

UNIVERSITE MOULOUD MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES
ET DES SCIENCES DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIERES ET DE COMPTABILITE



Mémoire de fin de cycle

En vue de l'obtention du diplôme de Master en Sciences Financières et
Comptabilité

Option : Finance d'entreprise

Sujet

Problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : enjeux et difficultés

Réalisé par :

AMER Fatiha

Soutenu devant le jury composé de :

Président/Examineur	KARA Rabah	MCA a UMMTO
Rapporteur	DAHAK Abdennour	MCA à UMMTO
Examineur	OUNASSI Hassene	MAA à UMMTO

Promotion : 2021 /2022

Remerciements

Je remercie en premier lieu ALLAH le tout puissant de m'avoir illuminé et ouvert les portes du savoir, et de me donner la volonté, le courage et la patience pour faire ce modeste travail.

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude et mes plus grands remerciements à mon encadrant monsieur DAHAK ABDENOUR d'avoir fait l'honneur et le plaisir de m'encadrer, ses judicieux conseils tout au long de mon parcours universitaire, ses orientations et ses disponibilités sans lesquels ce travail n'aurait pas pu être possible.

Je tiens aussi à remercier les membres du jury pour avoir accepté l'examination de ce travail.

Mr KARA Rabah pour m'avoir fait l'honneur de présider ce jury.

Mr OUNASSI Hassene d'avoir acceptée de consacrer son temps pour examiner et juger ce travail

J'adresse aussi mes sincères remerciements à Mr ouarab qui est par ses paroles, ses conseils et ses critiques m'a guidé a réalisé ce travail.

Mes remerciements s'entendent à tous mes enseignants durant mon cursus universitaire pour le savoir qu'ils n'ont pas hésité à partager avec moi.

Je remercie en fin tous ceux qui m'ont aidé à réaliser ce travail, Meryem, Sonia et Zina que Dieu vous bénisses.

Dédicaces

Je m'incline devant dieu tout puissant qui m'a ouvert la porte de savoir et m'a aidé à la franchir.

Je dédié ce travail :

A la femme qui a souffert sans me laisser souffrir, qui n'a jamais dit non et n'a épargné aucun pour me rendre heureuse : mon adorable mère Qu'elle trouve ici le témoignage de ma profonde reconnaissance.

A mon cher frère Fateh ; A mes sœurs Selma ; Hanen ; Mimi ; Nounache et Zineb, ceux qui ont partagé avec moi tous les moments d'émotion lors de la réalisation de ce travail.

Ils m'ont chaleureusement supporté et encouragé tout au long de mon parcours. A ma famille, mes proches et ceux qui me donnent de l'amour et de la vivacité.

A la mémoire de mon père:

Ce travail est dédié à mon père, décédé trop tôt, qui m'a toujours poussé et motivé dans mes études. J'espère que, du monde qui est sien maintenant, il apprécié cet humble geste comme preuve de reconnaissance de la part de sa fille qui a toujours prié pour le salut de son âme.

Aucune dédicace ne saurait exprimer mes sentiments que dieu t'accorde le paradis.

A tous mes amis qui m'ont encouragé, et à qui je souhaite plus de succès.

A tous ceux que j'aime Merci

Liste des tableaux

Tableau 1: Traitement de l'immobilisation corporelle	41
Tableau 2: bilan comptable de société	43
Tableau 3: La valeur de l'entreprise selon les deux méthodes	43
Tableau 4: données relatives à des sociétés comparables à RIVALI.....	53
Tableau 5: l'évolution de la production de l'exercice 2020 (en milliers de DA).....	70
Tableau 6: les principaux agregats de gestion de l'exercice 2020(en milliers de DA).	70
Tableau 7: les principaux elements du bilan comptable.....	71
Tableau 8: Calcul de l'ANCC (en millions de DA)	73
Tableau 9: Les principaux éléments du bilan comptable	76
Tableau 10: Calcul de l'ANCC (en millions de DA).	78
Tableau 11: Méthodes d'évaluation et multiples les plus utilisés par les analystes financiers	80

Liste des figures

Figure 1: Les déterminants de la valeur de l'entreprise.....	10
Figure 2 : Les acteurs d'une opération d'évaluation	18
Figure 3 : Classement des segments stratégiques selon la matrice BCG	25
Figure 4 :. Représentation schématique de l'ANC.....	38
Figure 5 :les principales difficultés d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien.....	84
Figure 6:les principaux enjeux d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien	87

Sommaire

Introduction.....	A-D
CHAPITRE 01 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises.....	2
1. Le concept d'évaluation des entreprises	3
2. Les différents environnements de l'évaluation des entreprises.....	12
3. La méthodologie de l'évaluation des entreprises selon Gerard Hirigoyen.....	19
Chapitre 02 : Les méthodes d'évaluation des entreprises : notions et mécanismes de calcul	35
1. La méthode patrimoniale : notion et mécanisme de calcul.....	36
2. les méthodes comparables : notion et mécanismes de calcul.....	47
3. les méthodes prospectives : notion et mécanismes de calcul.....	54
Chapitre 03 : l'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm ».....	65
1. Groupe saidal : aperçu historique et essai d'évaluation.....	66
2. Groupe biopharm : aperçu historique et essai d'évaluation.....	74
3. Les principales difficultés et enjeux d'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien.....	84
Conclusion générale.....	91

Résumé :

Evaluer une entreprise est une opération complexe et délicate en raison de la multiplicité des facteurs quantitatifs et qualitatifs susceptibles d'être pris en considération. Outre cette difficulté, chaque entreprise représente un cas particulier, c'est une individualité unique en son genre, de ce fait, à toute situation particulière se pose des problèmes spécifiques d'application. L'évaluation d'entreprise est un processus de détermination de la valeur d'une entreprise et notre recherche était une étude des difficultés liés la problématique d'évaluation des entreprises qui est un sujet important mais complexe et malgré les obstacles rencontrés, Nous avons remarqué que les méthodes d'évaluation sont assez différentes, certaines basée la valeur en fonction des performances passées d'une entreprise tandis que d'autres se concentrent sur ses perspectives d'avenir estimées et d'autres utilisent même des comparaisons avec d'autres entreprises. Nous avons appliqué ce que nous avons appris théoriquement dans les livres, revues et articles sur les informations du groupe saidal et biopharm, La méthode de l'évaluation choisie, dépend des informations à collecter, des caractéristiques de l'entreprise et aussi des objectifs de l'évaluation. Nous avons utilisé pour l'évaluation de cette entreprise, la méthode patrimoniale, la méthode du l'actif net comptable et l'actif net comptable corrige et le goodwill.

Mot clés : la valeur, le prix, problématique d'évaluation, entreprise.

Abstract:

Valuing a company is a complex and delicate operation due to the multiplicity of quantitative and qualitative factors likely to be taken into consideration. In addition to this difficulty, each company represents a particular case, it is a unique individuality, therefore, in any particular situation there are specific problems of application. Business valuation is a process of determining the value of a business and our research was a study of valuation methods and others are contemporary. We noticed that these methods are quite different, some based the value according to a company's past performance while others focus on its estimated future prospects and some even use comparisons with other companies. . We applied what we learned theoretically in the books, reviews and articles on the information of the group saidal and biopharm. The method of the chosen evaluation depends on the information to be collected, the characteristics of the company and also the objectives of the evaluation. We used for the valuation of this company, the patrimonial method, the method of the net accounting assets and the net accounting assets corrects and the goodwill.

Keywords: : the value, the price, the evaluation problem, company.

Table des matières

Remerciements	
Dédécaces	
Liste des tableaux	
Liste des figures	
Sommaire	
Conclusion Générale	
Références bibliographie	
Table des matières.....	
Chapitre 1 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises.....	2
Introduction A-d.....	2
1.1. Le concept d'évaluation des entreprises.....	3
1.1.1. Notion de l'évaluation des entreprises.....	3
1.1.2. L'importance de l'évaluation des entreprises.....	4
1.1.3. Le concept Prix / Valeur d'entreprises : distinction et complémentarité....	6
1.2. Les différents environnements de l'évaluation des entreprises.....	12
1.2.1. L'achat et la vente de l'entreprise	13
1.2.2. La réalisation d'un investissement.....	13
1.2.3. Les décisions stratégiques de l'entreprise	13
1.2.4. L'introduction en Bourse.....	13
1.2.5. L'évaluation des entreprises cotées en bourse.....	14
1.2.6 Evaluation d'une entreprise dans le cas d'un projet de cession/succession.	14
1.2.7. La Fusion d'entreprise.....	14
1.2.8. La Privatisation.....	14
1.2.9. Mesure de la performance sur une période donnée.....	15
1.2.10. Les acteurs chargés d'évaluation d'entreprise	15
1.3. La méthodologie de l'évaluation des entreprises selon Gérard Hirigoyen....	19
1.3.1. Le choix de la méthode d'évaluation.....	21
1.3.2. Les préalables à l'évaluation.....	26

Chapitre 2 : Les méthodes d'évaluation des entreprises: notions et mécanismes de calcul.....	34
Introduction.....	35
2.1. La méthode patrimoniale: notion et mécanismes de calcul.....	37
2.1.1. La méthode de l'Actif Net Comptable : notion et modes de calcul.....	37
2.1.2. La méthode de l'actif net comptable corrigée (ANCC)	38
2.1.3. La méthode du goodwill.....	44
2.1.4. Intérêt et limites des méthodes.....	46
2.2. Les méthodes comparables : notion et mécanismes de calcul.....	47
2.2.1. Définition des méthodes comparables (multiples).....	47
2.2.2. Choisir un échantillon de sociétés de nature proche	48
2.2.3. Choisir des indicateurs significatifs.....	48
2.2.4. Limite de la méthode des comparables.....	53
2.3. Les méthodes prospectives : notion et mécanismes de calcul.....	54
2.3.1. L'évaluation par les flux financier.....	54
2.3.2. Modèle de Gordon-Shapiro (Le modèle de croissance perpétuelle).....	57
Chapitre 03 : l'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de groupes « Saidal » et « Biopharm »	64
Introduction	65
3.1 Le groupe saidal : aperçu historique et essai d'évaluation.....	66
3.1.1 Aperçu historique sur le groupe saidal.....	66
3.1.2 Essai d'évaluation de groupe saidal par la méthode patrimoniale.....	71
3.1.2.1 l'évaluation par l'actif net comptable.....	72
3.1.2.2 La méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC).....	73
3.2 Le groupe biopharm : aperçu historique et essai d'évaluation.....	74
3.2.1 Aperçu historique de groupe biopharm.....	74
3.2.2 Essai d'évaluation de groupe biopharm par la méthode patrimoniale.....	76
3.2.2.1 l'évaluation par l'actif net comptable.....	77

3.2.2.2 La méthode de l'actif net comptable corrigé(ANCC).....	78
3.3 Les principales difficultés et enjeux d'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien.....	79
3.3.1 Le choix des méthodes d'évaluation dans le contexte algérien	79
3.3.2 Les principales difficultés d'évaluation d'entreprise dans le contexte algerien.....	84
3.3.3 Les enjeux de l'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien.....	87
Conclusion générale	90

Introduction Générale

Introduction Générale

« Les questions d'évaluation de l'entreprise et de création de valeur jouent un rôle central dans la résolution de la plupart des problèmes associés à la finance d'entreprise. »
Gérard Charreaux

« La quête sans fin de la juste valeur. »
Pierre Vernimmen

Évaluer une entreprise est un acte très fréquent dans la vie économique contemporaine. En effet, dans une société de plus en plus soumise aux lois du marché aujourd'hui mondialisé, tout s'achète et se vend, à un rythme rapide. Évaluer l'entreprise est au cœur de la finance. Les contextes d'évaluation de l'entreprise sont nombreux : projet de cession de l'entité, augmentation du capital, fusion, offre publique d'achat ou d'échange, apport partiel d'actif...

L'évaluation des entreprises est un inépuisable sujet de réflexion et constitue un problème fondamental de l'analyse financière. Elle est au cœur de la finance, elle consiste en la détermination d'une valeur pour l'entreprise. Quel que soit le contexte d'entreprise et en dépit de la pluralité des objectifs, la formulation de cette valeur est l'aboutissement d'un long processus qui nécessite une démarche d'évaluation cohérente. En principe, le lancement de nouvelles activités d'extension, d'introduction en bourse, de transaction, de fusion et de transmission d'une entreprise, quel que soit son domaine d'activité, exige au préalable une évaluation.

L'évaluation de l'entreprise est au cœur de la finance d'entreprise. Les contextes d'évaluation de l'entreprise sont nombreux : projet de cession de l'entité, augmentation du capital, fusion, offre publique d'achat ou d'échange. La confrontation, les antagonismes, la dualité constituent les terrains privilégiés de l'évaluateur. Une partie souhaite évaluer au plus haut (le cédant), l'autre souhaite évaluer au plus bas (le cessionnaire).

L'évaluateur doit trouver le point d'équilibre, tant en fonction des techniques financières que du rapport de forces ressenti. Une certaine empathie est nécessaire pour faire converger les points de vue. La valeur de l'entreprise n'existe pas pour le professionnel. Seul le prix importe, et celui-ci n'existera qu'en cas de transaction. L'objectif de l'évaluateur est l'aboutissement.

Une évaluation est bonne pour autant que l'opération se réalise, que la propriété de l'actif soit transférée. L'évaluation d'entreprise a connu un très fort développement au cours des trente dernières années, dans un environnement économique et financier en constante évolution.

Les circonstances conduisant à devoir procéder à l'évaluation d'une entreprise sont aujourd'hui nombreuses (simple rachat, conflits entre actionnaires, fusions, etc.)

Comment décider du juste prix d'une entreprise ? La réponse à cette question est la principale activité des fonds de capital investissement, acteurs centraux de la nouvelle phase de financiarisation de l'économie.

L'évaluation d'une entreprise s'accompagne d'un diagnostic financier préalable orienté vers la capacité de l'entité à créer de la valeur.

Problématique de l'étude

Une réflexion sur la problématique de l'évaluation des entreprises, soulève de type de questions essentielles liées, d'une part au choix de la méthode d'évaluation (on traitera les méthodes d'évaluation dans le deuxième chapitre) et d'autre part au préalable à l'évaluation. Dans ce contexte, nous allons dans le cadre de notre étude essayer d'apporter des éléments de réponse à la question principale suivante :

Dans quelle mesure l'évaluation des entreprises correspond-t-elle au contexte algérien ?

Il est important de souligner que la question centrale de notre problématique nécessite d'autres questions pour mener à bien notre étude, on s'est posé les questions secondaires suivantes :

- Quelles sont les méthodes d'évaluation des entreprises les plus appropriées au cotexte algérien ?
- Quelles sont les principales difficultés pratiques d'évaluation des entreprises dans le contexte algérien ?
- Quels sont les principaux enjeux d'évaluation des entreprises dans le contexte algérien ?

L'objectif de recherche

L'objectif de la présente recherche consiste donc à comprendre la problématique d'évaluation des entreprises et à montrer les difficultés de cette problématique dans le contexte algérien et d'exposer les enjeux des entreprises économiques algériennes en matière d'évaluation financière et stratégique.

Motifs de choix du sujet de recherche

Il est nécessaire de préciser les motifs de choix de celui-ci qui sont d'ordre objectifs et subjectifs.

- Ce sujet porte un intérêt majeur puisqu'il s'inscrit au cœur de la finance.
- L'évaluation des entreprises est un inépuisable sujet de réflexion et de synthèse et constitue un problème fondamental de la finance d'entreprise.
- En traitant ce sujet nous avons eu l'occasion idéale pour approfondir nos connaissances dans le domaine d'évaluation d'entreprise (intérêt théorique et l'importance concrète de sujet).
- L'importance la problématique d'évaluation des entreprises pour les entreprises algériennes.
- Le sujet d'évaluation d'entreprise est loin d'être épuisé.

Méthode de recherche et outils de collecte de données :

Pour traiter la nôtre problématique, nous avons utilisé les techniques (ensemble de moyens et procédés qui permettent de rassembler des données et des informations sur le sujet traité) et les méthodes (ensemble des démarches suivies pour découvrir et démontrer la vérité, afin d'atteindre les objectifs visés). Notre étude est basée principalement sur la méthode d'étude de cas¹ avec des visées de recherche suivantes :

- Une visée descriptive : elle sert à décrire les fondements théoriques de la finance islamique en se basant sur la recherche documentaire.
- Une visée comparative : elle permet de faire une comparaison entre deux intitulés et dans notre sujet, c'est la comparaison entre les principes du système bancaire conventionnel et le système bancaire islamique.

On s'est basé, principalement, dans la collecte des données de notre étude sur les quelques études spécialisées dans le domaine d'évaluation d'entreprise, quelques travaux de certains spécialistes et certains rapports de gestion et d'activités tout en analysant les données avec la méthode d'analyse de contenu.

Structure de l'étude

Pour parvenir à notre objectif, nous avons opté pour un plan de travail scindé en trois chapitres qui découlent des repères méthodologiques suscités :

- Le premier chapitre intitulé « *Problématique et dimension d'évaluation des entreprises* ». Dans la première section nous décrirons les concepts clés liés à l'évaluation de l'entreprise, la définition et l'importance de l'évaluation des entreprises. Nous aborderons ainsi au cours de cette section la définition des concepts prix/valeur des entreprises ainsi que la distinction entre ces deux concepts et au cours de la deuxième section on traitera le contexte ou l'environnement et les acteurs chargés d'évaluation des entreprises et enfin, dans la troisième section, nous présentons la méthodologie de l'évaluation des entreprises selon les propos de l'un des spécialistes en la matière.
- Le deuxième chapitre intitulé « *Les méthodes d'évaluation des entreprises : notions et mécanismes de calcul* », sera consacré à la présentation des méthodes d'évaluation des entreprises. La première section est consacrée aux méthodes patrimoniales ; la deuxième section présentera les méthodes comparatives et la troisième section est consacrée aux méthodes perspectives.
- Le troisième chapitre intitulé « *Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm* ». L'objectif

¹ DAHAK, Abdennour., KARA, Rabah. *Le Mémoire de Master : Du choix du sujet à la soutenance. Méthodologie de recherche appliquée au domaine des sciences Economiques, de Gestion et des sciences Commerciales*. 2^{ème} édition, Tizi-Ouzou : Edition El-Amel, 2022.

Introduction Générale

de ce chapitre est d'essayer d'analyser la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie, en présentant deux cas illustratifs de « groupes Saidal et Biopharm » à travers la méthode d'évaluation patrimoniale afin de présenter la problématique de choix des méthodes d'évaluation dans le contexte algérien (le cas de la méthode des multiple) et enfin en présentant une analyse des principales difficultés et enjeux d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien en se basant sur les résultats des études spécialisées en la matière.

Chapitre 1 :
Problématique et dimension
d'évaluation des entreprises

Introduction :

L'évaluation d'entreprise a connu un très fort développement au cours des trente dernières années, dans un environnement économique et financier en constante évolution¹.

Évaluer une entreprise est un acte très fréquent dans la vie économique contemporaine. En effet, dans une société de plus en plus soumise aux lois du marché aujourd'hui mondialisé, tout s'achète et se vend, à un rythme rapide. Évaluer l'entreprise est au cœur de la finance. Les contextes d'évaluation de l'entreprise sont nombreux : projet de cession de l'entité, augmentation du capital, fusion, offre publique d'achat ou d'échange, apport partiel d'actif...

L'évaluation des entreprises est un inépuisable sujet de réflexion et constitue un problème fondamental de l'analyse financière. Elle est au cœur de la finance, elle consiste en la détermination d'une valeur pour l'entreprise. Quel que soit le contexte d'entreprise et en dépit de la pluralité des objectifs, la formulation de cette valeur est l'aboutissement d'un long processus qui nécessite une démarche d'évaluation cohérente. En principe, le lancement de nouvelles activités d'extension, d'introduction en bourse, de transaction, de fusion et de transmission d'une entreprise, quel que soit son domaine d'activité, exige au préalable une évaluation.

Les circonstances conduisant à devoir procéder à l'évaluation d'une entreprise sont aujourd'hui nombreuses (simple rachat, conflits entre actionnaires, fusions, etc.)

Comment décider du juste prix d'une entreprise ? La réponse à cette question est la principale activité des fonds de capital investissement, acteurs centraux de la nouvelle phase de financiarisation de l'économie.

L'objectif de ce chapitre est de donner une vision globale des notions élémentaires sur l'évaluation d'une entreprise. Dans la première section nous décrirons les concepts clés liés à l'évaluation de l'entreprise, la définition et l'importance de l'évaluation des entreprises. Nous aborderons ainsi au cours de cette section la définition des concepts prix/valeur des entreprises ainsi que la distinction entre ces deux concepts et au cours de la deuxième section on traitera le contexte ou l'environnement et les acteurs chargés d'évaluation des entreprises et enfin, dans la troisième section, nous présentons la méthodologie de l'évaluation des entreprises selon les propos de l'un des spécialistes en la matière.

¹PALARD, Jean-Étienne., IMBERT, Franck. *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*, Paris : Groupe Eyrolles, 2013, p.19.

1.1. Le concept d'évaluation des entreprises

L'évaluation de tout ou partie d'une entreprise a pour but de fournir une fourchette de valeurs servant de référence dans le cadre de nombreuses opérations donnant lieu ou non à des transactions...L'évaluation de l'entreprise est donc l'étape primordiale à toute décision se rapportant à sa performance, à sa survie et à sa prospérité.

1.1.1. Notion de l'évaluation des entreprises

L'évaluation peut faire l'objet d'un travail plus ou moins étendu. Elle peut être purement financière ou, au contraire, globale, incluant tous les aspects économiques y compris l'environnement de la firme en cause. Indépendamment du cadre des cessions d'entreprises, des évaluations sont aujourd'hui régulièrement menées dans les groupes cotés soumis aux nouvelles normes IAS/IFRS¹.

L'évaluation est une opération qui consiste à estimer, évaluer, porter des jugements de valeur ou attribuer une importance à une personne, à un processus, à un événement, à une institution ou à tout objet en fonction de critères décisionnels qualitatifs, quantitatifs et spécifiques. Évaluer, c'est comprendre, définir des actions pour enchaîner les événements avec précision, est une tâche multidisciplinaire impliquant la finance, la comptabilité, la stratégie d'entreprise, le droit et la fiscalité.

Pour Palard et Imbert, évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix. En effet, si le prix d'une entreprise est une donnée objective (l'exemple ultime étant la confrontation d'un ordre de Bourse d'achat et de vente qui fixe un prix pour une valeur cotée), la valeur est nettement plus subjective puisqu'elle dépend à la fois de l'agent économique qui a réalisé la valorisation (analyste, actionnaire, investisseur, dirigeant, créancier...)².

L'évaluation n'est pas une science exacte, pour Honigman et Tubiana : «l'évaluation de l'entreprise, c'est la détermination de la valeur de l'entreprise. Cette détermination peut être faite à l'aide de l'actif net comptable réévalué ou d'après le montant du résultat. »³

L'évaluation d'une entreprise est : un processus général de détermination de la valeur économique d'une entreprise ou d'une unité de l'entreprise dans son ensemble. L'évaluation d'entreprise peut être utilisée pour déterminer la juste valeur d'une entreprise pour diverses raisons, notamment la valeur de vente, l'établissement de la propriété des associés, la fiscalité et même les procédures de divorce. Les propriétaires se tournent souvent vers des évaluateurs professionnels pour obtenir une estimation objective de la valeur de l'entreprise⁴.

¹ TOURNIER, Jean-Baptiste., TOURNIERP, Jean-Claude. *Evaluation d'entreprise : Que vaut une entreprise ?* 4^{ème} édition, Paris : Éditions d'Organisation, 2007, p.13.

² PALARD, Jean-Étienne., IMBERT, Franck. *Op.cit.*, p.20.

³ HONIGMAN.C.N, TUBIANA.H.M. *Diagnostic évaluation et transmission des entreprises*. Édition LITEC, 1992, p.320.

⁴ FRASZKA, Maks. *Investirsorcier*. <https://www.investirsorcier.com/definition-de-levaluation-dentreprise/>

On peut retenir de cette dernière définition les points essentiels suivant :

- L'évaluation des entreprises détermine la valeur économique d'une entreprise ou d'une unité commerciale.
- L'évaluation d'entreprise peut être utilisée pour déterminer la juste valeur d'une entreprise pour diverses raisons, notamment la valeur de vente, l'établissement de la propriété des associés, la fiscalité et même les procédures de divorce.
- Il existe plusieurs méthodes d'évaluation d'une entreprise, telles que l'examen de sa capitalisation boursière, des multiplicateurs de bénéfices ou de la valeur comptable, entre autres.

Nous pouvons donc constater que l'évaluation d'entreprise c'est l'estimation de sa valeur à partir de caractéristiques objectives et subjectives propres à celle-ci en incluant ses performances passées et futures et en tenant compte de l'environnement dans lequel elle évolue, d'une manière générale représente un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. Elle s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné.

1.1.2. L'importance de l'évaluation des entreprises :

Les questions d'évaluation de l'entreprise et de création de valeur jouent un rôle central dans la résolution de la plupart des problèmes associés à la finance d'entreprise (diagnostic, investissement, financement)¹.

L'évaluation de l'entreprise peut intervenir pour plusieurs motifs. En Algérie, ce thème s'est particulièrement développé lors de la mise en œuvre du programme de privatisation des entreprises publiques à partir de l'année 1995².

Cette contrainte a pris de l'ampleur dans les entreprises qui ont instauré une démarche de création de valeur. La création de valeur est devenue une priorité dans beaucoup de groupes cotés en bourse. Cela est notamment dû à la part croissante au capital de ces sociétés d'actionnaires ayant une vision purement financière (fonds de pension anglo-saxons). La création de valeur part de la préoccupation de l'actionnaire qui est de maximiser le rendement de son investissement en action. Il s'agit d'intégrer dans la gestion de l'entreprise la préoccupation de l'actionnaire³.

