalités d'allocation	Les ordres d'achat seront satisfaits également par palier jusqu'à épuisement de la quantité offerte correspondante au segment. Les paliers de satisfaction seront déterminés par le rapport quantité offerte/nombre de donneurs d'ordres retenu. Le reliquat sera alloué par une action par donneur d'ordre, selon la priorité fixée par le comité de suivi.			
Règles de transvasement	En cas d'excédent de titres offerts non demandés pour un segment, le reliquat sera affecté aux autres segments selon un ordre de priorité qui sera fixé par le comité de suivi.			

▪ Conditions de souscription

Les membres du syndicat de placement qui procéderont à la collecte des ordres devront respecter les règles suivantes :

- Le client devra être clairement identifié ;
- La demande de souscription ne doit être validée que si le compte espèces présente un solde suffisant pour la couvrir intégralement. Ce solde devra être bloqué jusqu'au dénouement de l'opération ;
- Les ordres de souscription peuvent faire objet de modification ou d'annulation et ce jusqu'au dernier jour de la période de l'offre. A la clôture, tous les ordres sont irrévocables.
- La demande de souscription peut être formulée par le bénéficiaire lui-même, le mandataire, ainsi que le tuteur légal dans le cas d'enfant mineur.

DEROULEMENT DE L'OPERATION

Centralisation

La SGBV centralise les ordres recueillis par les membres du Syndicat de placement. Seuls les ordres conformes aux caractéristiques de l'opération seront enregistrés.

A cet effet, les IOB, membres du Syndicat de placement, seront libres d'utiliser la plateforme de la SGBV dédiée à cette opération ou de transmettre un fichier des souscriptions selon la périodicité qui sera fixée par le comité de suivi.

Le parquet de la Bourse d'Alger sera ouvert, de dimanche à jeudi de 9h à 15h.

Traitement des ordres

Contrôle et validation

A la clôture de la période de centralisation, la SGBV procédera à la validation des ordres.

A l'issue de cette phase, la SGBV transmet un état des ordres rejetés aux IOB concernés. Cet état énumère l'ensemble des ordres rejetés ainsi que leurs motifs de rejet.

Vérification des conditions de Bourse

A l'issue de la phase de contrôle et validation, la SGBV procédera sur la base d'un état des ordres validés à la vérification des conditions de Bourse.

Dans le cas où l'opération est déclarée positive, la SGBV procédera à l'allocation des ordres validés selon les techniques arrêtées pour les besoins de cette opération.

Allocation

Dans le cas où les demandes validées sont supérieures à la quantité initialement offerte, objet de l'opération, l'offre est augmentée du nombre d'actions nécessaire à la satisfaction totale, dans la limite de 60 millions d'actions.

Dans le cas où les demandes validées sont supérieures à la quantité totale offerte, soit 30% du capital social, l'attribution des actions proposées au public se fera suivant la procédure de répartition par palier pour chaque segment.

Enregistrement et Publication des résultats

Les résultats de l'opération seront enregistrés et rendus publics par la SGBV et ce, par la publication d'un avis de résultats au Bulletin Officiel de la Cote.

Règlement/Livraison

Le dénouement de l'opération sera assuré par le Dépositaire Central sur la base des fichiers transmis par la SGBV et ce, trois (03) jours ouvrables suivant la date de divulgation des résultats.

Suivi de l'Opération

Un Comité de Suivi, dont la présidence est assurée par la SGBV, sera mis en place. Il inclut les représentants de l'émetteur, la COSOB, Algérie clearing ainsi que les membres du syndicat de placement.

Le Comité de Suivi a pour rôle de :

- Suivre la conduite de l'opération et d'atténuer les contraintes surgissant, éventuellement, durant son déroulement.



- Prendre les décisions relatives au déroulement de l'opération en vue d'assurer la réussite de l'opération, tout en respectant l'intégrité du marché et la réglementation en vigueur.
-
- Servir de moyen de communication des taux d'avancement de l'opération et ses résultats finaux.
- Représenter un lieu de réflexion et de concertation pour les besoins de l'opération en question.

Le Comité de Suivi fixe la fréquence de ses réunions qui se tiendront au siège de la SGBV.

Le présent avis sera publié dans le BOC.