« *L'entreprise est le lieu de création de la valeur* ». Cette valeur découle de l'agencement dans le temps de ressources économiques coûteuses. La richesse nette créée est la différence entre la richesse créée et la richesse consommée. À chaque période, par exemple annuelle, l'entreprise dégage un flux de richesse qui, dans une économie d'échange monétaire, s'appréhende et se mesure comme un flux net de liquidités. Ce flux net est égal à la différence entre le rendement de l'actif économique investi et le coût exigé pour la mise en œuvre de ces ressources. Ce coût est traditionnellement appelé coût du capital. Ce surplus est

¹ CHARREAUX, Gérard. *Finance d'entreprise*. 2^{ème} édition, Paris : Dunod, 2014, p. 173-208.

² GLIZ, Abdelkader. *L'évaluation de l'entreprise*. Alger : édition Berti, 2020, p.9.

³ SELMER, Caroline. *Toute la fonction Finance*. Paris : Dunod, 2006, p.32-33.

Chapitre 1 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises

le « *profit économique* » (PE), encore appelé « *rente économique* » ou « *Economic Value Added* » (EVA)¹.

Il est important pour toute entreprise qu'elle soit évaluée, L'évaluation de l'entreprise présente un moyen pour mesurer l'autonomie financière de l'entreprise ainsi que sa capacité de remboursement. Elle représente une gestion efficace des transactions fiscales, une évaluation d'entreprise bien documentée fait souvent partie intégrante des stratégies de planification fiscale efficaces liées à une entreprise privée. Par exemple, la caractérisation fiscale des incitations aux principaux dirigeants Comme un revenu ordinaire peut être soutenue par des structures de planification fiscale qui reposent sur des évaluations solides.

Une évaluation bien préparée et rapportée de l'entreprise protège sa valeur en mettant en évidence les faiblesses de l'entreprise, offrant aux propriétaires d'entreprise des opportunités d'atténuer les faiblesses et d'empêcher une nouvelle érosion de la valeur. De même, améliorer les performances de l'entreprise. Une évaluation annuelle de l'entreprise peut être utilisée comme point de référence pour évaluer la performance de l'entreprise dans son exécution du plan stratégique d'entreprise.

Le débat sur la valeur d'entreprise est un débat récurrent à plusieurs moments de la vie de l'entreprise, il intervient à l'occasion d'une ²:

- création de l'entreprise, pour fixer la valeur des actions de départ ;
- augmentation ou réduction du capital, pour déterminer le prix d'émission des nouvelles actions et connaître le nombre d'actions qu'il faut créer ou la valeur qu'il faut ajouter aux anciennes actions ;
- cession de parts de l'entreprise : pour fixer le prix de vente convenable ;
- acquisition d'une part d'une autre entreprise : pour déterminer la nouvelle valeur de l'action et la comparer avec le prix d'acquisition ;
- restructuration : pour réduire les coûts et optimiser la nouvelle organisation ;
- fusion de l'entreprise avec une autre : pour réévaluer et fixer la valeur des actions des entreprises afin de déterminer les parités d'échange ;
- introduction en bourse ou rachat d'actions détenues par certains actionnaires : pour fixer la valeur de l'action ;
- succession lors du partage d'un héritage ou de donation : pour définir la base du partage et des droits de succession et des droits de mutation...;
- liquidation de l'entreprise : pour déterminer le prix de vente des immobilisations.

Ainsi, la méthode d'évaluation varie selon la logique de l'évaluateur et les circonstances citées ci-dessus. Un investissement majoritaire sera réalisé selon une logique financière qui tient compte des arbitrages entre le risque et la rentabilité attendue, tandis qu'un

¹ Hubert De La Bruslerie. *Analyse Financière : Information financière, diagnostic et évaluation*. 4^{ème} édition. Paris : Dunod, 2010, p.2.

² EL ATTAR, Abdelilah. *L'Évaluation de la Valeur de l'Entreprise par l'Approche Basée Sur le Triptyque Coût-Qualité-Temps*. Dossiers de Recherches en Economie et Gestion : Numéro spécial : Décembre 2014, p.82-106.

investisseur qui désire une position de contrôle sur le secteur d'activité, adaptera une logique industrielle. Dans ces différents moments, l'évaluation de la valeur d'entreprise est un passage obligé qui permet aux managers et aux actionnaires de constituer une idée sur le future de cette entreprise.

1.1.3. Le concept Prix / Valeur d'entreprises : distinction et complémentarité

Les banques d'affaires, les directions financières, l'administration fiscale, les analystes financiers ainsi que de nombreux professionnels concernés par l'évaluation d'entreprise sont régulièrement sollicités pour estimer la valeur des entreprises, cotées ou non¹. La valeur et le prix sont au cœur de la science économique².

1.1.3.1. Le concept prix d'entreprise

Comment décider du juste prix d'une entreprise ? La réponse à cette question est la principale activité des fonds de capital investissement, acteurs centraux de la nouvelle phase de financiarisation* de l'économie³.

Le prix d'une entreprise : le prix d'une entreprise est considéré comme étant le montant effectif de la transaction, qui résulte de l'un accord final conclu entre cédant et cessionnaire sur la base de négociations impliquant d'avantages des éléments de contexte qu'une évaluation ne peut intégrer parfaitement. Il en va ainsi du nombre d'acheteurs intéressés, ou de l'importance de la cible pour un candidat acquéreur, qui pourrait impliquer qu'il accepte de payer une prime plus importante. Le prix représente le fruit d'un processus de négociation entre un acheteur et un vendeur.⁴

La valeur et le prix sont deux notions différentes, le prix d'une entreprise n'est autre que la valorisation de tout élément qui peut contribuer à la continuité du bon fonctionnement de cette entreprise à un instant donné. Il est déterminé par la conjugaison de diverses méthodes d'évaluation. Cependant, le prix courant d'une société peut être connu par une lecture des informations financières (cours des actions), mais la « vraie » valeur se situe autour de ce prix. La distinction entre la valeur et le prix fonde la richesse du raisonnement financier sur cette notion et explique l'existence d'une multitude de méthodes d'évaluation. Ces méthodes reposent généralement sur deux piliers : le patrimoine et les flux de trésorerie générés. L'évaluation a pour objectif de fixer un intervalle de valeurs servant de référence pour la fixation d'un prix à un moment bien précis de la vie de l'entreprise⁵.

¹ ASTOLFI, Pierre et *al.* Méthode des multiples : contribution à l'évaluation des entreprises. In : *Revue française de gestion*. v5, n°242, 2014, p.83-101.

² GLIZ, Abdelkader. *Op.cit.*, p. 1.

*La financiarisation est ici définie à la suite de Greta R. Krippner comme « *un nouveau mode d'accumulation du capital* », ne reposant pas sur un nouveau mode de production mais de répartition de la plus-value. Depuis les années 1990, elle opère en France au profit d'institutions non bancaires qui prennent des participations majoritaires dans des entreprises redéfinies comme des marchandises disponibles pour l'échange.

³ BENQUET, Marlène. Fixer le prix des entreprises : Pour une ethnocomptabilité de l'activité des fonds d'investissement. In : *Sociétés contemporaines*, 2018/2 N° 110, p. 89-117.

⁴ PALARD, Jean-Étienne., IMBERT, Franck. *Op.cit.*, p 47.

⁵ EL ATTAR, Abdelilah. *Op.cit.*

1.1.3.2. Le concept valeur d'entreprise

Appliqué à l'entreprise, le concept de valeur devient bien plus complexe à manier, et ce pour plusieurs raisons¹. La valeur est un concept très important pour les différents acteurs qui participent à sa création au sein de la firme. La confrontation entre les intérêts de ces divers acteurs commence au niveau du partage du surplus dégagé par l'entreprise appelé la valeur ajoutée. Le débat sur la valeur de la firme se poursuit à divers cycles de sa vie. C'est la raison pour laquelle une multitude de méthodes d'évaluation de la valeur de l'entreprise ont été développées².

Que faut-il entendre par le terme « valeur » ? Doit-on l'entendre au singulier ou au pluriel ? La question a son importance car le terme est polysémique selon qu'il s'emploie au singulier ou au pluriel et, comme bien souvent en économie comme ailleurs, le nombre change tout. Employé au pluriel, le terme « valeur » prend le sens de biens échangeables, dans une dimension économique (matérielles ou immatérielles, que l'on songe aux « valeurs mobilières »). Employé au pluriel, le terme « valeur » renvoie encore à une autre signification, celle du sens commun, qui en fait une représentation partagée des affects – les valeurs. Nous touchons là à la première dimension morale car, dans l'inconscient collectif, il y a de « bonnes valeurs » et de « mauvaises valeurs » : ainsi le don vs. la thésaurisation, la générosité vs. L'avarice. Les valeurs renvoient donc à l'idée de bien ou de mal. Leur connotation est substantiellement « morale ». Il y a ici une ambivalence très paradoxale, qui va *crescendo* ³:

- Premier paradoxe : au singulier, la valeur est un bien mais un bien dénué de toute morale, un bien qui peut donner lieu à une appréhension juridique ; au pluriel, le terme valeur – ou les valeurs – exprime au contraire l'idée de la morale et renvoie donc au bien ou au mal ; mais dans ce cas, le bien n'est plus un bien au sens juridique, c'est-à-dire un bien susceptible d'appropriation. Il s'agit alors du Bien.
- Deuxième paradoxe : la valeur est généralement perçue comme un bien, un bien placé dans le commerce juridique, alors que les valeurs, elles, ne sont pas nécessairement appréhendées par le marché, il reste (encore) des valeurs en dehors du commerce juridique, des valeurs non marchandes..
- Troisième paradoxe : la valeur, au singulier, renvoie à l'idée de richesse, c'est-à-dire ce qui a de la valeur ou ce qui n'en a pas, par référence à un prix, à un prix de marché. Or, le paroxysme de la valeur n'est justement pas issu du marché : c'est le domaine du « hors marché », de ce qui n'est ni fongible ni négociable : quel prix pour la santé ? Quel prix pour une vie humaine ?

Nous constatons que le marché est l'étalon de la valeur, dont il ne traduit, finalement, que les plus communes si ce n'est les moins essentielles. Le marché est le monde des

¹ GLIZ, Abdelkader. *Op.cit.*, p. 1.

² EL ATTAR, Abdelilah. *Op.cit.*

³ TELLER, Marina. *Le juriste, le comptable et la valeur : Une fable des temps modernes*. Presses universitaires de Provence, p.73-78. <https://books.openedition.org/pup/30888>

marchands, là où la valeur annonce déjà l'antichambre du philosophe, peut-être même du moraliste.

Il est fort probable qu'une même entreprise aura des valeurs différentes. Or, la valeur n'implique pas nécessairement qu'il y ait volonté de transaction. Pour bien comprendre la différence entre les concepts de prix et de valeur, il faut distinguer la valeur financière et la valeur stratégique. La valeur financière d'une entreprise correspond à sa valeur intrinsèque, c'est-à-dire la valeur que l'on obtient en mettant en œuvre par exemple la méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Si tous les agents économiques disposaient du même niveau d'information pour l'entreprise, cette valeur devrait être universelle, identique quel que soit l'acquéreur potentiel. La valeur stratégique, quant à elle, intègre les intérêts stratégiques propres à chaque investisseur ainsi que les synergies qu'il espère en retirer. En effet, tout investisseur espère améliorer la gestion de l'entreprise par sa propre gestion, par la mise en commun de ressources ou par le développement d'économies d'échelle. Ainsi, les flux futurs seront bonifiés et la valorisation, revue à la hausse. Autrement dit, le paradoxe est que la valeur d'une entreprise n'existe pas : il y a autant de valeurs stratégiques qu'il y a d'acquéreurs potentiels, d'où l'importance de choisir la bonne méthode d'évaluation¹.

La valeur d'une entreprise ne peut être assimilée à la valeur de son patrimoine aujourd'hui. Si celle-ci revêt une certaine importance, sa prise en compte doit être pondérée par trois autres considérations² :

a- La valeur de l'entreprise est une valeur actuelle, c'est à dire l'équivalent présent des résultats futurs attendus.

b- En ce sens, la valeur n'est pas la grandeur figée d'un stock de richesse statique, mais c'est une grandeur dynamique inséparable du processus de mise en valeur du patrimoine. Les perceptions relatives à la qualité des projets déployés, les indications recueillies sur leurs perspectives futures en termes de résultat influencent donc un réexamen permanent de la valeur de l'entreprise. C'est ce qui explique la sensibilité de l'évaluation à des informations nouvelles qui orientent les anticipations dans un sens favorable ou défavorable. Ainsi, le cours d'une action en bourse augmente souvent de façon brutale à l'annonce d'un fait susceptible d'améliorer les perspectives de l'entreprise émettrice (découverte d'un nouveau procédé, succès commercial d'un nouveau produit, obtention d'un important marché à moyen terme...). Mais il peut également subir une chute aussi soudaine à l'annonce d'événements qui dégradent les anticipations (mouvements sociaux, litiges, difficultés techniques, sinistres). Le cas de l'action de la Société Eurotunnel fournit un exemple éclairant de ce type de sensibilité puisque le marché boursier réagit intensément à tout fait présent qui améliore (achèvement du creusement du premier tunnel, conclusion d'accords relatifs aux liaisons ferroviaires à grande vitesse destinées à transiter par le tunnel ...) ou dégrade les anticipations formées aujourd'hui et relatives à des activités qui ne commenceront à dégager des résultats qu'en 1993 !

¹PALARD, Jean-Étienne., IMBERT, Franck. *Op.cit.*, p. 21.

²COHEN, Elie. *Gestion financière de l'entreprise et développement financier*. Canada : Edition : EDICEF, 1991, p.16.

c- L'évaluation est sensible à tous les risques perçus comme susceptibles d'affecter le niveau et la stabilité futurs des résultats attendus. Ces risques peuvent être liés soit à des caractéristiques propres à l'entreprise, soit à des évolutions de l'environnement. Mais, dans tous les cas, la perception d'une aggravation du risque se traduit par une dépréciation de la valeur des entreprises concernées. Ainsi, une crise socio-politique majeure (une guerre, une période d'instabilité gouvernementale ou des troubles sociaux) entraîne la formation d'anticipations plus pessimistes sur les perspectives économiques globales et donc une baisse de la valeur de l'ensemble des entreprises concernées. De même, la perception d'une aggravation des risques spécifiques encourus par une entreprise en particulier (à cause d'un endettement excessif, de contreperformances industrielles, de troubles sociaux majeurs ...) se traduit par une dégradation des évaluations dont elle fait l'objet, et notamment sur les marchés boursiers si elle est cotée. Inversement, une amélioration des perceptions relatives aux risques induits par l'environnement ou spécifiques à certaines entreprises entraîne une augmentation de leur valeur. Une période d'instabilité gouvernementale ou des troubles sociaux) entraîne la formation d'anticipations plus pessimistes sur les perspectives économiques globales et donc une baisse de la valeur de l'ensemble des entreprises concernées. De même, la perception d'une aggravation des risques spécifiques encourus par une entreprise en particulier (à cause d'un endettement excessif, de contreperformances industrielles, de troubles sociaux majeurs ...) se traduit par une dégradation des évaluations dont elle fait l'objet, et notamment sur les marchés boursiers si elle est cotée. Inversement, une amélioration des perceptions relatives aux risques induits par l'environnement ou spécifiques à certaines entreprises entraîne une augmentation de leur valeur.

La science financière s'est engagée dans une réflexion dynamique que l'on peut synthétiser en citant J.M.Keynes qui dans sa « théorie général » indique que « *la valeur fondamentale d'une entreprise correspond à une estimation de la valeur actuelle des flux futurs de revenus attachés à la détention de son capital* »¹, de cette définition, on arrive à comprendre que la valeur globale d'une entreprise est une estimation effectuée sur la base des données comptables, financières et environnementales, ou le produit d'une approche théorique, une comparaison ou tout simplement le recours à une référence.

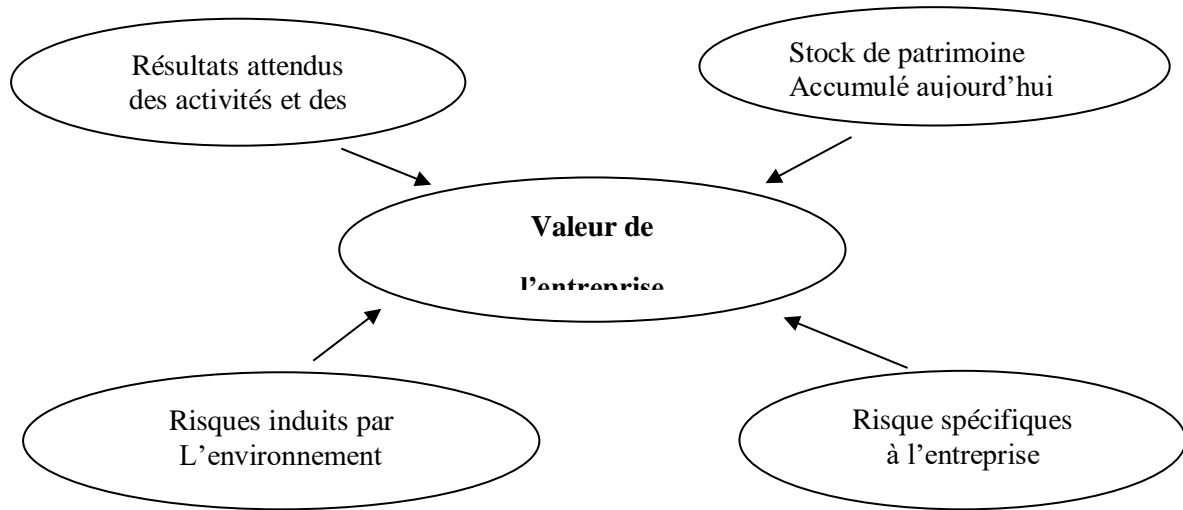
Par valeur, nous entendons «cette qualité conventionnelle de l'objet qui lui est attribuée à la suite de calculs ou d'une expertise, la valeur n'est pas un fait mais une opinion»². La valeur est une opinion émanant d'une appréciation externe à l'entreprise et qui se caractérise par sa subjectivité. En effet, elle est indiquée par l'évaluateur en application des différentes méthodes d'évaluations qui aboutissent à la détermination d'une fourchette de valeurs permettant ainsi de construire une zone de négociation à l'intérieure de laquelle sera fixé le prix de l'entreprise.³

¹ DE LA CHAPELLE, P. *L'évaluation des entreprises*. 3^{ème} édition, Paris : Economica, 2007, p.25.

² BRILMAN.J et MAIRE.C. *Manuel des évaluations des entreprises*. Paris : éditions d'organisation, 1990, p.19.

³ ZIANE, Makhoulouf, *L'évaluation des entreprises à privatiser appréciation de la démarche*, mémoire de fin d'étude en vue de l'obtention du Diplôme Supérieur des Etudes Bancaires, ESB, Alger, 2007, p.5.

Figure N°1 : Les déterminants de la valeur de l'entreprise



Source : COHEN, Elie. *Gestion financière de l'entreprise et développement financier*. Canada : Edition EDICEF, 1991, p.17.

1.1.3.3. Les théories de la valeur :

La « valeur » n'est pas un concept qui peut facilement être inclue dans une définition universellement validée ; il n'y a pas de mesure unique de cela, même d'un point de vue quantitatif car, selon l'instrument utilisé, les données utilisées comme référence et les explications proposées peuvent donner des résultats différents, tous également plausibles et continu, autrement dit la valeur varie en fonction de la satisfaction qu'elle peut procurer aux personnes. Elle est donc relative et non unique, on peut en déduire plusieurs valeurs selon la méthode d'évaluations et évaluateurs.

L'objectif principal de l'évaluation d'une entreprise est de déterminer sa valeur, mais celle-ci diffère d'une entreprise à l'autre et d'un utilisateur à l'autre, car les deux entreprises ont les mêmes activités et voient le même chiffre d'affaires financier pas nécessairement la même valeur, non le même prix. Pour comprendre cette différence il est nécessaire d'appréhender et de cerner clairement la nature de la valeur. A cet effet, on distingue les notions suivantes :

- **La valeur comptable :** Lors de l'établissement d'une liste de tous les éléments de l'actif et du passif du bilan, il est nécessaire de distinguer la valeur de l'entreprise, qui constitue la valeur des éléments qui composent l'ensemble de son actif, et la valeur des actionnaires Les fonds propres représentent la valeur laissée par l'entreprise après le remboursement de toutes les dettes inscrites au bilan.¹
- **La valeur marchande :** La valeur de marché d'un actif correspond alors à la valeur actuelle des revenus futurs de cet actif(ou cash-flows futurs). La valeur de marché a un autre sens et sert à désigner la valeur calculée ou la valeur de profit,

¹McKinsey & Company. *La stratégie de la valeur*, Paris : édition d'Organisation, 2002, p.38.

Pour calculer la valeur actuarielle, d'une part, il faut mobiliser la prévision des revenus futurs, et d'autre part, il faut mobiliser le coût du capital de référence (taux d'actualisation).

- **La valeur de liquidation (valeur de marché) :** La valeur de liquidation indique la valeur des biens qui sont obtenus après soustraction des dettes et des frais de liquidation. Il faut toutefois observer que lors d'une liquidation, on peut réaliser un très mauvais prix en raison du cadre temporel restreint, de la destination possible des biens en fonction de la visée et de la spécificité de l'entreprise.
- **La valeur d'exploitation :** Qui est la valeur d'une compagnie dont l'activité va probablement se poursuivre.
- **La valeur intrinsèque :** valeur hypothétique basée sur le taux de rendement requis Investisseurs, compte tenu des facteurs économiques et commerciaux actuels ou prévisibles Date d'évaluation, sans égard à toute autre disposition juridique, financière ou Économies d'échelle potentielles pour les acheteurs potentiels.
- **La valeur de remplacement :** est le coût de remplacement de l'actif. C'est le prix du remplacement d'un ancien bien par un bien neuf ayant le même usage dans les mêmes conditions d'utilisation et présentant les mêmes performances en termes de qualité et de quantité. Étant donné que les biens d'une entreprise sont rarement neufs, cette notion exagère souvent la valeur de l'entreprise, elle la surévalue.
- **La valeur de rentabilité :** C'est la somme actualisée des revenus futurs qu'un ou plusieurs actifs peuvent générer.

En résumé, il ne s'agit pas de trouver la valeur correcte absolue. Les valeurs d'entreprise ne représentent pas de valeurs purement objectives mais reposent sur des hypothèses fixées subjectivement. Il s'agit de déterminer une échelle des valeurs qui soit plausible et communicable. L'échelle des valeurs de la valeur de rendement apparaît par le fait que différents scénarios (conservateur, réaliste, optimiste) et diverses hypothèses sont possibles. Différentes variantes sont ainsi évaluées en ce qui concerne l'évolution du rendement/des coûts, le risque de l'activité et le risque financier de l'entreprise et l'évolution de la branche. Partant de la valeur substantielle qui existe matériellement et qui varie en fonction de l'intensité du capital d'activité, on détermine une limite basse de la valeur. En fonction du scénario de la valeur de rendement, on détermine ensuite l'échelle des valeurs et le Goodwill à atteindre en tant que différence entre la valeur de rendement et la valeur substantielle. Tous les résultats obtenus dans le cadre d'une évaluation d'entreprise demandent un jugement de spécialiste et un contrôle de plausibilité. Seule la personne qui comprend de manière détaillée les facteurs générateurs de valeur inhérents aux hypothèses est capable d'interpréter la valeur d'entreprise ainsi calculée.

La valeur est une possibilité, le prix est une réalité et ne se forme qu'à l'instant de l'accord entre vendeur et acheteur¹. Pour des entreprises qui ne sont pas cotées en bourse, la valeur d'entreprise réalisable ne peut être constatée que si l'entreprise est effectivement vendue. Il s'agit toujours d'un instantané.

¹ THAUVRON, Arnaud. *Evaluation d'entreprise*. 4ème édition, Paris : Economica, 2013, p.11.

1.2. Les différents environnements de l'évaluation des entreprises

Cette section traite les acteurs et des données qui constituent l'environnement ou le contexte de l'entreprise visée par l'évaluation.

Les évaluations d'entreprise peuvent avoir des motivations très variées. À titre d'illustration, nous pouvons envisager des évaluations de sociétés dans les contextes suivants :¹

- une évaluation de la globalité économique de l'entreprise dans le but d'une fusion, d'une vente d'entreprise, d'une offre publique d'achat ou d'une offre publique d'échange. Ce type d'évaluation va au-delà de l'évaluation d'un patrimoine et doit le savoir-faire de l'entreprise, sa clientèle potentielle, son image de marque, sa capacité décisionnelle face aux événements, ses efforts de recherche et de formation ;
- une évaluation de titres pour des actionnaires minoritaires en vue d'une cession ou d'une acquisition. L'évaluation peut alors être différente d'une quote-part de l'évaluation globale de l'entreprise en fonction de la position de l'actionnaire minoritaire : celui-ci peut n'avoir qu'un très faible pourcentage sans pouvoir décisionnel ou se retrouver en position d'arbitre face à deux groupes égalitaires ;
- une évaluation de type liquidative. Il s'agit d'évaluer la somme des éléments d'actif et de passif de l'entreprise au prix du marché (et non plus dans une perspective de continuité d'exploitation). Les actifs sont donc évalués au montant qu'un acquéreur serait prêt à déboursier.

La valeur d'une entreprise peut être déterminée de deux façons :

- en évaluant son patrimoine poste par poste, tant à l'actif qu'au passif ;
- en capitalisant, au taux du marché, le profit disponible pour l'actionnaire.

L'évaluation des entreprises est un problème concret qui se pose dans la vie des affaires à de nombreuses reprises, et qui intéresse un ensemble de partenaires économiques tels que l'expert-comptable, le commissaire aux apports, l'analyste financier, le banquier, l'acquéreur et en tout premier lieu le chef d'entreprise.

L'évaluation peut être définie comme une tentative de mesurer avec des méthodes quantitatives, une valeur constituée d'éléments objectifs et subjectifs. La nécessité d'une évaluation se présente dans des situations spécifiques :

¹LEGROS, Georges. *L'évaluation des entreprises : Méthodes et études de cas*. 2^{ème} édition. Paris : Dunod, 2015, p.2.

1.2.1. L'achat et la vente de l'entreprise

Pour l'acheteur, l'évaluation va lui indiquer le prix le plus élevé qu'il pourra accepter de payer Pour le vendeur. Pour le vendeur, l'évaluation va lui indiquer le prix le plus bas auquel il sera susceptible de vendre.

1.2.2. La réalisation d'un investissement

Réaliser un investissement (en principe à long terme). Il s'agit du cas classique où un investisseur achète la majorité ou un pourcentage dans le capital. Cela implique des méthodes d'évaluation lourdes, dont l'ampleur est fonction de la transaction.

Faire des investissements (financiers). Il peut s'agir de situations où une entreprise sollicite un crédit bancaire ou souhaite acheter des titres. Cela suppose un moyen d'évaluation moins développé que le premier cas.

1.2.3. Les décisions stratégiques de l'entreprise

L'évaluation d'une société constitue une étape préalable à la décision de continuation de l'activité, vendre, fusionner, vider de sa substance, croître ou acheter d'autres entreprises, une évaluation régulière de la valeur des entreprises dont ils assurent la gestion permet de constater les variations de cette valeur. Si l'évolution est positive, la gestion est satisfaisante, dans la situation inverse, une tendance négative est indiquée. Cette méthode est un moyen pour relier l'évolution et la gestion de l'entreprise.

Par exemple calculer les parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés, Le calcul de parité est en général très délicat. En effet, il ne s'agit plus d'évaluer une seule entreprise mais deux firmes, avec en plus, une vue perspective de l'une par rapport à l'autre.

L'évaluation peut prendre aussi une tournure particulière lorsque la fusion s'effectue entre deux sociétés détenues en totalité par un même dirigeant. Ce seront parfois plus des considérations comptables et fiscales que des soucis financiers et économiques qui seront prises en compte.

1.2.4. L'introduction en Bourse

L'introduction en bourse est une opération financière permettant à une société de financer son expansion en ouvrant son capital social aux investisseurs (particuliers, entreprises, etc.) sur un marché boursier. En Algérie, l'évaluation d'entreprise constitue la première étape du processus d'introduction en bourse. Toute société désireuse d'entrer à la Bourse d'Alger doit faire réaliser une expertise économique par un comptable inscrit à l'Institut National des Comptables ou par un expert agréé par la COSOB. Cette évaluation servira à fixer le prix de cession ou l'offre d'actions. La valorisation permet de déterminer le périmètre de l'introduction en bourse qui sera présentée aux investisseurs.

1.2.5. L'évaluation des entreprises cotées en bourse

L'évaluation est utilisée pour comparer les valeurs calculées par les analystes aux prix observés des actions sur le marché et pour déterminer les positions d'achat ou de vente ou pour conserver les titres dans un portefeuille. Les valorisations de plusieurs sociétés sont utilisées pour déterminer le portefeuille d'actions constituant des actions, celles qui sont considérées comme sous-évaluées par le marché.

L'évaluation de plusieurs sociétés est aussi utilisée pour faire des comparaisons entre les actions des sociétés cotées.¹

1.2.6 Evaluation d'une entreprise dans le cas d'un projet de cession/succession :

Une cession correspond à une situation où un investisseur décide de vendre une partie des actifs d'une entreprise, ce qui peut être motivé par une volonté de désendettement, maîtrisé par des critères de rentabilité, ou un projet de vente d'une entreprise en difficulté. Dans ce cas, l'évaluation de l'entreprise est cruciale avant d'entamer les négociations avec les futurs acquéreurs. Les actifs seront évalués au prix que le cessionnaire est prêt à payer. Le prix de cession de l'entreprise est le point central de cette opération, et c'est par le jeu de négociation entre le vendeur et l'acquéreur qu'il sera fixé. Pour obtenir une idée d'un prix raisonnable, il convient de procéder à l'évaluation de l'entreprise en employant les différentes méthodes d'évaluation.

La succession il y a un changement de propriétaire familial mais pas de cession (celle-ci peut intervenir ensuite vers un tiers). L'évaluation est faite pour le calcul des droits de succession dont l'assiette est basée sur la valeur de l'entreprise. Dans ce cas l'évaluation est en grande partie régie par les méthodes de l'Administration.

1.2.7. La Fusion d'entreprise :

C'est une mise en commun des patrimoines de deux ou plusieurs entreprises pour n'en former qu'une seule. Elle peut ainsi, donner lieu à la création d'une nouvelle entité, ou à l'absorption d'une société par une autre. Afin de déterminer la valeur réelle d'une action, ainsi que le nombre de titres auxquels les actionnaires de la société absorbante ont droit de la manière la plus juste, il convient de déterminer la valeur de l'entreprise. Pour garantir la justesse du calcul de la parité d'échange, il est préférable que la méthode d'évaluation soit identique dans les deux sociétés. Les années 2000 ont vu s'accroître ce type de pratique.

1.2.8. La Privatisation :

La privatisation d'une entreprise peut être comprise comme la vente d'institutions étatiques à des particuliers, ce qui nécessite une évaluation de ces derniers. Afin de déterminer le prix d'introduction de ses actions dans le cadre d'une offre publique à prix fixe et de déterminer le prix minimum auquel le mandataire ne doit pas descendre en dessous de ce seuil

¹ Groupe Eyrolles, *MBA Finance*, Paris : Edition d'Organisation, 2010, p.323.

pendant la durée de l'offre, une évaluation est nécessaire. Dans le cas d'un appel d'offres, l'évaluation est secondaire, car le prix sera déterminé directement par les candidats acheteurs. Cependant, le prix doit être raisonnable.

1.2.9. Mesure de la performance sur une période donnée

Dans une entreprise, la performance mesure la corrélation entre les objectifs stratégiques initialement identifiés et les résultats réels, et est un indicateur de la qualité de la gestion d'un leader. Pour apprécier la performance de ces dirigeants, la valeur des sociétés qu'ils dirigent est régulièrement évaluée et l'évolution de cette valeur peut être observée. Si la tendance est positive, la gestion est satisfaisante, sinon elle indique une tendance négative. Cette approche est un moyen de lier le développement et la gestion de l'entreprise. Après avoir examiné tous les objectifs d'évaluation, nous avons constaté que l'évaluation précise d'une entreprise est un outil important pour évaluer l'opportunité et le coût d'opportunité lors de la planification d'une croissance future ou de toute forme de transition.

1.2.10. Les acteurs chargés d'évaluation d'entreprise

Plusieurs acteurs interviennent lors du processus de l'évaluation de l'entreprise, à savoir ¹:

1.2.10.1. Les acteurs principaux

Les deux acteurs majeurs sont, bien entendu, l'acheteur et le vendeur. En termes juridiques, ces deux acteurs sont nommés respectivement le « cessionnaire » et le « cédant ». Leur situation diffère selon qu'il s'agit d'une petite transaction portant sur une minorité de titres ou d'une opération de cession sur une majorité.

a- Le vendeur

Il existe tout un éventail de vendeurs :

- l'entrepreneur personne physique, propriétaire direct de tout ou partie de l'entreprise à céder (cas du patron de PME partant à la retraite). Dans ce cas, l'évaluation pourra présenter un aspect affectif, le patron étant souvent le fondateur de la firme ou un descendant proche du fondateur.
- Les héritiers (veuve, enfants ou petits-enfants du propriétaire défunt). Ces personnages, parfois un peu balzacien, n'auront pas toujours conscience de la réalité de l'entreprise dont ils héritent. S'ils sont plusieurs, ils peuvent ne pas poursuivre les mêmes objectifs.
- à l'autre extrémité de cette galerie, les « managers » salariés ou mandataires d'un groupe, pour lesquels la cession n'est qu'une opération parmi d'autres.

Ils doivent ou souhaitent la réaliser pour des raisons de rentabilité financière, le plus souvent. Cette dernière catégorie de vendeurs est souvent au fait des techniques d'évaluation, au moins de manière schématique. Cependant, ils savent que le chiffre qu'ils

¹ TOURNIER, Jean-Baptiste., TOURNIERP, Jean-Claude. *Op.cit.*, p.14-17.

b- L'acheteur

Des profils voisins se retrouvent du côté des acheteurs. L'acquéreur peut être une personne qui n'a pas encore d'entreprise et souhaite en acquérir une ou un patron de PME qui veut accroître la dimension de son affaire. La transaction peut aussi se faire entre deux groupes dont l'un achète une filiale de l'autre.

c- Le vendeur face à l'acheteur

Toutefois, le tandem « acheteur/vendeur » est assez généralement inégal. Bien souvent, hors les transactions qui concernent la cession de tout ou partie d'un grand groupe ou celles résultant d'un LBO secondaire ou suivant, la taille du vendeur est plus faible que celle de l'acquéreur. En effet, si l'on ne voit guère de PME acheter un groupe industriel, l'inverse est très fréquent.

d- Les autres types d'acteurs

- Les sociétés cotées en Bourse font l'objet, en permanence, d'évaluations résultant de la fixation du cours de leurs actions. Mais les acteurs sont différents des personnages évoqués plus haut.

Dans l'évaluation sommaire précédant une transaction boursière, les intervenants se présentent en effet sous les aspects suivants :

- Le vendeur n'est pas lié à l'entreprise dont il ne détient qu'une infime partie. Il ne la connaît pas mieux que l'acquéreur potentiel. Le détenteur des données est l'entreprise elle-même qui, par sa communication financière, oriente le marché boursier, tandis que les analystes financiers jouent un peu le rôle d'experts indépendants, que l'on examinera plus loin.
- Dans le cas d'une introduction en Bourse, c'est l'entreprise (dont le ou les principaux actionnaires souhaitent céder une part) qui s'adresse directement à une multitude d'acquéreurs potentiels.

– Autre intervenant, l'Administration dont les évaluations ont été évoquées à propos des successions.

1.2.10.2. Les acteurs auxiliaires

Parmi les utilisateurs auxiliaires, On distingue (voir la figure ci-après qui présente les acteurs d'une opération d'évaluation :

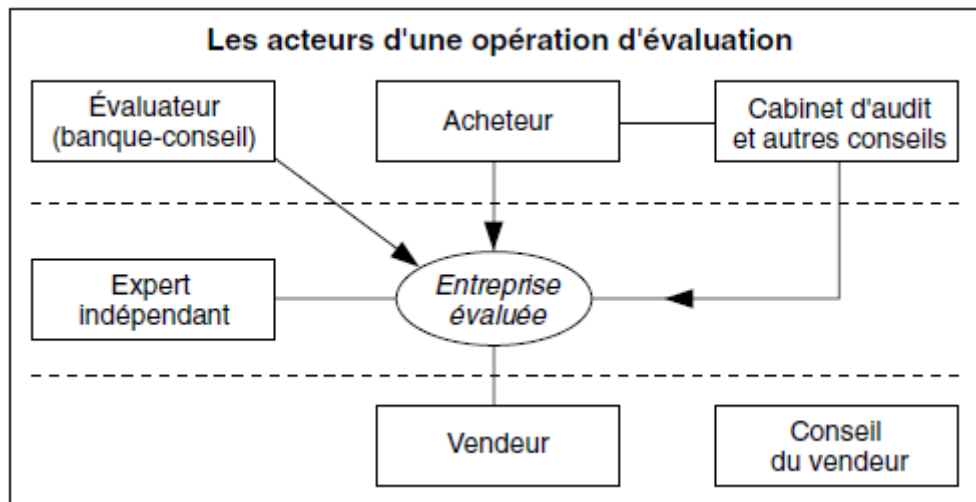
- **Cabinet d'audit** : Dès que l'entreprise cible atteint une certaine taille, avant l'évaluation, un organisme d'audit est en général diligenté par l'acheteur potentiel, pour s'assurer de la fiabilité des comptes présentés. Ce cabinet peut établir une proposition de prix pour le compte de l'acquéreur¹, cet acteur est généralement demandé dans les grandes transactions.

¹ TOURNIER, Jean-Baptiste., TOURNIERP, Jean-Claude. *Op.cit.* p.16.

- **Cabinet chargé de l'évaluation** : est un autre auxiliaire habituel d'une transaction importante. Une banque conseil peut être aussi désignée pour cette mission.
- **Expert indépendant** : Acteurs des entreprises de stockage de masse L'ampleur est liée au marché boursier. Responsable d'examiner et de commenter les valeurs proposées par l'évaluateur. Il s'agit généralement d'un cabinet d'audit ou d'un professionnel de la finance, ou d'une banque suggestion.
- **Cabinet d'avocat** : Une évaluation ne peut être faite sans tenir compte des aspects juridiques et fiscaux de la transaction, et il doit y avoir un cabinet d'avocats commercial impliqué dans l'entreprise en tant que sous-traitant d'une banque commerciale conseil ou d'un cabinet d'audit.
- **Analystes financiers** : Figurent parmi les acteurs qui suivent de plus près l'estimation en temps réel de la valorisation des entreprises qu'ils couvrent. Ils peuvent être classés en plusieurs grandes catégories¹ :
 - **Les *sell-side*** : Ils ont pour missions de rechercher et interpréter l'ensemble des informations économiques, stratégiques, comptables et financières propres aux sociétés cotées afin d'établir des prévisions sur leurs résultats et d'en donner une évaluation et ils établissent des recommandations d'investissement.
 - **Les *buy-side*** : Réalisent leurs travaux exclusivement par la société de gestion ou l'investisseur institutionnel auquel ils appartiennent, et conseillent les gérants dans leurs décisions d'investissement.
 - **Les *corporate activités primaires*** : Travaillent pour une banque d'affaire, et ont pour mission d'appréhender la qualité des sociétés cotées et non cotées – performance, image, intérêt des investisseurs,... etc., en vue de réaliser des opérations de marché.
 - **Les *corporate private equity*** : Travaillent pour des investisseurs privés. Ils ont pour mission de valoriser des entreprises cibles potentielles en privilégiant une approche industrielle et stratégique.
 - **Les *corporate fusions et acquisitions*** : Sont chargés d'étudier et de trouver des idées de rapprochements, cessions et opérations sur le capital des sociétés et d'envisager leur mise en œuvre.

¹ TLAMSI, Ismahene. *Interaction Entre l'Evaluation de l'Entreprise et la Gouvernance : Cas de la Société Soidal*. Thèse de doctorat LMD, Université Abdelhamid BEN BADIS MOSTAGANEM, 2018, p.32-33.

Figure n° 2 : Les acteurs d'une opération d'évaluation



Source : TOURNIER, Jean-Baptiste., TOURNIERP, Jean-Claude. *Op.cit.*, p.17.

On peut remarquer d'après cette figure que certains de ces acteurs peuvent ne pas exister. Le nombre d'intervenants est proportionnel à l'importance de la transaction et l'objet de l'évaluation.

1.3. La méthodologie de l'évaluation des entreprises selon Gérard Hirigoyen

Nous essayons de présenter dans cette section une synthèse de deux articles de Gérard Hirigoyen : « la problématique de l'évaluation des entreprises »,¹ publié dans l'ouvrage collectif, mélanges en l'honneur du professeur Pierre Lassègue en 1991 et le deuxième article : valeur et évaluation des entreprises familiales².

Gérard Hirigoyen³ affirme que le domaine de l'évaluation des entreprises a fait l'objet d'une abondante littérature et que les crises financières qui se sont succédées depuis plus d'une décennie ont contribué à ébranler bon nombre de certitudes, dont celle qui consiste à considérer que la valeur d'une société puisse être correctement appréhendée par les méthodes traditionnelles d'évaluation. Celles-ci étant habituellement classées en deux grandes familles : les méthodes intrinsèques, d'une part, et les méthodes analogiques, d'autre part. Ces familles de méthodes s'attachant à fournir une valeur financière de l'entreprise, universelle et identique quel que soit l'investisseur potentiel.

Alors que la valeur stratégique est le reflet de la valeur perçue de l'entreprise aux yeux de l'investisseur, celle-ci reposant sur son évaluation stratégique de l'entreprise cible. Ainsi, la valeur d'une entreprise n'existe pas, il y a autant de valeurs stratégiques que d'investisseurs potentiels. La distinction valeur financière/valeur stratégique permet ainsi de bien comprendre la différence entre valeur et prix.

La déconnexion entre la valeur intrinsèque et la valeur de marché, ajoutée à l'incertitude économique et à l'absence de prévisions fiables, rend l'évaluation plus complexe et peut conduire à des écarts significatifs entre acquéreur et cédant. Ce dernier ayant bon nombre d'opportunités à saisir sous réserve qu'il sache à tout moment ce que vaut son entreprise. Le bon financier est celui qui se pose en permanence la question de la valeur, de sa création et de son estimation.

Dès le départ, le concept de valeur a été intégré dans l'objectif assigné à la firme par la théorie financière, à savoir la maximisation de la richesse des actionnaires entendue comme la valeur boursière de l'ensemble des actions de la firme, c'est-à-dire sa capitalisation boursière. Sous les hypothèses de forme forte de l'efficience, de rationalité et de symétrie de l'information, cette richesse est égale à la valeur actuelle de l'ensemble des dividendes que les actionnaires recevront dans le futur.

Sous ces mêmes hypothèses, la maximisation de la valeur fondamentale de la firme pour les actionnaires correspond à la maximisation de la valeur des actions de l'entreprise. La valeur est conçue comme une grandeur objective qui s'impose aux acteurs à la façon d'un fait naturel. Cette vision de la valeur ne correspond pas fondamentalement au cas de l'entreprise familiale. En effet, dans cette catégorie d'entreprise, l'objectif de l'actionnaire familial ne se limite pas à la maximisation de la richesse financière et son horizon de création de valeur ne

¹ HIRIGOYEN, Gérard. La problématique de l'évaluation des entreprises. In: BURLAUD, A., MARCHESNAY, M., HELFER, J. (dir.) *Identités de la gestion: Mélanges en l'honneur du Professeur Pierre Lassègue*. Paris : Edition Vuibert, 1991, p. 83-97.

² HIRIGOYEN, Gérard. Valeur et évaluation des entreprises familiales. In : *Revue française de gestion*, 2014/5 N° 242, p.119- 134.

³ *Ibid.*

se limite pas au court terme mais au long terme. Il privilégie des stratégies qui contribuent à assurer la stabilité et la pérennité de son entreprise.

Le capital de l'entreprise familiale peut être appréhendé comme le résultat d'une combinaison d'un capital émotionnel et d'un capital financier. La fonction d'utilité de l'actionnaire familial apparaît ainsi comme complexe et dépendante de facteurs cognitifs et d'une rationalité économique limitée. L'actionnaire familial cherchera donc à maximiser un capital plus important ; la valeur de l'entreprise familiale ne se cantonne pas à la seule création de valeur financière mais dépend aussi de la création de richesses socio-émotionnelles. Il s'agit donc de dépasser le cadre classique de la théorie financière traditionnelle et de s'inscrire dans celui de la prise en compte de comportements réels de l'acteur.

L'évaluation des entreprises est un inépuisable sujet de réflexion et constitue un problème fondamental de l'analyse financière. Ce problème n'est pas le même que celui de «l'évaluation comptable des postes de bilan ; il ne se pose pas dans les mêmes circonstances et il ne se résout pas par les mêmes procédés ».

L'extraordinaire complexité du problème tient sans doute d'abord aux difficultés de définir les concepts (qu'est-ce que la valeur ? Quelle valeur retenir ?) Comme de poser les principes à respecter pour réaliser une évaluation. Elle tient sans doute aussi aux désillusions laissées par une pléthore de modèles, voire de solution mathématique tous plus perfectionnés les uns que les autres et souvent fort peu utiles en pratique. Cette dualité de l'approche de l'évaluation a d'ailleurs souvent rejailli au niveau de l'enseignement de la discipline qui s'est trouvée écartelée entre¹ :

- Les professeurs d'université qui apporte la science financière, mais pas forcément l'adéquation à la réalité quotidienne, au vécu de l'opérationnel placé sur le terrain, c'est-à-dire en l'occurrence l'analyse financière face à son marché ;
- Les praticiens chevronnés de l'analyse financière, qui apportent le fruit de leur expérience, mais pas forcément la logique d'une pensée financière solidement structurée en profondeur.

On dehors de ces considérations deux grandes séries de raisons sont généralement avancés pour expliquer les difficultés liées à l'évaluation des entreprises :

- Les premières tiennent à ce que de nombreux acteurs de la vie économique (épargnants, banquiers, prêteurs, administration fiscale) ou culturelle (enseignants, chercheurs, Experts) s'y intéressent, Chacun dans but particulier et les besoins d'informations sur la valeur de la firme sont de plus en plus variés (opérations boursières, stratégies de croissance, redéploiement industriel, placement d'Épargne) que l'entreprise désire continuer son exploitation ou qu'elle envisage de liquider son activité;

¹ HIRIGOYEN, Gérard. La problématique de l'évaluation des entreprises. *Op.cit.*

- Les secondes parce que c'est une opération technique fort délicate en raison de la multiplicité des facteurs susceptibles d'être pris en considération et, malgré les nombreuses formules proposées par les spécialistes, il n'en est aucune qui permette d'aboutir, à elle seule, à un résultat véritablement satisfaisant. la valeur d'une entreprise est d'autant plus changeante et multiple que ses diverses composantes n'ont pas le même intérêt pour tous les observateurs : ce qui paraît essentiel aux uns peut être accessoire aux autres.

En tout état de cause, une réflexion sur la problématique de l'évaluation des entreprises, soulève de type de questions essentielles liées, d'une part au choix de la méthode d'évaluation (on traitera les méthodes d'évaluation dans le deuxième chapitre) et d'autre part au préalable à l'évaluation.

1.3.1. Le choix de la méthode d'évaluation

Il est intéressant à cet égard de noter que presque toutes les méthodes d'évaluation correspondent en fait, à un arbitrage entre, d'une part, une évaluation patrimoniale d'actif net et, d'autre part, une évaluation de rentabilité de l'investissement.

En fait, la question qu'il faut se poser et celle de savoir si, plutôt que d'une valeur financière d'une entreprise (déterminée à l'aide d'une formule courante de calcul), on ne doit pas référer une valeur stratégique résultant d'une méthodologie général d'évaluation intégrant les différentes situations spécifiques de gestion interne et de positionnement stratégique.

1.3.1.1. Le choix est fonction de l'optique retenue

Le choix de la méthode d'évaluation est lié à l'optique dans laquelle on se place :

- a) soit, celle d'«investisseurs-placeurs»** (le cas boursier n'étant qu'un des cas particuliers) qui ne cherchent pas à contrôler la gestion de l'entreprise et, généralement, ne le peuvent pas.

L'acquéreur d'un paquet minoritaire d'action poursuit un double objectif :

- encaissé les dividendes,
- Encaissé une plus-value en revendant à plus ou moins long terme de portefeuille d'actions.

L'évaluation est fondée essentiellement à l'infini sur la chaîne des dividendes anticipés (modèle de Gordon-Shapiro) ou sur la formule de Bates qui prolonge l'approche développée par Gordon et Shapiro. Ces deux modèles reposant sur le PER qui reste quoique contesté à l'heure actuelle, par sa fréquence d'emploi, un langage commun dans toute la communauté financière.

Dans cette optique, c'est la valeur aux yeux des acquéreurs, c'est-à-dire du marché, qui détermine le prix de l'entreprise. Avec cette approche les analystes financières vérifient la

Chapitre 1 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises

thèse d'A. Smith qui, dès 1776, exposait que la valeur des biens service n'existe pas en soi mais ne se connaît qu'à travers l'échange.

- b) **soit, celle d'«investisseurs-liquidateurs»** dont l'objectif économique est de repositionner les actifs, mal utilisés dans le cadre de l'entreprise actuelle, en liquidant l'exploitation (corporate spins-off des anglo-saxons);
- c) **soit, celle prise de contrôle** qui implique un réel pouvoir de disposition des actifs de l'entreprise acquise. deux cas peuvent être distingués :

1.3.1.1.1. L'acquisition majoritaire

Dans une telle hypothèse, l'évaluation doit se fonder sur de paramètres :

- la capacité de l'entreprise à sécréter des cash-flows, l'acquéreur, exigeant une certaine rentabilité de l'investissement ;
- la valeur des actifs de l'entreprise aux yeux de l'acquéreur, ce dernier pouvant poursuivre à travers l'acquisition différents objectifs (capacité de production accrue, renforcement des parts de marché, réseau de distribution au d'achat, actifs corporels, un know-how, des actifs financiers). Nous reproduisons page suivante le tableau établi par Ph. Kienast qui résume, aux yeux de l'acquéreur, les points clés et les critères d'évaluation pour ces différents objectifs.