AVIS N° 11/24

SEANCE DU	27/02/2024
INTITULE	PORTANT OUVERTURE DE L'INTRODUCTION DU TITRE CPA Visa COSOB n°2024/01 du 18 janvier 2024
MARCHE	MARCHE PRINCIPAL

Article 1 :

Il est porté à la connaissance du public que la période de l'Offre des actions de la Banque-CPA a été prorogée au 14 Mars 2024, pendant cette période le parquet de la bourse d'Alger sera ouvert quotidiennement, de 9h00 à 15h00 aux IOB pour saisir les demandes d'achat.

Article 2 :

Le calendrier de l'opération se présente comme suit :

	Etapes	Au plus tard
01	Publication au Bulletin Officiel de la Cote de l'avis relatif à l'opération d'introduction en Bourse	28 /01/ 2024
02	Ouverture de la période de l'offre	30/ 01 /2024
03	Clôture de la période de l'offre	14/ 03 /2024
04	Clôture de la centralisation et la consolidation des demandes d'achat	18 /03 /2024 à 16h00
05	Validation et traitement des demandes d'achat	19 /03/ 2024

06	Validation des résultats de l'opération par le Comité de Suivi et leur communication aux IOB et au dépositaire central « Algérie Clearing »	20 /03 /2024
07	Annonce des résultats de l'opération au Bulletin Officiel de la Cote	21 /03/ 2024
08	Règlement et livraison des titres	26 /03 /2024
	Cérémonie et début des négociations	26 /03 /2024

Les dates peuvent faire objet de modification. Un avis SGBV relatif à cette modification sera publié au Bulletin Officiel de la Cote.

Article 3 :

La présent Avis modifie et complète l'Avis n°05/24.

AVIS N° 13/24

SEANCE DU	21/03/2024
INTITULE	PORTANT RESULTATS DE L'OPF Action CPA ET DEBUT DES NEGOCIATIONS SUR LE TITRE CPA
MARCHE	MARCHE DE TITRES DE CAPITAL / COMPARTIMENT PRINCIPAL

Dans le cadre de l'ouverture de son capital d'un montant de 137 940 000,00 DA, ayant fait l'objet d'une notice d'information visée par la COSOB, en date du 18 janvier 2024, sous la référence N° 2024/01, la banque Crédit Populaire d'Algérie (CPA) a clôturé son offre qui s'est étalée du 30/01/2024 au 14/03/2024.

La SGBV tient à communiquer les résultats issus de l'offre qui porte sur l'ouverture de 30% du capital, soit 60 millions d'actions, au prix de cession de 2 300 dinars l'action.

SYNTHESE GLOBALE DES RESULTATS

Montant levé en DA	112 570 944 200,00
Actions offertes	60 000 000
Actions demandées	48 958 634
Actions attribuées	48 958 634
Nombre d'ordres	49 005
Nombre de wilayas ayant participé	58

SYNTHÈSE DES RESULTATS PAR SEGMENT

Ordres dédiés au Segment A

Prix de l'action en DA	2 300
Montant levé en DA	76 786 369 400,00
Actions offertes	44 426 744
Actions demandées	33 385 378
Actions attribuées	33 385 378
Taux de satisfaction de la demande	100%
Nombre d'ordres	44 708
Nombre de wilayas ayant participé	58

Ordres dédiés au Segment B

Prix de l'action en DA	2 100
Montant levé en DA	356 097 000,00
Actions offertes	169 570
Actions demandées	169 570
Actions attribuées	169 570
Taux de satisfaction de la demande	100%
Nombre d'ordres	3 209
Nombre de wilayas ayant participé	45

Ordres dédiés au Segment C

Prix de l'action en DA	2 300
Montant levé en DA	8 742 109 100,00
Actions offertes	3 800 917
Actions demandées	3 800 917
Actions attribuées	3 800 917
Taux de satisfaction de la demande	100%
Nombre d'ordres	33
Nombre de wilayas ayant participé	02

Ordres dédiés au Segment D

Prix de l'action en DA	2 300
Montant levé en DA	26 686 368 700,00
Actions offertes	11 602 769
Actions demandées	11 602 769
Actions attribuées	11 602 769
Taux de satisfaction de la demande	100%
Nombre d'ordres	1 055
Nombre de wilayas ayant participé	46

AVIS N° 36/24

SEANCE DU	30/07/2024
INTITULE	PORTANT CALENDRIER DES DIVIDENDES DU TITRE BANQUE CPA
MARCHE	MARCHE PRINCIPAL

Article 1 :

Il est rappelé aux Intermédiaires en Opérations de Bourse que les différentes dates ci-dessous composent le calendrier des dividendes de l'exercice 2023:

1. Date de tenue de l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires: jeudi 27 Juin 2024.
2. Montant du dividende par action à distribuer au titre de l'exercice 2023: 125,00 DA.
3. Date de mise en paiement du dividende : Jeudi 01 août 2024.
4. Date de cotation Ex-dividende : Jeudi 01 août 2024.

Article 2 :

La SGBV se charge de réunir les conditions d'une cotation ex-dividende régulière, en opérant la déduction du montant du dividende du cours de référence et procède à la purge du carnet d'ordres central et ce conformément à l'article 28 et 36 de la décision n° 02 du 22 Mars 1998 portant règles de gestion des séances de négociation à la Bourse des Valeurs, modifiée et complétée.

Table des Matières

Remerciements	I
Dédicaces	II
Sommaire	III
Liste des Tableaux et Graphiques	IV
Liste des Abréviations	V
Introduction Générale	01
Chapitre I : Cadre théorique et contextuel des introductions en bourse dans les économies émergentes : Algérie et région MENA	07
Introduction du chapitre	08
Section 1 : Fondements des introductions en bourse	09
1.1. Définition, processus et acteurs d'une introduction en bourse	09
1.1.1. L'introduction en bourse	09
1.1.2. Les acteurs clés de l'introduction	10
1.1.2.1. L'Émetteur	10
1.1.2.2. Les Banques d'Investissement	10
1.1.2.3. Les Régulateurs	11
1.1.2.4. Les Investisseurs Institutionnels et Particuliers	11
1.1.3. Étapes du processus d'introduction en bourse	11
1.1.3.1. Due Diligence	11
1.1.3.2. Valorisation	12
1.1.3.3. Roadshow	12
1.1.3.4. Bookbuilding	12
1.1.3.5. Pricing	12
1.1.3.6. Cotation	12
1.2. Objectifs et enjeux des IPO	13
1.2.1. Enjeux pour l'entreprise : financement, gouvernance, visibilité	13
1.2.1.1. Financement	13
1.2.1.2. Gouvernance	13
1.2.1.3. Visibilité et notoriété	14
1.2.2. Enjeux macroéconomiques : développement des marchés financiers	14
1.2.2.1. Mobilisation de l'épargne domestique	14
1.2.2.2. Diversification du système financier	15

1.2.2.3. Modernisation économique	15
1.2.2.4. Défis et perspectives	15
1.3. Fondements théoriques des introductions en bourse	16
1.3.1. La théorie du signal	16
1.3.2. La théorie d'agence	17
1.3.3. Le MEDAF et l'évaluation du rendement attendu	18
1.3.4. Limites des modèles classiques dans les marchés émergents	19
1.3.4.1. Inefficiency Informationnelle	19
1.3.4.2. Manque de données fiables	20
1.3.4.3. Faible Profondeur des Marchés	20
1.4. Sous-évaluation des IPO	20
1.4.1. Causes principales de la sous-évaluation	21
1.4.1.1. Asymétrie d'information	21
1.4.1.2. Théorie du signal	21
1.4.1.3. Interaction dans les marchés émergents	22
1.4.2. Conséquences économiques	22
1.4.2.1. Avantages initiaux pour les investisseurs	22
1.4.2.2. Préjudices pour les émetteurs	22
1.4.2.3. Volatilité post-IPO	23
1.4.3. Illustration par des cas observés dans la région MENA	23
1.4.3.1. Cas de l'Égypte	23
1.4.3.2. Cas de la Tunisie	23
1.4.3.3. Cas de la Palestine	23
Section 2 : Les introductions en bourse dans les marchés émergents : région MENA	24
2.1. Caractéristiques des marchés émergents	24
2.1.1. Définition et typologie	24
2.1.2. Contraintes structurelles communes	26
2.1.2.1. Liquidité limitée	26
2.1.2.2. Transparence insuffisante	26
2.1.2.3. Gouvernance défailante	26
2.2. Études de cas régionales : (Tunisie, Égypte, Palestine)	27
2.2.1. Taille et profondeur des marchés boursiers	28
2.2.2. Structure sectorielle et profil des entreprises introduites	28
2.2.3. Pratiques de régulation et fiscalité	29