Points clés de l'évaluation	Critères d'évaluation
TYPE I entreprise - capacité de production	
<ul style="list-style-type: none"> • Évaluation technique et financière du matériel. • évaluation qualitative de l'organisation de la production et de son efficacité (compétitive). • Évaluation de la souplesse de l'outil (possibilité de produire d'autres produits). 	<ul style="list-style-type: none"> • quelle serait la valeur de remplacement du matériel. • quelle serait la valeur de reconstitution de l'organisation ? • en cas de sous-utilisation de la capacité de production, pourrait-on produire d'autres produits ?
TYPE II entreprise -des parts de marché	
<ul style="list-style-type: none"> • évaluation de l'intérêt des produits : qualité technique, image, fidélité de la clientèle, complémentarité avec des produits de l'acquéreur, marge, 	<ul style="list-style-type: none"> • quel serait le montant des investissements nécessaires pour acquérir de telles parts de marché ? quel bénéfice retirer de

Chapitre 1 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises

investissement à réaliser.	l'acquisition ?
TYPE III entreprise -réseau de distribution ou d'achat	
<ul style="list-style-type: none"> évaluation de la qualité de réseau (nombre de clients, chiffre d'affaires, marge, fidélité). réseau d'achat : évaluation de l'efficacité de l'intérêt du réseau. 	<ul style="list-style-type: none"> quel serait le que le coût de reconstitution du réseau ? peut-on utiliser le réseau pour d'autres produits et quels bénéfices en retirer ?
TYPE IV entreprise - actifs corporels (immobilier, stocks)	
<ul style="list-style-type: none"> évaluation technique des actifs. existence d'un éventuel marché secondaire. destination des actifs (conservation ou liquidation). 	<ul style="list-style-type: none"> quelle est la valeur de marché des actifs en cas de cession en tenant compte de la fiscalité (imposition des plus-values) ? si conservation, la rentabilité de l'exploitation est-elle cohérente avec la valeur des actifs ?
TYPE V entreprise - actifs incorporels (brevets, laboratoire)	
<ul style="list-style-type: none"> évaluation scientifique et technique de la qualité des actifs incorporels. Nombres de brevets déposés, frais de recherche et développement comparés au chiffre d'affaires. 	<ul style="list-style-type: none"> quel serait le coût de reconstitution de laboratoire des brevets ? quelle est la synergie possible avec l'activité de l'investisseur (utilisation des brevets pour d'autres produits...)
TYPE VI entreprise- actifs financiers (trésorerie, capacité d'endettement, déficit reportable)	
<ul style="list-style-type: none"> comment utiliser la trésorerie, la capacité d'endettement ou des déficits reportables. 	<ul style="list-style-type: none"> quelle est la valeur, nette de l'impact fiscal des actifs financiers ?

Lors de l'évaluation de l'entreprise dans une perspective de cession majoritaire, c'est la valeur pour l'acquéreur qui fonde le prix.

1.3.1.1.2. Le rapprochement d'entreprises

Les fusions où les apports partiels d'actifs industriels ou financiers donnent lieu souvent à des modalités complexes d'échanges d'actions. L'évaluation doit prendre en compte les parités relatives entre la valeur de l'entreprise acquéreuse (ou absorbante) et celle de l'entreprise acquise (ou absorbée). Une entreprise très fortement évaluée par le marché peut donc accepter de paraître «surpayer» l'entreprise acquise dans la mesure où les parités relatives sont satisfaisantes aux yeux de ses actionnaires.

Ces deux grandes catégories d'opérations : acquisition majoritaire ou rapprochement d'entreprise, ont en commun de comporter une négociation entre les deux parties ayant, en ce qui concerne la valeur, des intérêts opposés. Ainsi, la seule bonne évaluation d'entreprise et celle qui facilite la négociation entre ces points de vue opposés et facilite ainsi l'établissement d'un accord.

d) l'évaluation dans une perspective fiscale

Dans un cas particulier et non négligeable, l'évaluation doit se faire in abstracto, indépendamment des objectifs d'un acquéreur : c'est l'évaluation dans une perspective fiscale (succession, donation, impôt sur les grandes fortunes).

Selon la jurisprudence constante de la cour de cassation et du conseil d'État, un titre non coté doit être apprécié d'après les éléments qui permettent d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qui aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande. La valeur de marché est donc fondamentale aux yeux de l'administration. Toutefois, cette dernière propose un certain nombre de méthodes dans la synthèse permet d'aboutir à la «valeur vénale» des titres. Dans ce cas, l'objet de l'évaluation est d'utiliser au mieux les valeurs de marché et les méthodes d'administratives pour déboucher sur une valeur de l'entreprise minimale, acceptable par l'administration.

L'évaluation ne doit pas en réalité résulter d'un jugement, c'est-à-dire d'un raisonnement d'arbitrage, qui permettrait de subsister dans certains cas à une valeur financière, une valeur stratégique. Cette dernière prenant en compte les différentes situations spécifiques de gestion interne et de positionnement stratégique.

1.3.1.2. Valeur financière ou valeur stratégique ?

Des études réalisées sur des sociétés américaines cotées à New York font apparaître une répartition de la valorisation des entreprises de part et d'autre de la diagonale BC de la matrice du Boston consulting group (voir graphique ci-après) :

Figure N°3 : Classement des segments stratégiques selon la matrice BCG

<p>Forte</p> <p>↑</p> <p>Croissance du marché</p> <p>↓</p> <p>Faible</p>	VEETTES	DILEMMES
	<p>- s'autofinancent</p> <p>- bénéfices moyens</p>	<p>- consommateurs de liquidités</p> <p>- bénéfices assez faibles</p>
	VACHES A LAIT	POINTS MORTS
	<p>- générateurs de liquidités</p> <p>- bénéfices élevés</p>	<p>- faibles générateurs de liquidités</p> <p>- bénéfices faibles</p>
	<p>Forte ← Part de marché relative → Faible</p>	

Source : TOURNIER, Jean-Baptiste., TOURNIERP, Jean-Claude. *Op.cit.*, p.25.

- les entreprises positionnées dans la zone BCA ont une valeur de cotation située autour de l'actif net : au-dessus (goodwill) et jusqu'à 2 fois dans le cas des vaches à lait, en-dessous de (Bad will) et jusqu'à la moitié ou moins dans le cas des poids mort.

Dans ces positionnements, les méthodes d'évaluation financière sont utilisables et pertinentes.

- les entreprises positionnées dans la zone CDB ont une valeur de cotation en multiple de l'actif net, jusqu'à cinq fois près du point D.

Dans ces positionnements, les méthodes traditionnelles d'évaluation financière ne sont plus utilisables. L'analyse stratégique devient prépondérante pour la méthode de valorisation. S'inspirant alors de la démarche développée par G. Debreu, l'évaluation des entreprises résulterait d'un processus d'arbitrage généralisé entre :

- d'une part, une valeur financière intrinsèque correspondant au point de vue cédant ; valeur identique à l'idée d'un prix de vente fondé sur le coût de revient et sur une marge bénéficiaire ou non (goodwill ou bad will) ;
- d'autre part, une ou plusieurs valeurs stratégiques correspondant au point de vue des acquéreurs possibles ;
- valeur analogue à l'idée de prix d'achat fondé sur le prix de substitution -soit ici le coût marginal d'entrée dans le secteur.

Chapitre 1 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises

Plus il existera de synergies positives entre l'acquéreur potentiel et l'entreprise cible, plus la valeur stratégique de cette dernière sera élevée.

Les critères stratégiques déterminants la situation de l'offre et de la demande en acquisitions d'entreprises dans un secteur économique donné sont :

- **Les deux critères de la matrice de BCG :**

- taux de croissance du marché,
- part du marché relative.

- **Les critères complémentaires :**

- niveau marginale du code d'entrée dans le secteur,
- solidité conséquence des parts du marché acquises,
- sur ou sous-capacité de production du secteur par rapport à la demande du marché considéré.

Trois situations sont alors possibles :

- dans le cas de critères stratégiques, l'offre d'entreprises sera plus élevé que la demande, et l'arbitrage se fera du côté de la valeur financière basse, avec probabilité de *bad will* ;
- dans le cas de critères stratégiques de niveaux moyens au contrasté, et selon les situations spécifiques, d'arbitrage sera pondéré entre les deux positions :

$$V = \frac{\alpha \text{ valeur financière basse} + \beta \text{ valeur stratégique marginale}}{\alpha + \beta}$$

- dans le cas enfin de critères stratégiques forts, la demande sera plus fort que l'offre, et l'arbitrage sera effectué dans le sens des valeurs stratégiques pour l'acquéreur potentiels et, parmi celles-ci, du côté de la plus élevée, c'est-à-dire celles correspondant à l'acquéreur potentiel présentant le plus de synergie de développement avec l'entreprise en question.

1.3.2. Les préalables à l'évaluation

Ils sont liés :

- à l'incertitude des prévisions ;
- aux précautions à prendre dans l'extrapolation des résultats passés.
- à la nécessité de l'établissement d'un diagnostic.

1.3.2.1. L'incertitude des prévisions

D'une manière générale, on peut avancer que la valeur d'une entreprise dépend essentiellement de l'importance de bénéfices qu'elle est susceptible de sécréter dans le temps. On a pu dire à cet égard que la valeur économique d'un bien était « la valeur actuelle des profits futurs ».

Tout d'abord l'appréciation du montant des profits futurs est très aléatoire et, selon les évaluateurs, on pourrait avoir des estimations fortes divergentes.

Il y a ensuite l'horizon économique que l'on retient. Combien d'années de profits futurs doit-on retenir ? Faut-il se limiter réellement à 3 ou 5 ans sous le seul prétexte que les prévisions au-delà de ce terme sont trop incertaines ?

Il y a enfin le troisième terme : le taux d'actualisation. La doctrine et les praticiens sont loin d'être unanimes à ce sujet d'autant plus qu'il apparaît normal d'intégrer une prime de risque.

Il faut bien reconnaître que l'on se rabat parfois sur des taux d'opportunités présentant un caractère assez largement subjectif.

En d'autres termes, on va rechercher le montant du capital correspondant à la rentabilité actuelle auquel on va appliquer un coefficient pour tenir compte de la tendance probable de la rentabilité.

1.3.2.2. Les précautions à prendre dans l'extrapolation des résultats passés

Si les résultats Paraissant au bilan des entreprises mesurent une réalité financière indiscutable, ils ne reflètent pas toujours la rentabilité économique devant servir de base à l'estimation de l'affaire.

Au contraire, certaines entreprises enregistrent des résultats convenable en bénéficiant de rentes de situation en voie de disparition : c'est notamment le cas lorsque les structures sont figées, le personnel d'encadrement âgé et si la gamme de produits correspond à un marché en régression.

1.3.2.3. La nécessité d'un diagnostic

Une évaluation sérieuse repose d'abord sur l'établissement d'un diagnostic qui apprend à mieux déchiffrer le présent et à alimenter en données significatives l'évaluateur.

L'art du diagnostic combine la compréhension des tendances du marché, la sensibilité d'une entreprise à tel ou tel aléa économique ou technique, l'identification des forces et faiblesses qui caractérisent la culture de l'entreprise face à la concurrence et permettent d'imaginer qu'elles pourront être ses perspectives en diverses circonstances. Car tout l'art du diagnostic en vue de l'évaluation consiste à se tromper le moins possible sur les perspectives qui vont être retenues en termes de chiffre d'affaires et résultats futurs.

Chapitre 1 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises

Ce diagnostic est susceptible notamment de mettre en relief les différents éléments conditionnant le goodwill et permettant d'apprécier sa durabilité.

Si l'entreprise, par suite de sa rentabilité, vaut plus que la valeur de son patrimoine, c'est en raison de l'existence de ce goodwill correspondant aux éléments incorporels non détachables de l'entreprise et non évaluables isolément.

Une entreprise n'est pas seulement un ensemble de biens matériels mais une cellule vivante dont le développement et l'épanouissement dépendent de nombreux facteurs qui évoluent dans le temps et qu'il convient de prendre en considération.

Parmi ces principaux facteurs on peut citer :

- la stabilité des sources d'approvisionnement,
- la compétence technique et le ça va accumuler par le personnel à tous les échelons,
- l'efficacité de l'organisation industrielle, administrative et commerciale,
- la compétence du management,
- la capacité d'innovation,
- la réputation commerciale.

Ces différents facteurs peuvent évidemment même être largement décomposés.

a) évaluation des forces et des faiblesses

Pour parvenir à un diagnostic, il est nécessaire de procéder à une analyse de l'organisation de l'entreprise, de ses principales modalités de fonctionnement et des relations fonctionnelles entre les différents services.

Des questionnaires sont généralement utilisés afin de baliser l'ensemble des questions à prendre en considération.

1. à titre d'exemple au niveau de l'analyse commerciale, on peut s'efforcer de répondre aux questions suivantes :

A. Les produits :

- nombre de références,
- ligne de produits,
- évaluation de chiffre d'affaire au cours de 3 derniers exercices par ligne de produits,
- quantités vendues,
- fixation des prix de vente,
- politique de marque,

B. Le marché :

- qui sont informés et comment ?
- créneau de l'entreprise,
- volume et évolution du marché global,
- part des marchés de l'entreprise,
- principaux concurrents et leur part du marché,

C. La clientèle :

- nombre de clients potentiels,
- nombre de clients actifs,
- nombre de clients nouveaux (en un an),
- nombre de clients perdus (en un an),
- délai de paiement moyen,
- pourcentage de chiffre d'affaires réalisé par les plus gros clients,

D. L'équipe de vente :

- responsables commerciaux,
- nombre de représentants, statut et type de rémunération,
- rémunération moyenne des représentants,
- taille des secteurs,
- valeur et formation des représentants,
- outils et documents de vente,

E. La publicité et promotion :

- type d'actions, fréquence, supports,
- budget publicité des 3 derniers exercices,

Les fonctions de production et des administrations sont pareillement analysées. Enfin, les éléments financiers feront l'objet d'un examen particulier, les tableaux de financement et d'évolution de fonds de roulement au cours des derniers exercices fournissant généralement d'utiles d'informations.

Chapitre 1 : Problématique et dimension d'évaluation des entreprises

En ce qui concerne les aspects qualitatifs, un tableau peut être établi résumant les principaux facteurs dont dépendent la vie, le développement et la prospérité de l'entreprise, la cotation étant effectuée suivant un barème déterminé : mauvais, médiocre, moyen, bon, très bon.

2. *Dans son ouvrage la stratégie d'entreprise*, R.A. Thiétart (5) propose que se soient examinées les caractéristiques suivantes :

-En marketing :

- la gamme des produits,
- la conception du produit,
- la qualité du produit,
- la part du marché,
- le prix du produit,
- la loyauté de la clientèle,
- la qualité et le cout de la distribution,
- la publicité,
- la promotion,

- En production :

- la capacité de production,
- la qualité de fabrication,
- le coût de fabrication,
- le délai de production,
- la localisation des unités de production,
- les effets d'expérience et d'échelle,

- En recherche et développement :

- le développement des produits,
- les nouveaux produits,
- le potentiel de recherche,

- l'existence de brevets,

- En finance :

- le niveau d'endettement,
- le niveau du profit,
- le niveau de stock,
- le niveau des crédits clients,
- les sources de financement,
- la liquidité,

- En personnel :

- les talents,
- la capacité d'attirer et de retenir un personnel de qualité,
- la politique de promotion et de récompense,
- le système de communication,
- les salaires,
- le mode de recrutement,

- En organisation :

- la structure organisationnelle,
- les procédures administratives,
- le processus de contrôle,
- le processus de prise de décision,
- la flexibilité organisationnelle.

L'évaluation de ces différents éléments permettrait la représentation de la situation stratégique de l'entreprise à l'aide d'un tableau de type de celui de la page 93.

b) Hexagone stratégique de CCF

Mise au point par les experts du crédit commercial de France (CCF), la méthode de « l'Hexagone stratégique » est destinée aux grandes entreprises. Elle permet la visualisation

du positionnement stratégique de l'entreprise sur un hexagone dans les axes représentent six grandes familles de paramètres appréciés chacun à l'aide de plusieurs critères.

Les 6 axes positionnement stratégique sont les suivants :

- **L'axe technologique**

Il exprime la capacité de centre de stratégie sur le plan de la technologie ou du "savoir-faire" en matière de production de produits ou de services.

Parmi les critères servant au positionnement du centre sur cet axe, on trouvera : la durée de l'expérience de production, par type de technologie de production; la maîtrise de la conception des technologies de production, expérience et capacité de recherche et développement; la maîtrise de la mise en œuvre des technologies de production...

- **l'axe marché**

Il exprime l'expérience et la connaissance du marché acquises par le centre de stratégie.

Parmi les critères retenus, on trouve: durée de l'expérience et étendue de la connaissance au niveau de la demande, de la commercialisation, de la distribution, de la logistique, de l'enrichissement du produit en terme de marketing, le potentiel et la capacité d'innovation sur le plan marketing...

- **l'axe maîtrise des incertitudes**

Il représente la capacité de centre de stratégie à apprécier, à anticiper et à tirer parti des menaces et des opportunités à terme pour le secteur et l'entreprise en fonction des paramètres macro-économiques (taux d'inflation, taux d'intérêts, croissance de PNB...) sociopolitique (climat social, démographie...) législatif et réglementaire (réglementation, fiscalité) et des paramètres qui affectent les grandes tendances du secteur (matières premières, procédés de fabrication, restructuration...).

- **l'axe verrouillage**

Il exprime la capacité du centre de stratégie à maintenir ou à renforcer sa position concurrentielle à terme ou à modifier à son profit les règles du jeu concurrentiel.

Parmi les critères retenus, on trouve la capacité à protéger sa technologie ou son savoir-faire, à ou à renforcer son avance à terme en ce qui concerne les procédés de fabrication, à introduire une innovation technologique irréversible qui modifie le jeu concurrentiel à son profit...

- **l'axe position concurrentielle**

Il est défini comme la détermination des avantages compétitifs du centre de stratégie par rapport à ses concurrents.

Parmi les critères retenus, on trouve la part de marché absolue, la part de marché relative et leur évolution ; le niveau d'intégration par rapport à la moyenne du secteur ; avantages du coût d'approvisionnement ; avantages liés à la technologie ou au savoir-faire ; avantages liés au marché...

- **L'axe attrait du secteur**

Il représente le potentiel de domaine d'activité du centre de stratégie et la capacité de l'entreprise à bénéficier de ce potentiel ou à le trouver où à le renouveler à son profit.

Parmi les critères servant au positionnement, on trouve le taux de croissance de la demande du secteur (par rapport au PNB), le potentiel de croissance, l'élasticité de la demande par rapport au prix, le nombre de concurrents, le niveau de la rentabilité.

a) Au modèle de Boston consulting group

- le raisonnement en portefeuille de métier,
- la visualisation matérielle,
- la quantification,

Le principe de relation entre positionnement stratégique, et très pic croissance en comptabilité financement on modèle de maquillage l'attrait du métier les forces de l'entreprise, sur son marché au modèle a dès la maturité du secteur la position concurrentielle apprécié ton par les critères quantitatifs et qualitatifs au modèle châte international la capacité concurrentielle les perspectives du profit, la direction des actions à entreprendre au modèle de porter les groupes stratégiques les barrières de mobilité, entre ces groupes stratégiques modèle de processus d'analyse et archives.

L'approche stratégique s'intéresse également aux comportements des acteurs du processus d'évaluation en s'appuyant sur le courant de la finance comportementale. Cette dernière est une approche intégrée qui combine la finance traditionnelle, la psychologie et la sociologie. Il est donc impossible d'analyser le processus d'évaluation de l'entreprise sans prendre la dimension comportementale et cognitive des acteurs de ce processus¹.

Ce faisant, la perspective ethno comptable rappelle la forme commune des évaluations économiques et des autres formes d'évaluation – religieuses, morales, culturelles – et plaide pour le rapatriement de la science économique au sein des sciences sociales².

¹ SAGHROUN, Judith., EGLEM, Jean-Yves. À la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers.. In : *revue Comptabilité Contrôle Audit.*, 2008/1, Tome 14, p.93-118.

² BENQUET, Marlène. *Op.cit.*

Chapitre 2 :

Les méthodes d'évaluation des entreprises : notions et modes de calcul

Introduction :

L'évaluation des entreprises, grandes ou petites, est importante pour les propriétaires, afin qu'ils puissent déterminer la valeur de leurs entreprises et cela en se basant sur certaines méthodes d'évaluation. De nombreux facteurs entrent en jeu dans la détermination de la valorisation d'une entreprise. Certes, les revenus sont un facteur important, mais ils ne sont pas le seul facteur de valorisation d'une entreprise.

Pour évaluer une entreprise, il faut au préalable replacer l'opération dans son contexte afin de choisir la ou les méthodes de valorisations les plus adaptées à la situation¹.

Il n'existe pas de méthode « miracle » d'évaluation. Chaque méthode apporte une vision de l'entreprise, plus ou moins pertinente selon sa taille, son secteur d'activité, sa situation financière, sa rentabilité, ses perspectives d'évolution, et le poids de l'équipe et du cédant dans ses performances. Les experts s'accordent sur l'utilisation couplée de plusieurs méthodes de manière à obtenir non pas un prix moyen mais plutôt une vision multi facettes de l'entreprise et préparer ainsi la négociation du prix.

Les méthodes en vigueur se répartissent principalement en trois familles, comportant chacune de nombreuses variantes. L'objectif de ce chapitre est de présenter ces méthodes d'évaluation d'entreprise les plus répandues et les plus utilisées, afin de mieux appréhender par la suite, leur utilisation dans la phase d'évaluation. Le présent chapitre est organisé comme suit :

- La première section est consacrée aux méthodes patrimoniales ;
- La deuxième section présentera les méthodes comparatives ;
- La troisième section est consacrée aux méthodes perspectives.

¹ THAUVRON, Arnaud. *Op.cit.*, p.11.

2.1. La méthode patrimoniale : notion et modes de calcul

La valorisation s'exprime dans un langage compris par l'acheteur et le vendeur. Cette dernière condition légitime par elle-même le recours à plusieurs méthodes².

Parmi les méthodes d'évaluation des entreprises, figurent les méthodes dites patrimoniales. Ces méthodes sont les plus anciennement utilisées car elles se réfèrent essentiellement au bilan de l'entreprise.

Selon Tchemeni, « l'approche patrimoniale regroupe l'ensemble des méthodes qui présentent un caractère historique et non prévisionnel. Ces méthodes sont essentiellement basées sur le patrimoine de l'entreprise. C'est -à-dire le bilan et le compte de résultat et éventuellement les annexes. Il s'agit d'une approche plutôt statique, par opposition aux approches prévisionnelles ou prospectives fondées sur l'estimation des flux futurs de bénéfices. De dividendes ou de cash-flows de l'entreprise »³.

La méthode patrimoniale revient à évaluer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise et à en faire la somme algébrique, c'est une démarche simple qui consiste à étudier systématiquement chacun des actifs et des passifs inscrit au bilan d'une entreprise.

On distingue deux types d'évaluation patrimoniale :

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

2.1.1. La méthode de l'Actif Net Comptable : notion et modes de calcul

On présente dans cet élément la notion de l'actif net comptable et ses mécanismes de calcul.

2.1.1.1. Notion de l'Actif Net Comptable (ANC) :

Il correspond à la différence entre les actifs réels et les dettes réelles ou aux capitaux propres diminués des actifs sans valeurs (actifs fictifs, tels les frais d'établissement) et augmenté des passifs sans valeurs (passif fictifs).⁴

L'actif net comptable sert à donner une évaluation brute d'une entreprise à partir de son bilan comptable. C'est une évaluation purement statique, habituellement minimale, dans la mesure où elle ne prend en compte que le passé et non les anticipations de résultats à venir. Elle présuppose néanmoins la poursuite de l'activité étant donné que les actifs sont évalués à leur valeur bilancielle et non à un prix de liquidation.

² DE BREISSON, Christophe., BIANCO, François. La valeur de l'entreprise : les clés d'une bonne évaluation connaître, comprendre et dépasser. In : *Les actes du Congrès National d'ECF*, 2012, p.86-97.

³ TCHEMENI, E. *L'évaluation des entreprises*. 2^{ème} édition, Paris : Edition ECONOMICA, 1998, p.8.

⁴ HUTIN, Hervé. *Toute la finance de l'entreprise « en pratique »*. 2^{ème} édition, Paris : Edition d'Organisation, 2003, p.965.

Tchemeni, le définit comme suit « actif net peut être calculé selon deux approches : premièrement, la différence entre l'actif diminué des non valeurs et le passif exigible, deuxièmement, la valeur comptable des capitaux propres après affectation des résultats de l'exercice. Ces derniers sont égaux à : situation nette + subventions d'investissement + provisions réglementées »⁵

L'actif net comptable est une notion comptable et juridique sans signification économique, une mesure qui peut être remise en cause pour changement de normes.⁶

C'est pourquoi on a préconisé la détermination d'un Actif Net Comptable Corrigé (ANCC).

2.1.1.2. Le Calcul de l'Actif Net Comptable :

- **Calcul à partir de l'actif :**

$$\text{ANC} = \text{Actifs Réels} - \text{Dettes réelles}$$

- **Avec Actif réels** = actifs totaux (actifs corporels + actifs incorporels + actifs financiers) – actifs fictifs (frais d'établissement, frais de recherche et développement, capital souscrit non appelé, prime de remboursement des obligations, fonds du commerce et les comptes de régularisation-actif à savoir charges à répartir sur plusieurs exercices, charges constatées de l'avance, écarts de conversion actif .
- **Dettes réels** = Totaux dettes – dettes fictifs (sont composées des comptes de régularisation-passif à savoir produits constatés de l'avance et écarts de conversion-passif.

- **Calcul à partir du passif :**

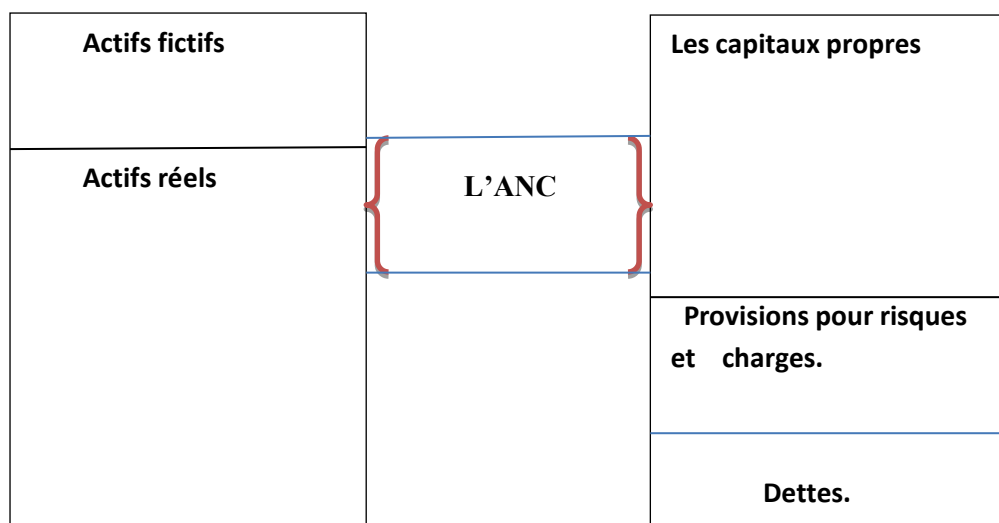
$$\text{ANC} = \text{Capitaux propres} - \text{actifs fictifs} + \text{dettes fictives}$$

Les actifs fictifs sont des actifs qui ne représentent, pour une entreprise aucune valeur réelle d'usage ou de revente, ils se composent de toutes les dépenses non remboursables font dans l'intérêt de l'entreprise pour créer ou augmenter ses possibilités de fonctionnement, sans contrepartie d'actifs réels sous forme de bien.