2.3. Contraintes communes à la dynamique IPO dans la région	29
2.3.1. Faible culture financière	29
2.3.2. Prépondérance de l'épargne informelle	30
2.3.3. Cadres réglementaires restrictifs	30
2.4. Interdépendance entre IPO et développement des marchés	31
2.4.1. Interaction entre liquidité et attrait des IPO	31
2.4.2. Spécificité des entreprises publiques dans cette dynamique	31
2.4.2.1. Modernisation et leviers de transformation	32
Section 3 : Spécificités et perspectives du marché financier algérien	32
3.1. État des lieux du marché algérien	32
3.1.1. Historique et fonctionnement de la Bourse d'Alger	32
3.1.2. Rôle des institutions : COSOB, SGBV, État	33
3.1.2.1. La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	33
3.1.2.2. La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières (SGBV)	34
3.1.2.3. L'État	34
3.2. Contraintes structurelles propres à l'Algérie	34
3.2.1. Dépendance vis-à-vis du secteur public et des hydrocarbures	35
3.2.2. Gouvernance d'entreprise et transparence	35
3.2.3. Adaptation des contraintes régionales au contexte algérien	36
3.3. Opportunités de développement	36
3.3.1. Réformes économiques récentes et nouvelles lois	36
3.3.1.1. Renforcement du statut des start-ups (SPAS)	36
3.3.1.2. Gouvernance et marché financier	37
3.3.1.3. Perspectives et enjeux des réformes	37
3.3.2. Potentiel démographique et éducation financière	37
3.3.3. Modernisation des pratiques financières et digitalisation	38
3.3.3.1. Trading en ligne	39
3.3.3.2. Blockchain et sécurité des transactions	39
3.3.3.3. Adoption des normes IFRS et ISO	39
3.3.3.4. Intégration de la finance islamique	40
3.3.3.5. Perspectives et défis de la modernisation	40
Conclusion du chapitre	41

Chapitre II : Cadre méthodologique d'évaluation de l'entreprise et du comportement du cours de l'action dans les marchés émergents	42
Introduction du chapitre	43
Section 1 : Méthodes ajustées d'évaluation de l'entreprise avant l'introduction	44
1.1. Cadre d'évaluation dans les marchés émergents : problématique méthodologique	44
1.1.1. Incertitudes informationnelles et données non standardisées	44
1.1.2. Spécificités algériennes et implications pour l'évaluation	45
1.2. Méthodes d'évaluation adaptées aux marchés émergents	45
1.2.1. Diagnostic financier préalable	45
1.2.1.1. Réévaluation des actifs selon les normes IFRS	45
1.2.1.2. Ajustement des flux de trésorerie aux risques de change	46
1.2.2. Méthodes hybrides de valorisation	47
1.2.2.1. Modèle DCF avec prime de risque pays (CDS, Doing Business)	47
1.2.2.2. Utilisation de multiples sectoriels ajustés avec décote d'illiquidité	48
1.2.3. Méthodes spécifiques au cas bancaire (méthode patrimoniale)	49
1.2.3.1. Actif Net Réévalué (ANR)	49
1.2.3.2. Valeur mathématique et gouvernance	51
1.2.4. Bêta pré-IPO et ajustements	52
1.2.4.1. Difficultés d'estimation bêta historique dans un marché peu liquide	52
1.2.4.2. Ajustements pour illiquidité par indices régionaux ou sectoriels	53
1.3. Validation de la valorisation dans le cadre algérien	53
1.3.1. Rôle de la COSOB et encadrement réglementaire	53
1.3.1.1. Seuils de transparence	54
1.3.1.2. Gouvernance et conflits d'intérêts	54
1.3.2. Publication des hypothèses de valorisation	54
1.3.2.1. Enjeux théoriques et pratiques	55
1.3.2.2. Défis spécifiques au marché algérien	55
1.3.2.3. Recommandations pour une transparence accrue	55
1.3.3. Limites structurelles	56
1.3.3.1. Absence de marché secondaire actif et dynamique	56
1.3.3.2. Dépendance à l'expertise externe	57
Section 2 : Mesures de volatilité et de performance de l'action après l'introduction	57
2.1. Mesures de la volatilité et du risque post-IPO	58
2.1.1. Indicateurs de volatilité	58

2.1.1.1. Écart-type annualisé	58
2.1.2. Bêta post-IPO	60
2.1.2.1. Comparaison avec des indices régionaux	60
2.2. Facteurs influençant le comportement du cours	61
2.2.1. Facteurs endogènes	61
2.2.1.1. Structure de l'actionnariat	61
2.2.1.2. Faible flottant	62
2.2.2. Facteurs exogènes	62
2.2.2.1. Décisions réglementaires	63
2.2.2.2. Variables macroéconomiques	63
2.3. Performance relative et indicateurs clés	63
2.3.1. Écarts de valorisation	64
2.3.1.1. Prix d'introduction vs cours réel	64
2.3.2. Politique de dividende	65
2.3.2.1. Signal de stabilité	65
2.3.3. Indicateurs de performance	66
2.3.3.1. ROI sur IPO	66
2.3.3.2. PER ajusté	66
2.3.3.3. Payout ratio	67
2.4. Recommandations méthodologiques	67
2.4.1. Modèle intégré : transparence, prime de risque, liquidité	67
2.4.1.1. Transparence	68
2.4.1.2. Prime de risque pays	68
2.4.1.3. Liquidité	68
2.4.2. Seuil de flottant minimum ($\geq 15\%$)	69
Conclusion du chapitre	71
Chapitre III : Étude de cas : Évaluation de l'introduction en bourse du CPA et analyse du comportement du cours de l'action CPA	72
Introduction du chapitre	73
Section 1 : Contexte et Modalités de l'Introduction en Bourse du CPA	74
1.1. Profil Stratégique du CPA	74
1.1.1. Historique et missions principales du CPA	74
1.1.2. Position et rôle économique dans le système bancaire algérien	76

1.1.2.1. Une institution publique majeure dans un système bancaire dominé par l'État	76
1.1.2.2. Une assise financière solide et une performance compétitive	77
1.1.2.3. Un réseau étendu et une proximité avec une clientèle diversifiée	77
1.1.2.4. Expertise sectorielle et diversification des activités	78
1.1.2.5. Rôle économique dans le financement de l'économie nationale	78
1.1.2.6. Innovation et digitalisation comme leviers de compétitivité	78
1.1.3. Structure actionnariale pré-IPO	79
1.1.3.1. Composition du capital avant l'IPO	79
1.1.3.2. Contexte et rôle de l'État	79
1.2. Mécanismes et Objectifs de l'IPO	80
1.2.1. Objectifs stratégiques	81
1.2.1.1. Transparence	81
1.2.1.2. Gouvernance	81
1.2.1.3. Financement	82
1.2.1.4. Image (Goodwill)	82
1.2.2. Contexte économique et politique de l'IPO	82
1.2.2.1. Modernisation du système financier	83
1.2.2.2. Diversification de l'actionnariat	83
1.2.2.3. Développement du marché financier	83
1.2.2.4. Contexte macroéconomique.....	83
1.2.3. Chronologie et étapes réglementaires	84
1.2.3.1. Décisions initiales	84
1.2.3.2. Rôle de la COSOB	84
1.2.3.3. Conseillers et intermédiaires	85
1.2.3.4. Chronologie de l'opération	85
1.2.4. Méthodes de Valorisation (ANR, PER, DCF)	85
1.2.4.1. Approche Patrimoniale (ANR)	86
1.2.4.2. Approche par les Flux de Trésorerie Actualisés (DCF)	87
1.2.4.3. Approche par les Multiples de Marché	88
1.3. Réception Initiale par le Marché	89
1.3.1. Souscription et Profil des Investisseurs	90
1.3.2. Réactions des parties prenantes (médias, analystes, public)	91
1.3.2.1. Réactions des médias	91
1.3.2.2. Réactions des analystes financiers	92