⁵ TCHEMENI, E. Op.cit.,p.9.

⁶ PANSARD.J.F et PREAU.P . Les 10 erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise. In : *Revue Convergence*, N°6, novembre 2012, p.5

Figure N°4 : Représentation schématique de l'ANC



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

2.1.2. La méthode de l'actif net comptable corrigée (ANCC) :

L'actif net comptable corrigé se définit comme, le montant du capital qu'il serait nécessaire d'investir actuellement pour reconstituer le patrimoine utilisé par l'entreprise.

Selon Legros : « la méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC) se fonde sur les données comptable patrimoniales de l'entreprise à évaluer : la valeur de l'entreprise est égale à la somme des éléments qui constituent le patrimoine de l'entreprise qu'il soit comptabilisées ou non, exprimés en valeur actuel au jour de l'évaluation »⁷.

Il est obtenu à partir de l'actif net comptable, corrigé des données économiques et financières venant modifier la valeur de certains postes du bilan (sous-évaluation, fiscalité....).

2.1.2.1. Calcul de l'actif net comptable corrigée :

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

$$\text{L'ANCC} = \text{ANC} + \text{plus ou moins - values sur éléments d'actifs} + \text{provisions non justifiées} + \text{fiscalité diffère active} - \text{fiscalité diffère passive}$$

⁷ LEGROS, Georges. *L'évaluation des entreprises*. Paris : Dunod, 2011, p.47.

2.1.2.2. Les principaux retraitements :

Le retraitement du bilan comptable requiert une identification aussi précise que possible des emplois et des ressources significatifs mis en œuvre par l'entreprise à la date d'arrêt du bilan. On cherche ainsi à obtenir une meilleure évaluation des emplois de fonds, soit dans une perspective de liquidation des actifs, soit dans une optique de valorisation de l'outil de production effectivement mis en œuvre par l'entreprise. En outre l'évaluation de certains éléments effectués en considération des règles comptables et notamment du principe d'enregistrement au coût historique conduit parfois à d'importantes distorsions par rapport à une évaluation économique plus significative ⁸ :

✓ **Retraitement de l'actif**

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

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

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

• **Les immobilisations corporelles :**

Les immobilisations corporelles doivent être ré estimées :

- **Valeur d'utilité** : c'est la valeur actuelle des flux futurs par l'utilisation de l'actif et donne une estimation de sa valeur de marché.

- **Valeur vénale** : c'est la valeur de vente du bien déterminée selon la loi de l'offre et la demande.

1) **Terrains :**

Pour valoriser un terrain, on identifie d'abord sa surface et on le compare aux transactions récentes, il est préférable de répertorier les défauts et les qualités de chaque terrain et d'expliquer les différences de valorisation que de calculer un prix moyen au mètre carré.

Il existe diverses méthodes de détermination de la valeur des terrains :

- a. Evaluation sur la base de la surface et du prix de mètre carré, ce dernier dépend de la localisation, de l'occupation (nu, bâti, aménagé), des commodités (eau gaz, électricité) et des servitudes ou des accès (route, rail, port, aéroport... etc.).
- b. Evaluation par l'approche comparative, soit par la méthode de rendement ou par l'ajustement d'une valeur antérieure.

⁸ COHEN. E. *Analyse financière*. 6^{ème} édition, Paris : Economica, 2006, p.227-228.

- 2) **Construction** : Les constructions sont évaluées indépendamment du terrain, selon trois approches :

L'approche par le marché est utilisée lorsqu'il existe un marché actif pour le type de bien à évaluer, elle est fréquente dans le domaine immobilier en se référant au prix au mètre carré.

L'approche par les revenus consiste à évaluer les actifs immobiliers par l'actualisation des revenus (loyers) nets de charges. Le taux d'actualisation est le taux des prêts hypothécaires pour le type d'actifs immobiliers concernés.

Quant à l'approche par les coûts, elle détermine le prix comme suit : le prix d'un actif à valoriser est le prix à payer pour l'achat ou la construction d'un actif, qui pourrait le substituer en appliquant un coefficient d'obsolescence pour tenir compte de l'usure qui se calcule de la manière suivante :

$$\text{Coefficient d'obsolescence} = \frac{\text{durée résiduelle du bien}}{\text{Durée d'utilisation totale}}$$

- 3) **Equipement et matériels** :

D'une façon générale, au-delà d'un terrain âgé, la valeur de l'équipement décroît très rapidement en raison notamment du progrès technologique.

En règle générale ces immobilisations (matériels et outillages) ne font pas l'objet d'une réévaluation car l'amortissement comptable représente leur perte de valeur et que la valeur nette comptable correspond à la valeur de marché de ces immobilisations.

Tableau N°1 : Traitement de l'immobilisation corporelle

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

Source : PALARD, J-E., IMBERT, F. *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*. Paris : Eyrolles, 2013, p.52.

- **Les immobilisations incorporelles :**

Dans la mesure où ceux-ci contribuent ou pourrait contribuer à la rentabilité de l'entreprise, la question de leur valorisation se pose logiquement.

Brevets et licences ; ont actualisée généralement les royalties net d'impôt que l'on peut espère de brevets qui font l'objet de licences. Les autres valeurs incorporels (brevets non exploitée, marques, modelé etc...) sont généralement prises en compte dans le Goodwill.

- **Les immobilisations financières :** sont constituées principalement de titres et créances financiers essentiellement sous forme de prêts à plus d'un an. Parmi les titres, on distingue d'une part les participations dont la possession durable est estimée utile à l'activité de l'entreprise notamment par le pouvoir d'influence ou de contrôle qu'elles permettent sur les entreprises associées et les filiales, et d'autre part les autres titres immobilisés que l'entreprise à l'intention de conserver durablement ou qu'elle ne peut pas revendre à bref délai.⁹

- ✓ **Les retraitements du passif :**

Capitaux propres : Les capitaux propres correspondent aux capitaux apportés par les associés aux actionnaires auxquels s'ajoutent, ils peuvent être déterminés de façon additive et soustractive. De façon additive, il correspond au cumul des principales rubriques comptables suivantes : le capital social, les primes d'émission, de fusion et d'apport, les écarts de réévaluation, les réserves, le résultat de l'exercice.

De façon soustractive, les capitaux propres peuvent être définis comme le total des actifs diminués des provisions pour risques et charges et des dettes de l'entreprise.

Titres de participation : Les titres participatifs, dans le cas de l'évaluation sont considéré comme endettement avec mis en œuvre de leur condition.¹⁰

Les provisions pour risques et charge : Les provisions pour risques et charge ont pour objet de couvrir un risque ou une charge qui va générer une sortie de ressources vis-à-vis d'un tiers, sans contrepartie au moins équivalente.

Les dettes : Les dettes traduisent les obligations actuelles dont l'entreprises doit s'acquitter de façon certain, pour un montant et à une échéance connus et fixés de façon précise.

Elles représentent le véritable passif de l'entreprise et constituent le financement externe de l'entreprise.

⁹ Christian HOARAU : "analyse et évaluation financière des entreprises et des groups », édition vinbert, paris 2008, p56.

¹⁰ COHEN. (E) : « analyse financière », édition ECONOMICA, quatrième édition, France, 1997, p112.

Comment déterminer la valeur de l'entreprise par les deux méthodes ?

Prenons l'exemple d'un investisseur qui souhaite reprendre une société. Il opte pour les méthodes ANC et ANCC pour déterminer sa valeur. Il dispose pour cela des éléments suivants.

Tableau 02 : bilan comptable de société .

ACTIF	Montant net	PASSIF	Montant net
Immobilisations incorporelles (1)	100000	Capitaux propres	456000
Immobilisations corporelles	400000		
Immobilisations financières	25000	Provisions pour risques et charges (2)	25000
Stocks	30000	Dettes financières	32000
Clients	35000	Dettes d'exploitation	100000
Disponibilités	25000	Dettes hors exploitation	2000
Total actif	615000	Total passif	615000

(1) Actif fictif : 10 000

(2) Provision non justifiée : 10 000

- Créances d'impôt éventuelles : 2 000
- Dettes d'impôt éventuelles : 1 000

Après réestimation de la valeur des postes de l'actif sur le marché, il s'avère que :

- la valeur du marché des immobilisations corporelles a augmenté de 30% par rapport à leur valeur comptable ;
- la valeur du marché des stocks (matières premières) a chuté de 15% par rapport à leur valeur comptable.

Tableau 03 : La valeur de l'entreprise selon les deux méthodes.

ACTIF	Valeur comptable		Valeur du marché	- /+ value	PASSIF
Immobilisations incorporelles (1)	100000	100000	0		Capitaux propres
Immobilisations corporelles	400000		520000	120000	Provision pour risques et charges
Immobilisations financières	25000		25000	0	Dettes financières
Stocks	30000		25500	-4500	Dettes d'exploitation
Clients	35000		35000	0	Dettes hors exploitation
Disponibilités	25000		25000	0	
Total actif	615000		730500	115500	Total pas

Valeur de l'entreprise par ANC

446000

Valeur de l'entreprise par ANCC

572500

Méthode ANC = (615 000 - 10 000) - (25 000 + 32 000 + 100 000 + 2 000) = 446 000

Méthode ANCC = 446 000 + 115 500 + 10 000 + 2 000 - 1 000 = 572 500

Nous constatons après calcul, que la valeur économique de l'entreprise déterminée par l'ANCC est plus importante que sa valeur comptable. Il est possible ensuite de déterminer la valeur intrinsèque par actions en divisant l'ANCC par le nombre d'actions de l'entreprise.

La principale critique des méthodes dites patrimoniales, c'est qu'elles reposent sur le passé de l'entreprise. Elles ne prévoient pas la valeur future de celle-ci. Elles sont souvent utilisées pour déterminer la valeur d'usage lors des opérations de rachat ou de fusion/acquisition, etc.

2.1.2. La méthode du *goodwill*

L'entreprise peut avoir une valeur supérieure à celle de l'ensemble de ses éléments actifs et passif corrigée (ANCC). Le fait que l'entreprise vaille plus que la somme des éléments qui la composent est la résultante de différents facteurs :

- le savoir-faire ;
- l'expérience ;
- la clientèle de l'entreprise ;
- l'image de marque ;
- L'avancée technologique ;
- Le droit au bail ;
- L'implantation commerciale.

Chacun de ces facteurs est difficile à évaluer en lui-même. Par contre, chacun donne une valeur supplémentaire à l'entreprise. Si on peut évaluer directement cette survalueur on constate par contre le bénéfice qu'elle génère, calculé comme la différence entre le résultat réel et le résultat normal du capital engagé.

Ce surprofit appelé aussi « rente du goodwill » va permettre de calculer le goodwill par capitalisation ou actualisation. Soit :

- C = capital engagé ;
- R = résultat de l'entreprise ;
- i = rémunération normale du capital.
- **La rente** ou **surprofit** générée par le goodwill sera égale à **R - (i × C)**
- Le **goodwill** ou **survalueur** pourra être égale à **rente/i**
- Le capital engagé pourra correspondre à la valeur substantielle brute, aux capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, à l'ANCC d'exploitation.

a. Le calcul du *goodwill* :

Lorsque la valeur d'une entreprise au regard de ses flux de profits est supérieure à la valeur de son patrimoine, la différence constitue une survaleur communément appelée *goodwill*.

Nous pouvons donc écrire : $P = ANCC + GW$

Avec :

- P = prix de l'entreprise au regard des flux de profits ;
- ANCC = actif net comptable corrigé et **GW = goodwill**

Le *goodwill* est toujours fonction d'une prévision tant des bénéfices que des actifs de l'entreprise.

Cette méthode d'évaluation est par nature mixte, elle emprunte aux méthodes patrimoniales et aux méthodes sur les flux de profits et s'appuie sur des anticipations.

Pour chiffrer le goodwill, il convient de définir une rente et de l'actualiser.

Pour une année donnée N et en posant :

- **B_n** = le bénéfice anticipé de l'année N ;
- **A_n** = l'actif nécessaire à l'obtention du bénéfice ;
- **r** = le taux de rentabilité exigé ;
- **R_n** = la rente de goodwill.

Nous obtenons : $R_n = B_n - (r \times A_n)$

Le goodwill devient la valeur actualisée des rentes annuelles de goodwill prévues.

L'actualisation peut porter sur des rentes prévisionnelles d'un nombre d'année limité ou sur une suite infinie de rentes constantes.

Nous obtenons donc :

$$GW = \frac{R}{(1+i)} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^{ni}} \quad \text{ou} \quad GW = \frac{R}{i} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^{ni}} \right]$$

La méthode du goodwill présente de nombreuses variantes selon l'interprétation faite des paramètres du calcul : actif économique, taux de rentabilité exigés, bénéfice anticipé, actualisation¹¹.

2.1.2.1. Les méthodes usuelles :

a. Méthode des praticiens (ou méthode indirecte ou allemande) :

L'association de la valeur de rendement et de la valeur patrimoniale est transcrite dans cette formule, de façon extrêmement simple : on retient la moyenne arithmétique des deux termes.

La présentation de base de cette méthode consiste en effet à écrire :

Valeur de l'entreprise = Actif net réel + Valeur de rendement

¹¹LEGROS, Georges. *Op.cit.*, p.128-129.

La valeur de rendement est elle-même égale au dernier bénéfice connu divisé par le taux d'intérêt sans risque (mais les calculs négligeaient l'inflation qu'il faut réintroduire).

La formule permet de déterminer, de façon indirecte, la valeur du *Goodwill* (d'où le terme de méthode indirecte).

Dans cette formule, le *goodwill* est, en pratique, égal à la demi-différence entre la valeur de rendement et l'actif net réel :

$$\text{Goodwill} = 1/2 (\text{Valeur de rendement} - \text{Actif net réel})$$

La formule peut encore s'écrire :

$$\text{Goodwill} = \text{Valeur de l'entreprise} - \text{Actif net}$$

Bénéfice et *goodwill* étaient ainsi capitalisés. Toutefois cette capitalisation était effectuée à partir d'une certaine valeur, celle atteinte lors du dernier exercice. Il n'était tenu compte, au moins à ce stade, ni d'une croissance, ni de risques possibles.¹²

b. La méthode des anglo-saxons :

Le goodwill est égal à la capitalisation de la différence entre le bénéfice économique et la rémunération au taux sans risque de la valeur substantielle brute ou de l'actif net comptable corrigé. La capitalisation s'effectue au coût du capital.

Nous obtenons :

$$\text{GW} = \frac{\text{B} - r \cdot \text{VSB}}{\text{I}} \text{ ou } \text{GW} = \frac{\text{B} - r \cdot \text{ANCC}}{\text{i}}$$

Avec une valeur d'entreprise correspondant à :

$$\text{V} = \frac{\text{ANCC} + \text{B} - r \cdot \text{VBS}}{\text{I}} \text{ ou}$$

$$\text{V} = \frac{\text{ANCC} + \text{B} - r \cdot \text{ANCC}}{\text{I}}$$

2.1.3. Intérêt et limites de ces méthodes :

Une méthode du goodwill utilisée en complément à l'évaluation patrimoniale classique introduit une vision dynamique prévisionnelle qui faisait défaut à cette dernière. Elle permet également de donner une vision plus globale du patrimoine de l'entreprise et de faciliter les corrections d'erreurs d'appréciation de l'actif net.

En effet, à un actif net surévalué correspond un goodwill moindre, voire un badwill. A l'inverse, un actif net sous-évalué provoque un gonflement de la rente du goodwill.

¹²BAPTISTE. J., TOURNIER J-C. *Evaluation d'entreprise : Que vaut une entreprise ?* Paris : Edition d'Organisation, 2002, p.182.

De plus, la famille des méthodes prenant appui sur la notion du goodwill présente par rapport aux autres, le double avantage de :

- Pouvoir comparer les entreprises dont les cycles production-vente et par conséquent les structures bilancielle sont très différentes.
- Valoriser d'avantage, toutes choses égales par ailleurs les entreprises dont les consommations de capitaux sont les plus faibles pour une rentabilité donnée.
- On peut noter aussi que sur le plan opérationnel le calcul du goodwill peut mettre en évidence l'opportunité de certaines décisions de gestion, notamment en matière d'acquisition ou cession d'actif.

Cependant, l'application de ce schéma reste délicate car elle se heurte à certains problèmes conceptuels et oblige à choisir entre plusieurs hypothèses relatives notamment à la pérennité de la rente du goodwill.¹³

2.2. Les méthodes comparables (multiples) : notion et modes de calcul

Les banques d'affaires, les directions financières, l'administration fiscale, les analystes financiers ainsi que de nombreux professionnels concernés par l'évaluation d'entreprise sont régulièrement sollicités pour estimer la valeur des entreprises, cotées ou non, dans différents contextes : boursier, transactionnel, comptable, juridique, fiscal...

En raison de sa simplicité d'usage, la méthode des multiples, notamment lorsqu'elle se fonde sur la valeur boursière de sociétés « comparables », est l'une des méthodes d'évaluation des entreprises les plus appliquées par les professionnels¹⁴.

2.2.1. Définition des méthodes comparables (multiples)

La méthode par les multiples est fondée sur trois grands principes¹⁵:

- l'entreprise est évaluée globalement ;
- l'entreprise est évaluée par un multiple de sa capacité bénéficiaire ;
- les marchés sont à l'équilibre et des comparaisons sont donc justifiées.

C'est une méthode de valorisation empirique consiste à évaluer une entreprise en se référant au prix de cession constaté sur des firmes semblables. On parle alors de « Méthode Analogique ». La « Méthode Boursière » constitue un cas particulier des formules analogiques.

Le prix de cession comparatif utilisé est donc celui d'une ou plusieurs transactions.

¹³ BIREM, Hind. *Évaluation d'entreprises dans le cadre de la privatisation*, Mémoire de fin d'étude en vue de L'obtention du Diplôme Supérieur des Etudes Bancaires, 12^{em} promotion, ESB, Alger, 2010, p.37.

¹⁴ASTOLFI, Pierre., et al. Méthode des multiples : Contribution à l'évaluation des entreprises. In : *Revue française de gestion*, 2014/5 N° 242, p. 83-101.

¹⁵ VERNIMMEN, Pierre. *Finance d'entreprise*. 17^{ème} édition. Paris : Dalloz, 2019, p. 688.

Cette méthode analogique est applicable dans la mesure où il est possible d'avoir connaissance du prix de cette (ou ces) cession(s), ce qui est loin d'être toujours le cas. En effet, le prix de vente d'une entreprise est très souvent confidentiel. En revanche, les cours de Bourse constituent une référence publique. Il s'agit par ailleurs de prix de cession effective et l'on peut dire que, par ce biais, les marchés financiers évaluent et ré estiment tous les jours la capitalisation, c'est-à-dire la valeur des entreprises inscrites à la cote.

On pourra donc utiliser les cotations relatives à des sociétés similaires à celle que l'on étudie, dans le cadre des « méthodes boursières ».

La méthode des comparables boursiers est une méthode d'évaluation qui considère que la valeur d'une entreprise qui peut être estimée en le comparant avec des sociétés cotées aux caractéristiques comparables, dont on dispose d'une évaluation « objective » par le marché : le cours de bourse.

La méthode des comparables boursiers repose en effet sur le postulat que le marché financier évalue de la même manière les entreprises qui opèrent le même secteur d'activité et qui présentent les mêmes perspectives de croissance.¹⁶

2.2.2. Choisir un échantillon de sociétés de nature proche :

Pour effectuer cette comparaison, il convient d'abord, comme on l'a dit, de choisir des transactions relatives à des sociétés de nature voisine. Ce choix est plus ou moins aisé, selon la nature de l'entreprise à valoriser.

a. exerçant dans le même secteur professionnel ;

À ce propos, il ne suffit pas de relever les firmes exerçant dans le même grand secteur économique. Il faut retenir seulement celles qui sont placées exactement sur le créneau dans lequel se situe la société à évaluer.

Il peut donc, parfois, ne pas y avoir de comparaison possible.

➤ ayant une taille comparable ;

Une des grandes difficultés relatives à la valorisation des PME est qu'elles n'ont pas, la plupart du temps, d'homologues cotées en Bourse (elles n'en ont même jamais dans le cas des très petites entreprises) ;

➤ de préférence de même nationalité, encore que la mondialisation tend à rapprocher les chiffres des critères d'évaluation.

2.2.3. Choisir des indicateurs significatifs :

¹⁶DELLA, P. Faille. *Fusion, acquisition et évaluations d'entreprises : une approche juridique*. Paris : EdLarcier & Amazon, 2001, p.107.

Chapitre 2 : Les méthodes d'évaluation des entreprises : notions et modes de calcul

Les analystes financiers et autres experts, qui sont à l'origine de beaucoup d'évaluations des sociétés cotées, utilisent un grand nombre de concepts au service de ces évaluations.

Il s'agit, en général, de notions déjà rencontrées, mais présentées parfois avec des nuances particulières, en l'occurrence :

- Chiffre d'affaires (employé en tant que critère auxiliaire)
- Résultat d'exploitation.
- EBIT *Earning Before Interest and Tax* ou bénéfice net avant intérêts financiers et impôt sur les sociétés.
- EBITDA *Earning Before Interest and Tax, Depreciation and Amortization* ou bénéfice net avant intérêts financiers et impôt sur les sociétés et amortissements et provisions.
- Bénéfice net pour un calcul du *Price Earning Ratio*.

→ Instantané (dernier exercice connu, ou estimation sur année en cours).

→ Sur années à venir.

- Bénéfice courant normatif ou *Discounted Free cash-flow*.¹⁷

A. Le multiple de chiffres d'affaires :

A l'instar des multiples précédents, ce critère est défini comme le rapport entre la valeur des capitaux engagés et le chiffre d'affaire de l'entreprise à évaluer. Il peut être calculé comme suit :

$$\text{mCA} = \text{valeur des capitaux engagés} / \text{Chiffre d'affaires}$$

L'avantage de ce multiple est que le chiffre d'affaire est un agrégat fiable car il ne subit pas de nombreux retraitements comptables et fiscaux donc c'est beaucoup plus facile de comparer des entreprises qui sont sur les marchés différents en utilisant leur chiffre d'affaires que de comparer leurs bénéfices.

Cependant, le multiple de chiffres d'affaires ne prend pas en considération la rentabilité des entreprises

B. La méthode de l'EBIT (*Excedent Before Interest and Taxes*) :

a- Définition de l'EBIT :

L'excédent avant intérêts et taxes est un indicateur de résultat souvent utilisé par les évaluateurs. L'EBIT est un solde proche du résultat net avant frais financiers, éléments exceptionnels et impôt sur les sociétés.

¹⁷ BAPTISTE, J., TOURNIER J-C. *Op.cit.*, p. 196.

b- Démarche de la méthode de l'EBIT :

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise s'obtient en faisant une multiplication à l'EBIT. Ensuite, on déduira le montant de l'endettement net de l'entreprise (dettes – trésorerie) du montant obtenu. Le coefficient multiplicateur est fonction du secteur et de la taille de l'entreprise.

Ainsi, la formule de valorisation d'une entreprise sera la suivante :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{EBIT} \times \text{Multiple} - \text{Dettes} + \text{Trésorerie non nécessaire à l'exploitation (stable ou non distribuable)}.$$

- **L'EBITDA (*Earning Before Interest, Tax, Depreciation*):**

Est égal à l'excédent brut d'exploitation diminué également des dotations pour participation.

$$\text{EBITDA} = \text{EBE} - \text{dotations pour participation}.$$

Saisi avant incidence de la structure de financement (avant frais financiers), ces critères sont en relation non pas avec la valeur des fonds propres mais avec la valeur des capitaux engagés (capitaux propres et dettes financières nettes).

$$\text{V CE} = m \text{ EBIT} \times \text{EBIT}$$

$$\text{V CE} = m \text{ EBITDA} \times \text{EBITDA}$$

Avec :

V CE : Valeur des capitaux engagés

m EBIT : multiple de l'EBIT

m EBITDA : multiple de l'EBITDA

Pour obtenir la valeur des capitaux propres (VCP), il suffit de retirer au montant de la valeur d'entreprise le montant de la dette financière nette.

$$\text{V CP} = \text{VCE} - \text{dettes financières nettes}.$$

Dans le cadre des méthodes analogiques, de tous ces termes, les plus fréquemment utilisés sont le bénéfice net et les bénéfices courants futurs actualisés. Ils sont mis en oeuvre à l'aide du multiplicateur classique des résultats ou *Price Earning Ratio (PER)*.

- **Le Price Earning Ratio:**

Les multiples de capitaux propres Ce sont des multiples fondés sur des soldes après les frais financières. Il s'agit principalement du multiple de résultat net (PER).

Le *Price Earning Ratio* ou coefficient de capitalisation des bénéfices, est le concept boursier le plus répandu, il fournit une perception marchande des seuls capitaux propres, d'après les résultats attendus. Autrement dit, le PER entend établir une passerelle entre la

valeur comptable (c'est-à-dire le résultat net retraité RNR) et la valeur marchande de l'avoir des actionnaires.

Calcul du PER :

La détermination du PER d'un titre coté repose sur trois paramètres essentiels : Le cours en bourse, le bénéfice net et le nombre d'action. Le cours d'un titre est une donnée fournie par la bourse à chaque instant. Donc, il ne pose aucun problème particulier. Cependant, en ce qui concerne le nombre d'action, il faut prêter une attention particulière aux effets de dilution du capital notamment dans les cas suivants :

- Augmentation de capital prévue prochainement,**
- Existence de stock-options,**
- Actions à dividende prioritaire (ADP),**
- Obligations convertibles en action (OC),**
- Obligations à bons de souscriptions d'actions (OBSA),**
- Certificats d'investissement.**

De son côté, le bénéfice net comptable doit être corrigé des éléments exceptionnels pour retenir le bénéfice net courant qui est plus représentatif de la rentabilité récurrente de l'entreprise. Pour un cours de bourse donné, on peut calculer plusieurs PER, selon qu'on privilégie les bénéfices passés, présents ou futurs. En année (n), on peut calculer PER_{n-1}, PER_n et PER_{n+1}.

Le PER n-1 est déterminé en retenant le bénéfice de l'année (n-1) comme suit :

$$\text{PER } n-1 = \text{Cours actuel} / \text{Bénéfice net année } (n-1)$$

Pour le calcul de PER_n, on considère par contre l'estimation du bénéfice net de l'année en cours :

$$\text{PER } n = \text{Cours actuel} / \text{Bénéfice net année } (n)$$

Concernant le PER_{n+1}, il est nécessaire de disposer de données prévisionnelles pour pouvoir le calculer selon la formule suivante :

$$\text{PER } n+1 = \text{Cours actuel} / \text{Bénéfice net année } (n+1)$$

Selon la disponibilité des données prévisionnelles, l'analyste peut également calculer un PER à un horizon de 2 ans PER_{n+2}.

❖ Relation entre PER et croissance des bénéfices nets :

A partir de la définition du PER, on peut déduire qu'il existe une relation entre le PER et le taux de croissance des bénéfices. En posant g_n taux de croissance du bénéfice net de l'année $n/n-1$, on peut écrire:

$$\text{PER } n = \text{Cours actuel} / \text{Bénéfice net année } (n-1) \times (1 + g_n)$$

Cette simple relation a débouché sur une notion empirique de PEG (*Price Earning Growth*) qui synthétise les deux notions de PER et de croissance des bénéfices :

$$\text{PEG}_n = \text{PER } n-1 / \text{Taux de croissance moyen des bénéfices nets sur 3ans}$$

Cette approche a été affinée en introduisant un coefficient de risque de prévision appliqué au taux de croissance, on obtiendra alors :

$$\text{PEG}_n = \text{PER } n-1 / \text{Taux de croissance moyen des bénéfices nets sur 3 ans} \times \text{coef. .}$$

Coef: Coefficient de risque de prévision.

- **Bénéfices futurs actualisés et Discounted free cash flow – Valeur boursière théorique**

Sur le plan boursier, un calcul qui tient compte de flux futurs est difficile à réaliser pour l'évaluateur extérieur.

Toutefois, les sociétés tendent à fournir des prévisions et les organismes d'études économiques offrent des données de même type à l'échelle d'un secteur. Les prévisions relatives au *free cash-flow* sont cependant plus difficiles à dresser que celles concernant le bénéfice courant pour ces mêmes observateurs externes. La variation future de besoin en fonds de roulement, notamment, ne s'apprécie aisément qu'à l'intérieur de l'entreprise. Méthode des bénéfices futurs actualisés, associés à la valeur patrimoniale de sortie, pour procéder à l'établissement du cours des actions.

Ou, tout au moins, cette méthode permet d'établir une valeur boursière théorique, que l'on peut comparer avec la valeur boursière réelle, pour voir si celle-ci est en retrait ou supérieure à la valeur théorique. Dans le cas où la valeur théorique est inférieure à la capitalisation réelle, le titre serait plutôt à un cours de vente et, dans le cas inverse, il se situerait à un cours d'achat.

On examinera ce calcul de valeur théorique qui peut être fort instructif en matière boursière.

Paramètres du calcul de la valeur boursière théorique :

La valeur des bénéfices actualisés tient compte :

- a. d'un taux d'actualisation,
- b. d'une prime de risque,

c. d'un taux de croissance annuelle.¹⁸

2.2.4. Limite de la méthode des comparables

La méthode des comparables, relativement aisée du moment où l'évaluateur dépasse le problème de véracité des données comptables de l'entreprise, est le critère de similarité le plus pertinent et cohérent, d'où son utilisation fréquente dans le milieu boursier.

Néanmoins, cette méthode se heurte souvent à des difficultés contraignant sa mise en œuvre lorsque le marché boursier est peu ou pas actif, vu qu'il devient malaisé, voire impossible, de trouver des entreprises semblables servant de référence à la société à évaluer, cet obstacle se trouve aggravé du fait que les transactions privées (hors bourse) ne se font pas au su de tout le monde et le prix de cession en est rarement dévoilé à la demande des investisseurs. Cette approche relativement simple conduit à supposer que toutes les entreprises d'un même secteur d'activité ont les mêmes caractéristiques en termes de risques et de perspectives de flux de trésorerie futurs, ce qui est loin de correspondre à la réalité¹⁹.

Comment évaluer une entreprise par l'approche comparative :

Tableau 04 : données relatives à des sociétés comparables à RIVALI

Sociétés	Capitalisation boursière	Résultat Net	PER (capboursière/ Résultat net)
CLAIRE	9460	928	10.2
GOLD	16930	1094	15.5
HOLDY	321600	36122	8.9
MERS	30900	3639	8.5
TURNER	18300	496	36.9

Etant donné que le résultat net de la société RIVALI est estimée à 1959 et que les moyennes et médiane des PER obtenue sont les suivantes :

Moyenne =16

Moyenne tempérée = 11.5 Médiane10.2

La valorisation de l'entreprise RIVALI est comme suite :

¹⁸BAPTISTE. J., TOURNIER J-C. *Op.cit.*, p. 196..

¹⁹ASTOLFI, Pierre., et al. *Op.cit.*

Valeur selon moyenne = $16 \times 1959 = 152366$

Valeur selon moyenne tempérée = $11.5 \times 1959 = 110159$

Valeur selon médiane = $10.2 \times 1959 = 97502$

2.3. Les méthodes prospectives : notion et modes de calcul

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par les flux de rentabilité qu'elle génère, autrement dit les méthodes prospectives visent à valoriser les actifs étudiés à la valeur actuelle des flux futurs de rentabilité qu'ils procurent.²⁰

Ces méthodes se fondent sur le fait que les investisseurs s'intéressent au marché boursier et désirent y réaliser des placements plus ou moins longs. En outre, la théorie financière considère que les investisseurs rationnels cherchent à maximiser l'utilité que représente pour eux la détention d'actions. Ainsi, de par leur aversion au risque, ils établissent le cours de leurs actions de façon à ce que les recettes futures qu'ils espèrent obtenir procurent un taux de rendement satisfaisant compte tenu du risque encouru. La valeur des actions est donc la valeur actuelle des recettes futures espérées.

Il est plus important pour l'investisseur de connaître les résultats futurs que peut créer une entreprise que de se limiter uniquement aux concepts comptable évoqués par la méthode patrimoniale.

En peut en déduire deux méthodes basées sur la nature des flux :

- Méthode basée sur les flux financiers.
- Méthode basée sur les flux économiques.

2.3.1. L'évaluation par les flux financier :

L'investisseur extérieur à l'entreprise (cas du petit actionnaire qui achète des actions en Bourse) est moins porté sur la méthode du free cash-flow qui prend en compte la totalité des flux de l'entreprise, tandis que le seul flux monétaire qui parvient concrètement jusqu'à cet actionnaire est celui du dividende.

2.3.1.1. Le modèle général et la formule de Fisher (modèle de croissance nulle) :

Le modèle général d'évaluation des actions s'écrit :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

²⁰ DE LA CHAPELLE.P. *L'évaluation des entreprises*. 2^{ème} édition, Paris : édition Economica, 2004, p.57.

Où : V_0 : valeur de l'action au temps présent

K : taux d'actualisation ou taux de rendement exigé par l'investisseur

D_t : dividende par action futur payé en fin d'année t

A priori, les recettes futures qui interviennent dans ce modèle sont limitées aux seuls dividendes. En réalité, même si cela n'apparaît pas directement, le modèle général tient compte à la fois des prévisions de dividendes futurs et du prix auquel l'actionnaire pourrait revendre son action au terme de l'horizon qu'il se serait fixé. Supposant en effet que l'investisseur souhaite conserver son titre pendant n années. Dans ce cas, le prix qu'il est prêt à payer pour l'acquisition de l'action est fonction, et des dividendes escomptés, et du prix prévu de l'action à la fin de la période de détention.

Cela donne :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

Où V_n est le prix de revente de l'action.

Cette équation est plus connue comme étant la formule de Fisher. Toutefois, il n'y a aucune contradiction avec le modèle général car le prix de revente P_n est également fonction des flux de dividendes payés à partir de l'année $n+1$ et ainsi de suite.

Pour simplifier, on peut considérer :

$$\frac{V_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Puis en remplaçant dans la formule de Fisher, on tombe sur la toute première formule.

Cela dit, il est possible d'évaluer P_n de la formule de Fisher de différentes manières autres que celle-ci à des fins de simplification :

Où :

ANCC_n : l'actif net corrigé en année n

ANCC₀ : l'actif net corrigé en année 0

B_j : les bénéfices réalisés en année j

D_j : les dividendes distribués en année j

Et $V_n = \text{ANCC}_n / \text{nombre d'actions}$.

- **Par la méthode du Goodwill** : auquel cas il faudrait déterminer la rente de surprofit sur une courte durée n'excédant pas les trois ans, soit de n+1 à n+3.
- **Par le PER** en le supposant stable ce qui permettrait d'estimer VEn (valeur de l'entreprise en n) de la sorte : $VEn = PER0 * Bn$

Où Bn est le bénéfice futur anticipé de la société en année n.

Et $Vn = VEn / \text{nombre d'actions}$.

En reconsidérant la formule de Fisher, on remarque que cette dernière est fonction de paramètres autres que la valeur de revente (ou valeur résiduelle) qu'il y a lieu de passer en revue :

- ✓ **Le flux de dividendes** : qui dépend des prévisions annoncées de l'entreprise en termes de bénéfices et de taux de distribution.

Ces informations étant généralement très difficiles à obtenir, l'investisseur procède à ses propres prévisions se basant sur les bénéfices et la politique de distribution passés.

- ✓ **La durée** : qui dépend des choix personnels de l'investisseur en matière de patrimoine.

Cependant, puisque cette méthode d'évaluation s'adresse aux investisseurs désireux de placer leurs capitaux à long terme, une durée minimum de cinq ans s'avère essentielle et des périodes de dix à quinze ans sont plus adaptées.

- ✓ **Le taux d'actualisation** : qui est le taux de rendement requis par l'actionnaire ; il inclut donc un taux sans risque majoré d'une prime de risque qui prend en compte le risque du marché des actions, le risque de l'entreprise et son risque sectoriel et, éventuellement, un facteur subjectif relatif à l'investisseur lui-même.

2.3.1.2. Limites de la méthode

- Elle nécessite la connaissance d'une longue chaîne de flux de dividendes ce qui est peu réalisable.
- Elle reporte le problème de la valorisation dans l'avenir au travers de la valeur résiduelle. Certes, l'actualisation a un effet réducteur de l'erreur mais cela sur de longues périodes ce qui nous ramène au problème précédent.
- Elle suppose un taux d'actualisation constant. Cela peut être toléré sur de courtes périodes mais pas sur la longue durée que nécessite ce modèle.
- Enfin, cette méthode est très sensible à la politique de distribution future de l'entreprise.

Malgré cela, le modèle de Fisher reste la base de la théorie du choix de l'investisseur et a servi de support à bon nombre de méthodes de modélisation (celle de Gordon Shapiro par exemple)

2.3.2. Modèle de Gordon-Shapiro (Le modèle de croissance perpétuelle) :

Un modèle d'actualisation des actions particulièrement connu est celui de Gordon et Shapiro, il porte le nom de ses auteurs et a été mis au point en 1956.

Ce modèle, dit aussi de "croissance perpétuelle", ne tient pas compte des plus-values. En effet, il considère que lorsque le flux de dividendes est perpétuel (c'est à dire qu'il tend vers l'infini), la plus-value n'a pas d'incidence sur l'évaluation de l'action.

Gordon et Shapiro reprennent le modèle de Fisher en introduisant un certain nombre d'hypothèses qui permettent de valoriser une action et donc une société :

- la croissance du dividende s'effectue à un taux constant à l'infini ;
- le taux de distribution des bénéfices est identique pour toutes les années ;
- le taux d'actualisation est supérieur aux taux de croissance de dividende ;

Suivant les hypothèses la formule de ce modèle se présente comme suit :

Formule de Gordon et Shapiro : $P_0 = D / (Kc - g)$

P_0 = valeur théorique de l'action

D = dividende anticipé de la première période

Kc = Taux de rendement attendu pour l'actionnaire

g = Taux de croissance des dividendes

2.3.2.1. Principes de Modèle de Gordon-Shapiro :

Cette formule calcule la valeur d'une action par la somme actualisée de ses futurs dividendes.

"Kc" doit être supérieur à "g" pour que le modèle fonctionne. Autrement dit, le taux de rendement attendu par les actionnaires doit être supérieur aux taux de croissance des dividendes. Le dividende croît de façon constante au taux (g) à l'infini. L'investisseur souhaite un taux de rendement (t) supérieur à (g). Les dividendes (D) par action représentent les paiements annuels qu'une société verse à ses actionnaires ordinaires, tandis que le taux de croissance (g) des dividendes par action correspond à la hausse du taux de dividende par action d'une année à l'autre. Le taux de rendement requis (r) est un taux de rendement minimal que les investisseurs sont disposés à accepter lors de l'achat d'actions d'une société.

Le modèle de croissance Gordon et Shapiro tente de calculer la juste valeur d'une action quelles que soient les conditions du marché et tient compte des facteurs de distribution du dividende et des rendements attendus du marché. Si la valeur obtenue à partir du modèle est supérieure au cours actuel des actions. L'action est considérée comme sous-évaluée et qualifiée pour un achat, et inversement.

2.3.2.2. Limites du modèle :

- Le modèle de Gordon-Shapiro applique l'analyse des titres financiers à revenus certains dans un univers incertain.
- Gordon-Shapiro n'est absolument pas capable de prendre en compte les variations des bénéfices donc des dividendes (volatilité). Que peut-on dire également d'une entreprise qui ne distribue aucun dividende ?
- Le prix de l'action serait ici nul, or il est évident que ceci n'est pas vérifié empiriquement.
- Lorsque le taux de rendement s'égalise au taux de croissance, le prix de l'action tend vers l'infini, est-ce viable ?
- De même si $k < g$, p sera négatif, c'est le cas des startups, et ceci est impossible (arbitrage).
- La croissance infinie du dividende est difficile à accepter et ne correspond pas à l'environnement économique cyclique que nous vivons.

Shapiro réside dans son hypothèse d'une croissance constante des dividendes par action. Il est très rare que les entreprises affichent une croissance constante de leurs dividendes en raison de cycles conjoncturels et de difficultés ou de succès financiers imprévus. la relation entre le facteur d'actualisation et le taux de croissance utilisé dans le modèle. Si le taux de rendement requis est inférieur au taux de croissance des dividendes par action, le résultat est une valeur négative, ce qui rend le modèle sans valeur. De plus, si le taux de rendement requis est le même que le taux de croissance, la valeur par action se rapproche de l'infini.

Dans le modèle de Gordon et Shapiro, on part du postulat que les dividendes vont croître indéfiniment à un taux de croissance constant. Ceci introduit par conséquent des limites au modèle. En effet, il est très rare que ce taux puisse être constant, tout du moins à l'infini.

L'évaluation par les flux économique :

Toutes les méthodes abordées précédemment (à part celles du Goodwill) ont un point en commun : elles ne s'intéressent pas à l'activité propre de l'entreprise ni à la valeur industrielle ou commerciale de cette activité.

Les méthodes des flux économiques viennent donc pallier cette insuffisance tout en s'imprégnant des principaux enseignements des méthodes précédentes :

- en intégrant l'opinion du marché
- en examinant les besoins de capitaux de l'activité (investissement, BFR)
- en retenant le principe selon lequel un bien, action ou activité, se valorise par les flux futurs qu'il générera pour ses détenteurs, c'est à dire ceux qui le financent.

a. La méthode d'évaluation des cash-flows actualisés :

Le *Discounted Cash-Flow* (DCF) est une méthode d'analyse utilisée pour évaluer la valeur d'une entreprise. On la traduit généralement en français par « **flux de trésorerie actualisés** ».

Elle permet d'estimer les revenus qu'une entreprise réalisera par l'intermédiaire du calcul des **flux de trésorerie disponibles** (FCF - Free Cash Flow) ainsi que de la valeur nette actuelle de ces FCF. En d'autres termes, le *discounted cash-flow* indique aux investisseurs combien une entreprise est valorisée à un instant T sur la base de toutes les liquidités que cette entreprise pourrait mettre à la disposition des investisseurs à l'avenir.

Cette méthode sert à calculer la valorisation d'une entreprise, notamment les sociétés innovantes bien souvent déficitaires les premières années. Elle peut également s'appliquer dans d'autres domaines, tels que **l'évaluation immobilière** ou pour **l'achat d'actions**.

Pourquoi calculer le *discounted cash flow* ?

L'une des principales raisons de calculer le *discounted cash flow* d'une entreprise est de pouvoir définir la valeur d'une entreprise. La plupart des investisseurs et analystes financiers ont recours à la méthode des flux de trésorerie actualisés au moment d'une levée de fonds ou dans le but de négocier le rapprochement entre deux sociétés (fusion-acquisition).

Au sein d'une entreprise, la méthode DCF sert aussi d'indicateur pour prendre des décisions quant à la pertinence et l'intérêt d'un investissement particulier (lancement d'un nouveau produit, achat d'une nouvelle unité de production, etc.). Elle permet également de comparer le potentiel de retour sur investissement entre deux ou plusieurs opportunités.

La méthode DCF peut également convenir pour analyser et évaluer certaines valeurs dans différents domaines. Il est par exemple possible de mesurer la valeur d'une action ou d'une obligation, la valeur d'un bien immobilier, la valeur d'un investissement ou d'un projet, etc.

En règle générale, retenez que si vous payez un prix inférieur à la valeur du DCF, vous obtiendrez un retour sur investissement positif. À l'inverse, si vous payez plus que la valeur du DCF, vous serez perdant en terme financier, ce qui est le signe d'un mauvais investissement.

- **Calcul de *discounted cash flow* :**

Afin de calculer correctement le *discounted cash flow*, il est nécessaire de procéder en 4 étapes distinctes :

- L'identification des flux de trésorerie disponibles (le *free cash flow*)
- L'évaluation du taux d'actualisation
- Le choix de la durée
- Le calcul de la valeur terminale

Explication étape par étape de chacun de ces éléments pour calculer le *discounted cash flow*.

a) Identifier les flux de trésorerie disponibles (*Free Cash Flow*)

Parmi les différents *cash flows* présents dans les états financiers d'une entreprise, on retient les flux de trésorerie disponibles pour le calcul du *discounted cash flow*. Ils correspondent **aux flux dégagés** par l'entreprise, à savoir les encaissements et les décaissements, pondérés par la variation du besoin en fonds de roulement (BFR) et les investissements nets.

La formule ci-dessous permet de calculer les flux de trésorerie disponibles :

Flux de trésorerie disponibles = résultat d'exploitation après impôts + dotation aux amortissements nets + investissements nets + variation du BFR

b) Déterminer le taux d'actualisation

Après avoir calculé les futurs flux de trésorerie disponibles, il est nécessaire de les actualiser. En effet, 1€ aujourd'hui ne vaut pas 1€ dans 5 ans, la valeur de l'argent diminuant avec le temps. Ce taux d'actualisation correspond au coût moyen pondéré du capital (CMPC). Ce dernier dépend de la rentabilité exigée par les apporteurs de capitaux pour financer l'entreprise, qu'il s'agisse de la dette ou des fonds propres.

CMPC = coût des capitaux propres X (capitaux propres / (dettes financières + capitaux propres)) + coût de la dette X (1 - taux d'IS) X (dettes financières / (dettes financières + capitaux propres))

À noter : La précision du taux d'actualisation est un élément essentiel de la méthode DCF. Une faible variation de ce dernier peut avoir de fortes conséquences sur le calcul de la valorisation de l'entreprise. Ainsi, plus la variation de valorisation sera faible, plus l'évaluation sera précise. Le taux d'actualisation varie donc selon le niveau de risque. Il avoisine 10% à 15% pour une entreprise très stable. Il peut néanmoins atteindre 25% voire 50% pour une startup nouvellement créée.

c) Choisir la durée

Troisième facteur clé dans le calcul du *discounted cash flow* : **le choix de la durée des prévisions**. En effet, un horizon temporel trop court conduit à ignorer une partie de l'information disponible. A contrario, il est relativement compliqué de prévoir les flux de trésorerie à long terme (au-delà de 10 ans).

Il est donc conseillé de se baser sur des prévisions comprises entre 4 à 10 ans. Pour une estimation à 5 ans par exemple, prenez les flux de trésorerie réalisés par votre entreprise pour les 5 prochaines années, ainsi qu'un flux de trésorerie "stable" pour la sixième année et au-delà

d) Calculer la valeur terminale de l'entreprise

Le dernier élément dans l'analyse DCF repose sur le calcul de la **valeur terminale (VT)** de l'entreprise. Cette valeur correspond au taux de croissance projeté des flux de trésorerie pour les prochaines années.

Au terme d'une durée d'exploitation prévisionnelle, l'entreprise continuera ses activités sur une période indéfinie avec une hypothèse de croissance uniforme dans la durée : on obtient alors sa valeur terminale.

À noter : la valeur finale correspond à la valeur de l'actif économique estimée à la dernière année du plan d'affaires.

Elle est évaluée grâce à la formule de Gordon et Shapiro :

$$VT = CF / (CPMC - g)$$

Avec CF = revenu à l'infini g = le taux de croissance à l'infini des revenus de votre actif (ici, les CF) t = le taux d'actualisation

Important : Afin de déterminer la valeur d'une entreprise, un analyste calcule la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs de l'entreprise. Bien entendu, il est essentiel que les flux de trésorerie soient estimés de manière raisonnable, en tenant compte des différents facteurs qui peuvent affecter les résultats d'exploitation futurs.

❖ Formules de calcul du *discounted cash flow* :

Le DCF est mesuré en divisant les bénéfices annuels attendus par un taux d'actualisation basé sur le coût moyen pondéré du capital (CPMC) en renonçant à la dette. La formule à utiliser est la suivante :

$$DCF = (CF / (1+r)^1) + (CF / (1+r)^2) + (CF / (1+r)^3) + (...) + (CF / (1+r)^n)$$

Avec CF = *cash flow* R = taux d'actualisation n = année

Pour une période couverte de 5 ans, la formule pour calculer le DCF serait donc la suivante :

$$DFC = \text{Cash flow net première année} / (1 + \text{taux actualisation}) + \text{Cash flow net deuxième année} / (1 + \text{taux actualisation})^2 + \text{Cash flow net troisième année} / (1 + \text{taux actualisation})^3 + \text{Cash flow net quatrième année} / (1 + \text{taux actualisation})^4 + \text{Cash flow net cinquième année} / (1 + \text{taux actualisation})^5 + \text{Valeur finale} / (1 + \text{taux actualisation})^5.$$

- **les avantages de la méthode des flux de trésorerie actualisés :**

Il est parfois compliqué d'obtenir une valeur réaliste et à jour dans la valorisation d'une entreprise. Alors que plusieurs méthodes de valorisation se basent sur les performances passées pour évaluer une société, l'analyse DFC la mesure en fonction de ce qu'elle rapportera

dans les prochaines années en intégrant les liquidités qu'elle détient aujourd'hui. Dans cette logique, on considère que l'entreprise vaut ce qu'elle va rapporter.

En calculant le *discounted cash flow* d'une société, un dirigeant ou investisseur peut se forger une image plutôt correcte de la valeur de l'action. La méthode DFC offre donc l'avantage de prendre en compte dès aujourd'hui la rentabilité future de l'entreprise et dispose d'une meilleure perspective d'avenir.

Dernier avantage : l'analyse DFC corrige les effets de surévaluation ou de sous-évaluation d'un secteur ou d'un marché, permettant de prédire uniquement la valeur intrinsèque la plus juste possible.

b. La valeur terminale :

L'estimation de la valeur terminale peut prêter à confusion et dépend de deux facteurs: le *cash flow* normatif et le taux de croissance. La calculer est loin d'un acte anodin puisqu'elle représente environ 70% de la valeur d'utilité des actifs. Voici ce qu'il faut retenir.

Le *cash flow* normatif :

La détermination du flux normatif est nécessaire pour le calcul de la valeur terminale, qui correspond à la valeur de marché des actifs d'exploitation à l'issue du business plan. Autrement dit, le calcul du flux normatif se base en général sur le dernier *cash flow* prévisionnel d'une entreprise. Ce flux de trésorerie normalisé définit un taux de croissance infini. Il est d'usage d'utiliser le dernier *cash flow* disponible (*free cash flow*) comme base pour calculer le cash-flow normatif.

Formule de la valeur terminale :

**Cash flow disponible pour la valeur terminale = Bénéfice Avant Intérêts,
Impôts, Dépréciation et Amortissement de la dernière année +/-
variation du BFR – investissements**

Le niveau du taux de croissance :

La seconde question porte sur le niveau du taux de croissance du PIB du pays ou de la zone géographique concernée. Calculé en additionnant les valeurs ajoutées des acteurs du marché, le PIB intègre donc nécessairement la croissance de votre entreprise. Sur le long terme, votre société devrait donc logiquement croître au rythme de la croissance du PIB.