1.3.2.3. Réactions du public	93
1.3.3. Efficacité de la stratégie de communication financière	93
1.3.4. Comparaison avec d'autres IPO algériennes (Saidal, Rouiba)	95
1.3.5. Implications pour le marché financier algérien.....	95
Section 2 : Performance Boursière Post-IPO	96
2.1. Évolution du Cours de l'Action	96
2.1.1. Graphique et Analyse de l'Évolution du Titre.....	96
2.1.1.1. Contexte et données disponibles	96
2.1.1.2. Visualisation des prix quotidiens	97
2.1.1.3. Calcul des rendements quotidiens.....	98
2.1.1.4. Visualisation de la volatilité.....	99
2.1.1.5. Interprétation des tendances	99
2.1.2. Rendement initial et sous-évaluation à l'IPO	100
2.1.2.1. Calcul du rendement initial	100
2.1.2.2. Discussion sur la sous-évaluation du CPA	101
2.1.2.3. Sous-évaluation à l'IPO confirmée par les volumes historiques	102
2.1.3. Perspectives : scénarios de correction et catalyseurs potentiels	103
2.1.3.1. Scénario haussier : rachat d'actions et réformes réglementaires	103
2.1.3.2. Scénario baissier : risques persistants	104
2.2. Liquidité et Volatilité du titre CPA	104
2.2.1. Liquidité et volumes échangés	104
2.2.1.1. Analyse des volumes échangés	105
2.2.2. Volatilité du titre	106
2.2.2.1. Analyse de la volatilité	106
2.2.3. Interaction volatilité-liquidité	108
2.2.3.1. Effet d'amplification des fluctuations en cas de faibles volumes	108
2.2.3.2. Ratio volume/capitalisation	109
2.2.3.3. Impact de la faible liquidité sur les fluctuations de prix	109
2.2.3.4. Comparaison avec d'autres marchés	110
2.2.4. Impact du flottant sur la dynamique du titre	111
2.2.4.1. Flottant théorique vs. flottant effectif : un écart significatif	111
2.2.4.2. Concentration de la détention : une illiquidité institutionnalisée	111
2.2.4.3. Ratio de flottant effectif : une liquidité structurellement faible	111
2.2.4.4. Effets sur la dynamique des prix : déséquilibres amplifiés	112

2.2.4.5. Risques associés entre manipulation et volatilité chronique	112
2.2.4.6. Perspectives d'élargissement du flottant pour stabiliser le titre	112
2.3. Principaux déterminants de la performance du titre	113
2.3.1. Biais du marché financier algérien	114
2.3.1.1. Volumes d'échange faibles	114
2.3.1.2. Carnet d'ordres peu fourni et déséquilibré	115
2.3.1.3. Fluctuations moindres et cours déconnectés de la valeur réelle	115
2.3.2. Prédominance et comportement des investisseurs particuliers	115
2.3.2.1. Recherche de gains à court-terme	116
2.3.2.2. Désengagement lié à l'influence des convictions religieuses	116
2.4. Limites et perspectives de l'analyse du cas CPA	117
2.4.1. Contraintes méthodologiques	117
2.4.1.1. Défis liés à la qualité et à la disponibilité des données	117
2.4.1.2. Influence d'un horizon temporel restreint et risque de biais d'échantillonnage	117
2.4.2. Perspectives et opportunités futures pour le CPA et le marché algérien	118
2.4.2.1. Potentiel d'amélioration de la gouvernance post-IPO	118
2.4.2.2. Renforcement de la confiance des actionnaires par une communication efficace	119
2.4.2.3. Leçons de l'IPO du CPA pour les futures introductions en bourse (Cas BDL)	119
2.4.2.4. Nécessité d'une Modernisation du Marché Secondaire Algérien	120
Conclusion du chapitre	121
Conclusion Générale	123
Bibliographie	VI
Annexes	VII
Table des matières	VIII

Résumé

L'introduction en bourse du Crédit Populaire d'Algérie (CPA) en 2024 constitue une étape majeure pour moderniser le système financier algérien, dans un contexte où l'épargne des ménages est souvent investie dans l'immobilier et où les PME peinent à se financer face à la prédominance des banques publiques. Le prix initial de l'action, fixé via des méthodes d'évaluation financière, intègre une légère sous-évaluation pour séduire les investisseurs. Après son entrée en bourse, le cours de l'action a fluctué, influencé par les annonces de dividendes et les comportements spéculatifs des investisseurs particuliers, dans un marché peu liquide. Cette opération révèle les défis d'un marché boursier encore naissant, mais aussi son potentiel. Son succès dépendra de réformes réglementaires, d'une éducation financière renforcée et d'une gouvernance plus transparente pour orienter l'épargne vers des projets productifs.

Mots-clés : IPO, CPA, finance directe, marché émergent, liquidité, sous-évaluation, volatilité, gouvernance.

Abstract

The Initial Public Offering of the Crédit Populaire d'Algérie (CPA) in 2024 marks a significant step toward modernizing Algeria's financial system, where household savings are often channeled into real estate and SMEs struggle to secure funding due to a state-dominated banking sector. The initial share price, determined through standard valuation methods, was slightly underpriced to attract investors. Post-IPO, the share price experienced fluctuations driven by dividend announcements and speculative behavior from retail investors in a low-liquidity market. This initiative highlights both the challenges and potential of an emerging stock market. Its success relies on regulatory reforms, improved financial literacy, and stronger governance to redirect savings toward productive investments.

Keywords: IPO, CPA, direct finance, emerging market, liquidity, underpricing, volatility, governance.