Il est possible de contrebalancer cet argument en faisant valoir les disparités entre les secteurs et domaines d'activité. Une nouvelle entreprise dans le secteur digital n'a pas les mêmes objectifs de croissance qu'une PME dans l'import-export. En plus d'intégrer vos prévisions de croissance, il faudra vous renseigner sur les perspectives d'évolution de votre secteur d'activité.

❖ Limites de la méthode DCF :

Le modèle des flux de trésorerie actualisés apparaît comme un outil très utile pour l'évaluation d'une entreprise, mais ce modèle présente aussi certaines limites dont il faut tenir compte :

- Il s'agit d'un modèle très sensible aux hypothèses. Or, il est souvent compliqué de prédire l'avenir, surtout en période de forte instabilité. La crise sanitaire est une parfaite illustration. De ce fait, établir des suppositions ne permet pas d'obtenir des estimations exactes.
- De nombreux éléments exogènes ne sont pas pris en compte dans la formule de l'actualisation des flux de trésorerie. A l'instar de la concurrence ou de l'évolution du marché, les analystes ont du mal à prévoir et intégrer ces facteurs extérieurs qui peuvent néanmoins avoir un impact considérable sur une entreprise.
- Le calcul relativement complexe des formules préliminaires au calcul du DCF (flux de trésorerie disponibles, taux d'actualisation, valeur terminale) peut ne refléter que partiellement un résultat précis.

Bien que très utile et largement employée, la méthode du *discounted cash flow* peut être couplée avec d'autres analyses comptables et financières pour obtenir des indications les plus précises possibles.

En l'absence de cotation des actions, les méthodes d'évaluation dites des «comparables» ou des « multiples », sont parfois appliquées. Elles consistent à fixer la valeur fondamentale d'une entreprise, soit directement, à partir des prix des transactions récentes d'un échantillon d'entreprises exerçant des métiers similaires ou comparables, soit indirectement, à partir des *benchmarks* (indicateurs de valeur) et/ou des *markers* (indicateurs de performances) de ces entreprises. La validité de la méthode dépend de la comparabilité des métiers, des organisations et des performances des entreprises, et suppose une certaine transparence du marché²¹.

Il faut savoir raison garder et ne pas confondre les méthodes d'évaluation dont le fondement conceptuel reste plus que jamais pertinent et les hypothèses utilisées par les évaluateurs dont la fragilité est la caractéristique première²².

²¹ SAGHROUN, Judith., EGLEM, Jean-Yves. *Op.cit.*

²² CEDDAHA, Franck. L'évaluation d'entreprises « Crise des méthodes ou méthodes de crise ? », ABN AMRO Corporate Finance France.

Chapitre 3 :

**Essai d'analyse de la problématique d'évaluation
des entreprises en Algérie : cas illustratifs de
« groupe Sidal et Biopharm »**

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

Introduction

L'objectif de ce chapitre est d'essayer d'analyser la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie, en présentant deux cas illustratifs de « groupes Saidal et Biopharm » à travers la méthode d'évaluation patrimoniale afin de présenter la problématique de choix des méthodes d'évaluation dans le contexte algérien (le cas de la méthode des multiple) et enfin en présentant une analyse des principales difficultés et enjeux d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien en se basant sur les résultats des études spécialisées en la matière.

Ces évaluations se basent uniquement sur les informations publiées dans les états financiers, les rapports de gestions. Elles n'utilisent aucune donnée d'ordre interne aux cas d'études illustratifs comme par exemple le diagnostic, le business et les projets d'investissement.. etc.

On peut citer, sans vouloir être exhaustif, les situations suivantes dans lesquelles une évaluation peut être requise :

- une acquisition d'entreprise ;
- une cession ;
- une restructuration à l'intérieur d'un groupe qui peut se traduire par des apports partiels d'actif, des scissions ou encore des fusions ;
- une évaluation patrimoniale ;
- une transmission à titre gratuit ;
- une évaluation dans le cadre d'un pacte d'actionnaires, dans le cadre d'un litige ;
- une évaluation d'actifs apportés en garantie lors de la souscription d'un prêt ;
- une évaluation permettant de corroborer une valeur d'assurance.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Sidal et Biopharm »

3.1. Le groupe Sidal : aperçu historique et essai d'évaluation

3.1.1. Aperçu historique sur le groupe Sidal

Sidal¹ est une société par action (SPA) au capital social de 2.500.000.000 dinars algériens, qui est à 80% détenu par l'État et les 20% restant sont détenus par les actionnaires, dont la mission principale est de développer, produire et commercialiser les produits pharmaceutiques à usages humain et vétérinaire.

La société est actuellement le leader de l'industrie pharmaceutique en Algérie, avec une grande part de marché. Sa position d'entreprise publique lui confère également la mission d'accompagner la politique de santé publique dans le développement de l'industrie pharmaceutique, par le choix d'investissements orientés vers la satisfaction des besoins de la population. Sa démarche est fondée sur l'équité, l'intégrité, la transparence et l'engagement.

Forme juridique : c'est une société de capitaux. Créée sous forme de société par actions. Elle est régie par le droit commercial.

Adresse du siège social : Le siège social de la société est fixé à la route de wilaya N°11 Dar el baida_ Alger.

Date et lieu de dépôt des statuts : Les premiers statuts, portant objet social de Sidal, ont été notifiés par un acte notarié en date du 15 février 1989 par devant maître Larrouci Derradj, notaire à Médéa. Statuts attribuant la production et le monopole de la fabrication des médicaments et assimilés.

Les modifications des statuts, portant objet social de Sidal, ont été notifiés, par acte notarié du 05 mai 1993, devant le maître Larrouci Derradj. Statuts supprimant l'exercice du monopole de la production pharmaceutique et redéfinissant son objet social.

Comme toutes les entreprises industrielles importantes qui existent dans le monde, SAIDAL a connu plusieurs restructurations durant son existence. Ces transformations multiples (organique, industrielle, juridique et financière) ont été décidées par le centre et ont donné lieu à des modes d'organisation de SAIDAL correspondant au modèle de développement de l'économie nationale qui prévalait à cette période.

En 1963, est née la Pharmacie Centrale d'Algérie par abréviation "PCA" sur la base des anciens magasins généraux des services de la santé.

¹ <https://www.sidalgroup.dz>

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

Elle allait connaître un long développement jusqu'à ce que lui soit confié en 1969 le monopole de l'importation, de la production et de la distribution (Gros et Détail) des médicaments à usage humain et vétérinaire, ainsi que les équipements et accessoires médicochirurgicaux, elle est alors placée sous la tutelle du ministère de la santé publique.

a- Mission du groupe SAIDAL :

En tant que premier producteur de médicaments générique en Algérie, la mission première de SAIDAL est:

- Production des produits pharmaceutiques qu'on peut considérer comme le rôle principal de SAIDAL
- Contribuer à la protection de la santé des citoyens et à l'amélioration de la qualité des soins par la mise à disposition des patients, d'une gamme riche et diversifiée de produits de qualité à travers la recherche permanente pour le bien être de la population;
- Protéger le droit des citoyens d'accéder aux traitements par l'adoption d'une politique tarifaire de larges couches de la société. Sa position d'entreprise publique lui confère également la mission d'accompagner la politique de santé publique dans le développement de l'industrie pharmaceutique par le choix d'investissement orientés vers la satisfaction des besoins de la population.

b- Organisation :

La société Saidal a procédé en janvier 2014 à la fusion par voie d'absorption, des filiales Antibioal, Biotic et Pharmal. Cette décision approuvée par ses organes sociaux a donné lieu à une nouvelle organisation comportant 09 sites de production situés à Alger, Médéa, Cherchell, Constantine et Annaba. Ces usines totalisent une production moyenne annuelle de 200 million d'unités ventes. Les unités de production sont :

- **Unité de Médéa :** elle est spécialisée dans la production des antibiotiques Pénicilliniques et non pénicilliniques. Elle s'étend sur une superficie de 25 Ha, dont plus de 19Ha couverts, dotée des installations nécessaires à la fabrication du médicament depuis l'obtention du principe actif jusqu'à sa mise en forme galénique.
- **Unité de Dar el Beida :** elle existe depuis 1958. Elle appartenait au laboratoirefrançais LABAZ avant sa nationalisation en 1970. Cette usine fabrique une gammede médicaments très large avec plusieurs formes galéniques.
- **Unité de Constantine :** a été transférée à filiale Pharmas suite à la dissolution de l'Eucopharme en date du 31/12/1997. Elle est située dans la zone industrielle de

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Sidal et Biopharm »

- Constantine et spécialisée dans la fabrication des formes liquides. Cette usine est dotée d'un laboratoire de contrôle qualité qui assure des prestations de services pour des organismes publics et privés. Elle se compose de deux ateliers de production de sirops avec une capacité de production de 20 000UV/jour.
- **Unité d'Annaba** : a été transférée à la filiale Pharmal suite à la dissolution de l'Eucopharm en date 31/12/1997. Elle est spécialisée dans la fabrication des formes sèches (comprimés et gélules). Cette usine se compose d'un atelier des secs dont la capacité de production est de 8 000 000UV/jour.
 - **Unité gué Constantine** : est l'unique producteur algérien de solutés massifs avec une capacité de production de plus de 18 millions d'unité de vente. **6- Unité Cherchell** : est spécialisée dans la production des formes sèches (poudre en sachet, comprimés et gélules) avec une capacité annuelle de 25 millions unités ventes.
 - **Unité Zemirli**: avec capacité annuelle de 70 millions d'unités vente (gélules et comprimés).
 - **Unité Canstantine 2** : unité de production des formes liquides, avec capacité de production annuelle de 28millions d'unités vente en sirop et 8millions en spray.
 - **Unité Constantine** : production d'insuline : spécialisée dans la production d'insuline humaine, sous forme de cartouche, a trois types d'action : rapide (Rapid), lente(Basal) et intermédiaire (Comb 25), avec capacité de 40millions de cartouches/an.

c- Les partenariats de Sidal :

Le développement de partenariat représente pour Sidal, un levier essentiel pour réaliser ses objectifs de développement Sidal a conclu six partenariats jusqu'à présent avec de grands laboratoires internationaux. Ces partenariats sont basés essentiellement sur le transfert de la technologie et du savoir-faire. Il est fondé sur la confiance et la complémentarité des partenaires.

- **1PSM (Sidal-Pfizer)** : partenariat conclu en 1997 à travers la création de Pfizer Sidal Manufacturing (PSM). Une société conjointe entre Sidal (30%) Pfizer (70%). Cette usine est implantée à Alger, et en production depuis 2003.
- **2 WPS (Sidal- Sanofi)** : partenariat conclu en 1996 à travers la création de Winthrop Pharma Sidal (WPS). Une société conjointe entre Sidal (30%) et Sanofi (70%), implantée à Alger, et en production depuis 2001.
- **Taphco (Sidal-Acdima-SPIMACO-JPM)** : partenariat conclu en 1999 à travers la création de Tassili Arab Pharmaceutical Company (Taphco). Une société conjointe entre Sidal (44,51%), ACDIMA (28,98%), Spimaco (21,97%) et

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

- JPM(4,54%). L'unité de production est totalement réalisée et réceptionnée en 2015.
- **SNM (Saidal-NorthAfrica Holding Company (Koweït)-Fonds National d'investissement)** : partenariat conclu en 2012 pour la création de Saidal-NorthAfrica Holding (SNM), société conjointe entre Saidal (49%), NorthAfrica Holding Company (49%), et fonds national d'investissement (2%). La société est en charge de réaliser une unité spécialisée dans la production de médicaments anticancéreux. (Projet en phase d'étude).
 - **Saidal Novonordisk**: partenariat conclu en 2012, pour la production de toutes les gammes d'insuline de Novo nordisk sous forme de flacons (usage hospitalier) et de cartouches. L'usine est en réalisation depuis Août 2015.
 - **Saidal Julphar (Emirats Arabe Unies)** : un partenariat concrétisé en 2016. Julphar détient 40% de Iberal (filiale de Saidal).

d- Les principaux agrégats de gestion de l'année 2020 sont² :

L'année 2020 a été marquée par la crise sanitaire qui a touché d'une manière spectaculaire l'Algérie et le monde entier, il s'agit de la contamination au virus de la COVID-19, ce dernier n'a pas cessé de toucher la population au quotidien et l'environnement général de l'entreprise n'a pas été épargné par cette pandémie. Celle-ci a engendré un ralentissement de certaines activités socio-économiques au niveau national et international.

L'entreprise SAIDAL pour sa part était dans l'obligation de mettre en place un dispositif permettant de cerner au maximum la propagation du virus en interne et d'assurer la continuité d'exploitation, notamment en sa qualité de producteur de produits pharmaceutiques, dont certains produits fabriqués par SAIDAL, sont utilisés dans le traitement de la COVID-19, à titre d'exemple le PARACÉTAMOL et la VITAMINE C. Cette exigence a amené l'entreprise à l'installation d'une cellule de crise pour prendre en charge en permanence tous les aspects liés à la pandémie.

- Le chiffre d'affaire :

Le chiffre d'affaires de SAIDAL réalisé au cours de l'exercice 2020 s'élève à 9124251 Milliers de DA correspondant à un volume de 97341 Milliers d'UV, soit une réalisation de 86,87% de l'objectif assigné en valeur et 94,86% en quantité, enregistrant une hausse de 5,11% en valeur et une baisse de 3,55% en quantité par rapport à l'exercice 2019.

² Rapport du conseil d'administration 2020 de groupe Saidal.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

- Les effectifs de saidal :

Les effectifs arrêtés au 31/12/2020 sont de 5095 agents , dont 3918 agents permanents, enregistrant une baisse d'un (01) agent par rapport au 31/12/2019.

L'exercice 2020 a enregistré un total de 72 recrutements, dont 36 cadres, 06 agents de maîtrise et 30 agents d'exécution.

- la production :

La production réalisée durant l'exercice 2020 est de 112227 Milliers d'UV pour une valeur de 8244580 Milliers de DA, soit 99,44% de l'objectif en quantité et 95,94% en valeur, représentée comme suit:

Tableau 05 : l'évolution de la production de l'exercice 2020(en milliers de DA)

Production	Réalisation 2019	Objectif 2020	Réalisation 2020	Taux de réalisation 2020	Taux d'évolution 2020 /2019
Q	121 893	112 856	112 227	99.44	-7.93
V	8 783 092	8 593 192	8 244 580	95.94	-6.13

Source : Rapport du conseil d'administration 2020 de groupe Saidal, p.18.

Il est noté une régression de 7,95% en quantité et 6,13% en valeur par rapport à l'exercice 2019, s'expliquant principalement par la révision du plan de production de l'année 2020 due à la pandémie de la COVID-19.

Tableau 06 : Les principaux agrégats de gestion de l'exercice 2020(en milliers de DA)

Désignation	Montant
Vente	13 366 134
Production	131 178
Approvisionnement	3 782 017
Effectifs	3171
Frais de personnel	3 428 617
Valeur ajoutée	5 731 150
Excédent brut d'exploitation	2 120 240
Résultat des activités ordinaires	720 241

Source : Rapport du conseil d'administration 2020 de groupe Saidal, p.18.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.1.2. Essai d'évaluation de groupe Saidal par la méthode patrimoniale

Concernant l'approche patrimoniale nous allons présenter deux méthodes afin de déterminer la valeur de son action qui sont ; la valorisation par l'actif net comptable, la valorisation par l'actif net comptable corrigé.

Tableau 07 : Les principaux éléments du bilan comptable

ACTIFS	MONTANTS NETS	PASSIF	MONTANTS NETS
ACTIF NON COURANT	22018460459,12	Capitaux propres	2 500 000 000
Immobilisations incorporelles	124 988 892.22	Primes et réserves	14 420 679 269.88
Immobilisations corporelles	16548122143.46	Résultat net	253 900 683.99
Immobilisations financière	5345349423.44	PASSIF NON COURANT	11 905 315 354.03
ACTIF COURANT	15133338434.00	Emprunt et dettes financière	10 291 608 114.55
Stocks et encours	6 516 133 970.87	PASSIF COURANT	5 852 951 745.28
Créances et emplois assimilés	6 192 697 259.84	Fournisseurs et comptes rattachés	1 140 880 085.73
Disponibilités et assimilés	2 784 507 203.29	Trésorerie passive	559 743 045.88
TOTAL GENERAL ACTIF	37 293 447 457.12	TOTAL GENERAL PASSIF	37 293 447 457.12

Source : conçu à partir des données des états financiers de Rapport de gestion, Groupe Saidal, 2020, p.43.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.1.2.1. L'évaluation par l'actif net comptable :

Selon cette méthode, la valeur de l'action est déterminée sur la base de la valeur comptable des éléments du patrimoine qui s'arrête à la consultation du bilan de l'entreprise.

1- Le calcul à partir de l'actif :

$$\text{ANC} = \Sigma \text{ Actifs} - \Sigma \text{ dettes}$$

Désignation	Montant
Immobilisations incorporelles	124 988 892.22
Immobilisations corporelles	16 548 122 143.46
Immobilisations financières	5 345 349 423.44
Σ actif circulant	15 133 338 434.00
Total ACTIF (1)	37 293 447 457.12
Total dettes (2)	10 291 608 114.55 + 3 658 641 245.14
ANC = (1) –(2)	37 293 447 457.12 – 13 950 249 359.69= 23 343 198 097.43

Source : le bilan comptable

La valeur de ANC s'élève à **23 343 198 097.43** DA représentant la valeur globale ainsi la valeur unitaire de l'action est :

Valeur globale (ANC)	23 343 198 097.43
Nombre de l'action	10 000 000
Valeur de l'action	2 334.31

Nous avons constaté une valeur par action de 2 334.31DA qui est basé uniquement sur le patrimoine de l'entreprise.

2- Le calcul à partir du passif :

Désignation	Montant
Capital social	2 500 000 000
Résultat net	189936341.33
Prime et réserve	14634151624.90
Autres capitaux propres	-797268702.03
ANC	16 526 819 264.23

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.1.2.2. La méthode de l'Actif net comptable corrigé(ANCC) :

L'ANCC = ANC + plus ou moins - values sur éléments d'actifs + provisions non justifiées + fiscalité diffère active – fiscalité diffère passive

Tableau 08 : Calcul de l'ANCC (en millions de DA) :

Désignation	Montant	Plus/moins-value
ANC	23 343 198 097.43	
+plus-value	2 253 520 094.32	2 253 520 094.32
-moins-value	4 145 789 520	4 145 789 520
-values sur éléments d'actifs		
+provisions non justifiées	3 520 717 927.73	3 520 717 927.73
+fiscalité diffère active	24 094 670.27	24 094 670.27
-fiscalité diffère passive		
ANCC	24947551929.21	

Nous allons procéder à un calcul de la valeur unitaire de l'action :

Valeur globale ANCC	24 947 551 929.21
Nombre d'actions	10 000 000
Valeur d'action	2 494.75

L'évaluation par ANCC a permis de dégager une valeur de **24 947 551 929.21** milliards de dinars soit : **2 494.75DA** par action.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.2. Le groupe Biopharm : aperçu historique et essai d'évaluation

3.2.1. Aperçu historique de Groupe Biopharm

Le groupe BIOPHARM, laboratoire pharmaceutique algérien, est un groupe industriel et commercial qui a investi au début des années 1990 dans le secteur pharmaceutique et qui dispose aujourd'hui d'une unité de production aux normes internationales et d'un réseau de distribution aux grossistes et aux pharmacies.

Après près de deux décennies d'intense activité, BIOPHARM est arrivé à une étape importante de son développement qui a nécessité une restructuration.

BIOPHARM a commencé par adapter progressivement sa structure organisationnelle en tant que Groupe autour de ses différents métiers :

- La production de médicament à travers BIOPHARM, qui demeure le noyau central du Groupe ;
- La distribution en gros de produits pharmaceutiques à travers BIOPHARM DISTRIBUTION ;
- La répartition aux officines à travers BIOPURE ;
- La promotion et l'information médicales, à travers HHI (Human Health Information) ;
- La logistique pour l'industrie pharmaceutique à travers BIOPHARM LOGISTIC.

Par ailleurs, et afin d'assurer son développement et renforcer sa gouvernance et ses compétences managériales, BIOPHARM a ouvert son capital à un Consortium international. Cette formule d'association encourage et engage à la fois les partenaires dans le développement à long terme du Groupe. Ce Consortium est composé de :

- ADPI, un fonds d'investissement spécialisé sur le continent africain et conseillé par Development Partners International LLP ("DPI"), une société de gestion de fonds de Private Equity basée à Londres. DPI est un des leaders de l'industrie du Private Equity en Afrique et gère des fonds de Private Equity d'un montant total de plus de 1.1 milliard de dollars américains. ADPI a pour vocation d'acquérir des participations dans des entreprises implantées en Afrique et leaders sur leurs marchés.
- DEG, filiale de la KfW est une des plus grandes institutions européennes de développement et de financement de projets à long terme et de financement des entreprises. DEG investit dans des projets rentables qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs de l'économie, de l'agriculture aux infrastructures et aux services de fabrication. À ce jour, DEG a travaillé avec plus

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

de 1 600 entreprises et son portefeuille actuel, qui se compose de plus de 5,6 milliards d'euros de participations, a contribué à générer un volume d'investissement global de 39 milliards d'euros.

- FMC COFARES, véhicule d'investissement détenu par deux fonds institutionnels spécialisés sur l'Afrique du Nord : EuroMena Funds et Mediterrania Capital Partners.

Cette alliance a été conçue pour permettre au groupe BIOPHARM de tirer profit des réseaux du consortium au niveau international afin de poursuivre le plan de développement de ses activités en amont et en aval, assurer un transfert de technologie, renforcer l'encadrement managérial et bénéficier de l'expérience des membres du consortium pour développer ses marchés à l'exportation en Afrique et en Europe.

Par ces actions, le Groupe BIOPHARM entend garantir à l'ensemble de ses partenaires une forte croissance de ses activités, à travers la réalisation de son ambitieux programme de développement et dans le respect de la sécurité financière qui a toujours caractérisé sa gestion.

Le groupe Biopharm, est entièrement dédiée à l'approvisionnement, en produits pharmaceutiques, de notre clientèle en Algérie comme dans les marchés étrangers où ils sont autorisés à la vente. Qu'il s'agisse des produits de nos différents partenaires dont nous assurons la distribution ou de ceux que nous fabriquons dans notre propre site de production, notre responsabilité vis-à-vis des patients pour lesquels ils sont finalement destinés, comme vis-à-vis de tous les acteurs de la santé publique, est au cœur de notre action au quotidien³.

³ <https://www.biopharmdz.com>

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Sidal et Biopharm »

3.2.2. Essai d'évaluation de groupe Biopharm par la méthode patrimoniale

Concernant l'approche patrimoniale nous allons présenter deux méthodes afin de déterminer la valeur de son action qui sont ; la valorisation par l'actif net comptable, la valorisation par l'actif net comptable corrigé.

Tableau 09 : Les principaux éléments du bilan comptable

ACTIFS	MONTANTS NBETS	PASSIF	MONTANTS NETS
ACTIF NON COURANT	12 535	Capitaux propres	11 852
Immobilisations incorporelles	61	Primes et réserves	3 648
Immobilisations corporelles	3 292	Résultat net	3 100
Immobilisations financière Titre mis en équivalence	– 5 714+171+202	PASSIF NON COURANT	4 074
ACTIF COURANT	14 797	Emprunt et dettes financière	4 061
Stocks et encours	4 877	PASSIF COURANT	11 405
Créances et emplois assimilés	1 364+6 075+1 132	Fournisseurs et comptes rattachés	2 925 + 428 + 5 917
Disponibilités et assimilés	1 349	Trésorerie passive	2135
TOTAL GENERAL ACTIF	27 331	TOTAL GENERAL PASSIF	27 331

Source : conçu à partir des données des états financiers de Rapport de gestion, Groupe Biopharm, 2021.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.2.2.1. L'évaluation par l'actif net comptable :

Selon cette méthode, la valeur de l'action est déterminée sur la base de la valeur comptable des éléments du patrimoine qui s'arrête à la consultation du bilan de l'entreprise.

1- Le calcul à partir de l'actif :

$$\text{ANC} = \Sigma \text{ Actifs} - \Sigma \text{ dettes}$$

Désignation	Montant
Immobilisations incorporelles	61
Immobilisations corporelles	3 292
Immobilisations financières	–
Σ actif circulant	14 797
Total ACTIF (1)	27 331
Total dettes (2)	4 064
ANC = (1) –(2)	27 331 - 4 064 = 23 267

Source : le bilan comptable

2-Le calcul à partir du passif :

Désignation	Montant
Capital social	11 852
Résultat net	3 100
Prime et réserve	3 648
Autres capitaux propres	–
ANC	18 600

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.2.2.2. La méthode de l'Actif net comptable corrigé(ANCC) ;

L'ANCC = ANC + plus ou moins - valeurs sur éléments d'actifs + provisions non justifiées + fiscalité diffère active – fiscalité diffère passive

Tableau 10 : Calcul de l'ANCC (en millions de DA) :

Désignation	Montant	Plus/moins-value
ANC	23 267	
+plus-value	–	
-moins-value	–	
-valeurs sur éléments d'actifs		
+provisions non justifiées		
+fiscalité diffère active	–	
-fiscalité diffère passive	2 925	
ANCC	20 342	

Nous allons procéder à un calcul de la valeur unitaire de l'action :

Valeur globale ANCC	20 342
Nombre d'actions	255
Valeur d'action	79.77

L'évaluation par ANCC a permis de dégager une valeur de 20 342 millions de dinars soit 79.77 par action.

Ces évaluations n'ont pour but que pour illustrer les méthodes d'évaluation exposées dans le deuxième chapitre. Le but de notre recherche est d'analyser la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie ce qui nécessite la pratique des méthodes d'évaluation des entreprises dans le contexte algérien. Le choix de ces deux entreprises est motivé premièrement par leur domaine similaire et leur introduction en bourse.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.3. Les principales difficultés et enjeux d'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien

Le contexte de l'évaluation est un des éléments importants à prendre en compte par l'évaluateur ainsi que l'environnement économique qui prévaut au moment de l'évaluation.

3.3.1. Le choix des méthodes d'évaluation dans le contexte algérien :

Le choix des méthodes d'évaluation est une question cruciale. Pour le présent cas pratique nous commencerons d'abord par expliquer les raisons ayant amené à écarter

La valeur patrimoniale, notamment l'Actif Net Comptable Corrigé-ANCO- est souvent qualifiée de valeur de liquidation de l'entreprise. Elle n'est donc pas adéquat pour évaluer une entreprise suffisamment rentable en continué d'exploitation. Elle est d'autant moins appropriée pour une entreprise comme par exemple Biopharm où le capital humain et la connaissance sont une source importante de valeur. La valeur patrimoniale demeure cependant une méthode de base d'évaluation de l'entreprise, notamment pour des entreprises fortement capitalistiques ou des entreprises en situation d'incertitude quant à la continuité d'exploitation. La valeur patrimoniale est également nécessaire à déterminer pour l'application des méthodes mixtes basées sur le profit économique.

Le modèle des dividendes actualisés n'est également pas utilisé, car, les dividendes distribués ne constituent pas la meilleure mesure de performance de l'entreprise. Nous avons fait ressortir aussi que la décision de distribution des dividendes dépendait également d'autres facteurs que la performance de l'entreprise. Il s'agit notamment du différentiel de taxe, du problème d'agence actionnaires minoritaires/actionnaires majoritaires et du signal.

Les méthodes d'évaluation basées sur le profit économique, à savoir les méthodes du goodwill, du revenu résiduel et de la valeur économique ajoutés EVA- nécessitent l'estimation de la valeur patrimoniale corrigée-ANCC. Cette dernière n'étant pas disponible, car nécessitant un travail de réévaluation de l'ensemble des éléments du patrimoine de BIOPHARM, ces méthodes n'ont pas été utilisées dans ce cas pratique. Ce manque est cependant sans conséquence, car, les méthodes d'évaluation basées sur le profit économique sont, sous certaines conditions, équivalentes au modèle d'évaluation des cash-flows actualisés -DCF.

GLIZ dans son essai d'évaluation de BIOPHARM, s'est basé sur deux méthodes. À savoir le modèle des cash-flows actualisés -DCF- et la méthode des comparables. Le principal avantage du modèle DCF est qu'il se base sur la capacité financière de l'entreprise et ses caractéristiques intrinsèques. Sa principale limite est la nécessité de

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

recourir à des hypothèses et des estimations qui peuvent différer d'un évaluateur à l'autre⁴.

Pour bien positionner et bien comprendre le choix des méthodes d'évaluation dans le contexte algérien par rapport aux différentes méthodes d'évaluation les plus utilisés par les analystes financiers dans les différents contextes en se basant sur les l'étude d ASTOLFI, Pierre et al. Méthode des multiples : contribution à l'évaluation des entreprises publiées dans la Revue française de gestion en 2014.

Le tableau ci-dessous synthétise les différentes méthodes d'évaluation les plus utilisés par les analystes financiers.

Tableau 11 : Méthodes d'évaluation et multiples les plus utilisés par les analystes Financiers

	Auteurs			
	Chastenet et Jeannin (2007)	Bellier Delienne et Bour (2007)	Harbula (2009)	Bancel et Mittoo (2013)
Période d'observation	2005	2005-2006	2002-2006	2012
Méthode des DCF	85 %	71 %	70 %	80 %
Méthode des multiples	71 %	79 %	80 %	80 %
PER (Price Earning Ratio)	89 %	58 %	80 %	68 %
PTB (Price To Book)	6 %	n/r	50 %	47 %
VE/Chiffre d'affaires	50 %	42 %	50 %	n/r
VE/Ebitda ³	55 %	55 %	75 %	83 %
VE/Ebit ⁴	41 %	57 %	70 %	46 %

Source : ASTOLFI, Pierre et al. *Op.cit.*

On constate de données de tableau ci-dessus que la méthode des multiples est d'utilisation aussi fréquente que celle des DCF*, avec un recours principal au PER (multiple correspondant au rapport entre le cours et le bénéfice par action) et, sur une

⁴GLIZ, Abdelkader. *L'évaluation de l'entreprise. Op.cit.*, p.259-260.

* *Discounted Cash-Flows* : méthode des flux de trésorerie actualisés.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

période plus récente, au multiple de l'Ebitda*. Dans une moindre mesure, les autres inducteurs de valeurs utilisés sont l'Ebit**, le chiffre d'affaires ou les capitaux propres comptables.

Les praticiens mettent souvent en avant le fait que la méthode des multiples est facile à mettre en œuvre car elle nécessite moins d'hypothèses à formuler et moins d'informations à traiter que d'autres méthodes fondées sur l'analyse fondamentale, telle la méthode des DCF (*Discounted Cash-Flows* : méthode des flux de trésorerie actualisés). De plus, la méthode ne nécessite pas d'estimer un taux d'actualisation, tel que le coût du capital, ni de réaliser une analyse approfondie du modèle économique de l'entreprise. Enfin, les données utilisées sont facilement accessibles à partir de bases de données comptables et financières.

D'un point de vue théorique, s'il est possible de définir analytiquement des inducteurs de valeur qui expliquent le niveau de valorisation des sociétés cotées, leurs multiples de valorisation sont alors exploitables pour évaluer d'autres entreprises, cotées ou non, sous réserve qu'elles leurs soient comparables par le profil et le risque des flux de trésorerie qu'elles sont susceptibles de générer dans le futur. La mise en œuvre de la méthode des multiples repose ainsi sur deux étapes principales, à savoir :

- la constitution d'un échantillon d'entreprises comparables ;
- l'identification des inducteurs de valeur (indicateurs comptables ou financiers les plus représentatifs de la valeur de l'entreprise).

On peut avancer et confirmer que ces deux principales étapes nécessaires pour l'application de méthode des multiples est très difficile à mettre en œuvre dans le contexte algérien, premièrement : la constitution d'un échantillon d'entreprises comparables est difficile à le constituer pour diverses raisons, l'importance de l'économie informelle et le problème d'unification des critères de classification homogènes. Deuxièmement : l'identification des inducteurs de valeur (indicateurs comptables ou financiers les plus représentatifs de la valeur de l'entreprise) cette étape est conditionnée par la qualité des professionnels d'évaluation (analystes financiers) sur avec les multiples révisions de SFC mis en application en Algérie depuis plus de 10 ans et en fin la problématique de l'introduction des entreprises en bourse en Algérie.

* L'Ebitda (*Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) correspond approximativement à l'excédent brut d'exploitation défini par le PCG (après déduction de la participation des salariés).

** L'Ebit (*Earning Before Interest and Tax*) correspond au résultat opérationnel défini par les normes comptables internationales.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

Cependant, les praticiens d'évaluation avancent que la méthode des multiples est caractérisée essentiellement par :

- Facile à appliquer (mécanismes de calcul)
- la méthode ne nécessite pas d'estimer un taux d'actualisation, tel que le coût du capital,
- Ne demande pas une analyse approfondie du modèle économique de l'entreprise.
- les données à utiliser sont facilement accessibles à partir de bases de données comptables et financières.

La démarche repose sur un certain nombre d'hypothèses qui constituent autant de faiblesses de la méthode des multiples, susceptibles de générer des erreurs ou de laisser la place à des manipulations si l'évaluateur ne s'appuie pas sur une méthodologie rigoureuse.

Rappelons que la méthode des multiples est fondée sur le concept de « valeur de marché » qui présuppose que le marché est suffisamment efficient, en moyenne au moins, pour attribuer une valeur similaire à des actifs également similaires.

Cette méthode des multiples d'après le concept de « valeur de marché » sera, pratiquement, inutile pour le cas d'évaluations des entreprises algériens car le marché financier Algérie est très faible.

Dans la pratique, les évaluateurs se fondent généralement sur la constitution de « groupes de pairs sectoriels » (*industry peer groups*), en sélectionnant des sociétés, *a priori* considérées comme « comparables » en raison de leur appartenance au même secteur d'activité que l'entreprise à évaluer. Cette approche relativement simple conduit à supposer que toutes les entreprises d'un même secteur d'activité ont les mêmes caractéristiques en termes de risques et de perspectives de flux de trésorerie futurs, ce qui est loin de correspondre à la réalité.

La qualité des indicateurs comptables utilisés pour le calcul des multiples est contestée, tant par les émetteurs que par les utilisateurs. En effet, ces indicateurs sont issus des états financiers publiés en application des normes comptables dont la pertinence est remise en cause par de nombreuses parties prenantes.

Les états financiers établis en application de ces normes (IFRS) ne seraient pas en mesure de faciliter les travaux d'évaluation.

Il est notamment possible de s'interroger sur la qualité des données sources nécessaires aux calculs des multiples de valorisation, qu'il s'agisse des indicateurs figurant dans les états financiers publiés en application des normes comptables ou des indicateurs financiers prévisionnels qui sont issus des consensus d'analystes financiers.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

Ce qui complique d'avantage le rôle de la normalisation en Algérie dans le processus d'évaluation des entreprises vue que les professionnels d'évaluations et les entreprises algériennes trouvent des difficultés d'adapter les nouvelles normes comptables et financières au contexte algérien même après plus de dix 10 d'applications des normes IFRS en Algérie.

Les études⁵ sur le choix des méthodes d'évaluation des entreprises en vue d'apprécier la valeur de marché des entreprises, les professionnels ont recours à deux méthodes d'évaluation principales : la méthode des multiples, généralement issus de comparables boursiers, et la méthode des DCF (fondée sur les prévisions de résultat du plan d'affaires.

Dans le cas de contexte algérien, il convient de s'interroger sur la capacité des états financiers ou des analystes financiers à fournir l'information utile aux investisseurs pour guider leurs décisions. Il convient aussi de s'interroger sur le processus d'évaluation lui-même, ainsi que sur la capacité des évaluateurs à appliquer ces méthodes correctement en limitant les risques d'erreur, voire de manipulation des résultats. Dans le cadre de la méthode des multiples, la question se pose de savoir si les évaluateurs sélectionnent les indicateurs de valeurs les plus pertinents ou les sociétés les plus comparables pour déterminer les multiples applicables à l'entreprise à évaluer ?

La question se pose également quant à l'existence d'approches spécifiques à certains contextes, notamment en ce qui concerne l'évaluation des entreprises familiales, des entreprises coopératives ou des entreprises innovantes. Plusieurs études spécialisées, montrent dans quelle mesure la valeur de ces entreprises ne peut être appréciée sans prendre en compte leurs caractéristiques spécifiques, notamment la manière dont leurs actionnaires appréhendent leur performance dès lors que celle-ci n'est pas forcément reflétée par leurs états financiers. Une bonne raison de penser que les évaluateurs doivent nécessairement intégrer ces caractéristiques spécifiques afin d'améliorer l'efficacité du processus d'évaluation, et cela quelle que soit la méthode mise en œuvre⁶.

Astolfi et ses collaborateurs rejoignent les résultats de certaines études qui affirment l'importance de la prise en compte les spécifiées liées au contexte d'évaluation comme par exemple les types d'entreprises comme pour le cas de l'Algérie la majorité des entreprises se sont des entreprises familiales, le développement du marché financier du pays, manque de transparence dans la publications des données financières...etc.

⁵ Voir à titre d'exemple les études utilisé par ASTOLFI, Pierre et *al. Op.cit.*

⁶ ASTOLFI, Pierre et *al. Op.cit.*

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.3.2. Les principales difficultés d'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien

Afin d'analyser certaines difficultés d'évaluation des entreprises dans le contexte algérien, en se basant, principalement, sur certaines recherches faites sur évaluation d'entreprise, entre autre les études de Gliz 2000 et 2020⁷ :

- L'une des principales difficultés de l'évaluation d'une entreprise réside dans la complexité de la prévision des *cash-flows* futurs. Cette difficulté est encore plus grande lorsqu'il s'agit d'une entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché.

- **Absence de la stratégie** de l'entreprise : Une des difficultés de l'évaluation dans un contexte de transition est que l'entreprise en privatisation est généralement dépourvue de stratégie car notamment étant en situation d'attente de changement de propriétaire et de contrôle. L'évaluateur se trouve dans ce cas dans une situation délicate car n'étant pas lui-même en mesure d'élaborer la stratégie adéquate. Le défaut de stratégie est également le résultat du changement profond du système économique qui affaiblit la visibilité et qui rend donc périlleux la prévision et la programmation. Il s'ensuit que la valeur de l'entreprise diminue d'autant plus que la privatisation programmée tarde à être concrétisée.

- **La conception des règles comptables de ces pays n'a pas obéi à des principes facilitant l'évaluation financière.** Les états comptables dressés par les entreprises étaient destinés plus particulièrement à un usage interne et au contrôle de la planification. De plus, la valeur marchande des éléments constitutifs du patrimoine de l'entreprise diffère souvent de la valeur aux livres et les risques possibles peuvent être insuffisamment provisionnés.

Ils sont présentés sous la forme prescrite par le nouveau Système Comptable et Financier dit « SCF » entré en vigueur depuis le 1^{er} Janvier 2010. Les comptes consolidés de l'exercice 2017 sont, au regard du référentiel comptable et financier (NSCF) tel qu'adopté par l'Algérie, beaucoup de d'experts réclament la régularité, la sincérité, une image fidèle du patrimoine que donnent ces nouvelles normes dans le contexte algérien.

- La **mesure du risque pays** est une des difficultés de l'évaluation de l'entreprise dans les pays en transition. Il y a lieu dans ce cas d'envisager l'utilisation d'approches approximatives. Par exemple, le risque pays peut être dérivé à partir des

⁷Principalement les recherches suivantes :

- GLIZ, Abdelkader. Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché. *Cahiers du CREAD*, n°54, 2000, p. 5-33.
- GLIZ, Abdelkader. *L'évaluation de l'entreprise*. Alger : édition Berti, 2020.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

coefficients de risque qu'on attribue aux émissions obligataires ou à partir du marché secondaire de la dette extérieure des pays en développement.

- **Absence ou faible développement du marché financier.** Dans les économies de marché avancées, le marché financier permet d'établir, même approximativement, des normes qui rendent possible l'évaluation par utilisation de méthodes comparatives. L'absence ou le faible développement du marché financier ne permet pas de déterminer de façon objective un prix pour le risque. De plus, les pays en transition font généralement face à une forte volatilité des taux d'intérêt, due en partie à des taux d'inflation élevés. Dans un tel contexte, il ne devient plus aisé de déterminer un taux d'intérêt sans risque. La difficulté de déterminer le taux d'intérêt sans risque et le prix du risque rend problématique la détermination du taux d'actualisation, ce qui rend délicat l'utilisation adéquate de la méthode des cash-flows actualisés.

La présence d'un marché financier permet à l'individu de constituer un portefeuille diversifié de sorte que l'entreprise ne rémunère que le risque non diversifiable (risque systématique). L'absence d'un marché financier interdit (au moins partiellement) aux individus de bénéficier de la diversification. Il s'ensuit que l'entreprise désirant se procurer des fonds auprès des individus, doit rémunérer et le risque systématique et le risque non systématique, soit en d'autres termes le risque total exprimé par la variance de la rentabilité. L'absence ou le faible développement du marché financier a donc pour conséquence d'augmenter le coût du capital (financement) de l'entreprise.

- **Le nombre faible d'entreprises créées en Algérie sous forme de société par action**, paralyse le développement du marché, puisque parmi les conditions d'activer dans le marché financier est que l'entreprise revêt le statut juridique de SPA. La bourse d'Alger n'arrive pas à drainer un nombre suffisant d'entreprises pour dégager un niveau important de représentativité de l'économie, vu la faiblesse de la capitalisation boursière et l'absence de volonté des opérateurs économiques publiques comme privés de rompre avec les modes de financement classiques, notamment bancaires. Après vingt (20) ans d'existence et d'activité, la bourse d'Alger se trouve dans une situation insignifiante où la capitalisation boursière n'a jamais dépassé 0.6 % du produit intérieur brut, cette faiblesse est justifiée par le nombre minime d'actions cotées et leurs cours qui fluctuent peu ainsi que le nombre de transactions est très insuffisant⁸.
- Le problème de manque professionnalisation des pratiques des cabinets de consulting. Dans une déclaration à l'agence APS, le ministre du Commerce a fait

⁸ YEKKOUR Ahmed, MOHAMMED BENAHMED, Asmaa. Le marché boursier algérien : une étude analytique de la bourse d'Alger dès 1999 jusqu'à 2018. *Revue Cahiers Economiques*. V. 13, N. 01 (2022), p.792-800

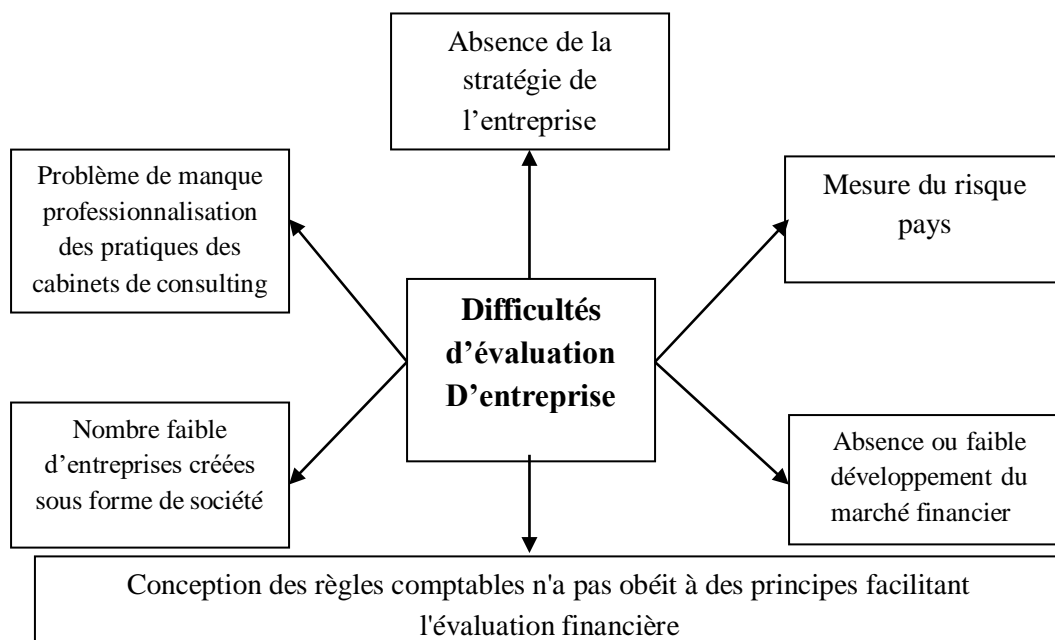
Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

savoir que « les services du ministère du Commerce ont mené depuis fin 2020 une importante opération de contrôle, ayant concerné 507 bureaux de consulting à l'échelle nationale, dont 35 bureaux étrangers, après avoir reçu des informations de plusieurs opérateurs faisant état d'un groupe d'entreprises, parmi lesquelles figurent des cabinets de consulting étrangers, qui exercent illégalement le consulting comptable, financier et juridique ».

Et d'expliquer qu'il a été procédé à « la radiation des activités de consulting juridique et financier sur le registre de commerce » des 35 cabinets étrangers qui livraient des conseils en Finances et en droit « indûment et dans un cadre illégal ».

L'Algérie compte 335 bureaux de consulting juridique, 124 bureaux de comptabilité et 48 bureaux de crédit financier. Parmi ces bureaux étrangers, figure jusqu'à présent cinq (5) bureaux fermés pour une durée de 60 jours à titre de « sanction préliminaire » pour opposition au contrôle, et trois (3) bureaux qui ont opposé un refus formel aux fonctionnaires du ministère du Commerce d'effectuer l'opération de contrôle et ont refusé de présenter les documents demandés »⁹. La figure suivante synthétise les principales difficultés d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien

Figure 6 : les principales difficultés d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien



Source : conçu par nous-même.

9 <https://www.algerie-eco.com>

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

3.3.3 Les enjeux de l'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien

Nous allons essayer de présenter les enjeux de l'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien en se basant principalement sur les résultats de l'étude La recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers¹⁰. Le choix de cette étude est motivé par plusieurs raisons :

- l'étude est réalisée avec des analystes financiers dans le contexte français
- La pertinence de la qualité de l'étude
- le manque d'étude de ce genre en niveau nationale d'après nos recherches.

- **L'importance de dimensions sociale et environnementale** : La performance d'une entreprise ne peut plus se juger selon la seule perspective financière. Une performance plus globale inclut, en dehors de la dimension économique, des dimensions sociale et environnementale. Les indicateurs financiers traditionnels s'avèrent insuffisants pour évaluer la performance de l'entreprise. Des informations non financières, susceptibles d'éclairer l'appréciation de la performance globale de l'entreprise, sont à l'origine d'un reporting environnemental et social. Leur intérêt pour les analystes financiers est cependant diversement apprécié dans la littérature. Les entreprises sont donc amenées à communiquer des informations non comptables supplémentaires pour permettre aux professionnels des marchés financiers d'effectuer leurs prévisions.

- La prise en **compte des parties prenantes** et des externalités qui leur sont liées est à l'origine d'un dépassement de la seule valeur actionnariale et de la conception de systèmes de gouvernance d'entreprise ouverts à d'autres parties prenantes que l'actionnaire. La problématique de la « valeur partenariale » propose de considérer les parties prenantes autres que l'actionnaire. L'entreprise se fixe ainsi pour objectif l'harmonisation de la valeur financière à court terme et de la valeur partenariale à long terme.

- Trois facteurs principaux influencent la création de valeur : la rentabilité, la croissance et **le risque**. Celui-ci est donc un élément fondamental de l'appréciation de la performance attendue de l'entreprise.

- Les **spécificités socio-culturelles** : évaluer la performance durable de l'entreprise implique d'appréhender tous les facteurs de risques latents, qu'ils soient

¹⁰ SAGHROUN, Judith, EGLEM, Jean-Yves. La recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers. *Revue Comptabilité Contrôle Audit*, 2008/1 Tome 14, p.93-118.

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

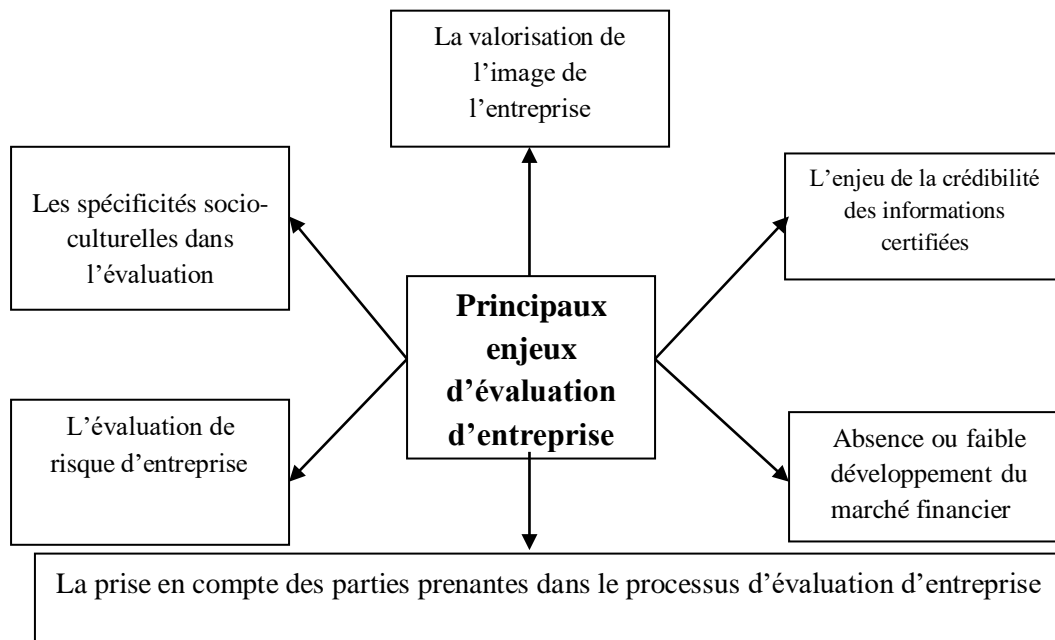
Environnementaux, sociaux ou éthiques. La volonté d'aboutir à une normalisation internationale a comme contrepartie réductrice de peu faire apparaître les spécificités socio-culturelles. Ainsi les indicateurs du domaine social sont très marqués par la conception anglo-saxonne. Par ailleurs, l'IASB, dans le cadre de la rénovation de son cadre conceptuel, envisage de faire entrer le reporting environnemental et social dans son domaine de régulation.

- **L'image de l'entreprise** : Pour certains analystes, l'image de l'entreprise est importante mais difficile à valoriser : « elle se reflète dans le chiffre d'affaires, la capacité à attirer des collaborateurs, du moins dans des secteurs comme le luxe ». Pour d'autres, l'impact financier immédiat est privilégié et la réputation de l'entreprise sera ignorée si les profits sont en croissance. Une entreprise à l'image entachée peut même et avec un certain cynisme être conseillée à l'achat dans une perspective à court terme qui est celle de la plupart des analystes financiers.
- Les **normes comptables internationales** correspondent à une pure vision actionnariale et « des conceptions plus partenariales ou institutionnelles de l'organisation économique de base sont écartées ». Cependant, le cas algérien sera paralysé de l'utilité de ces normes vu que le marché financier algérien est en sous-développement.
- **L'enjeu de la crédibilité des informations certifiées** : deux analystes émettent un doute sur la crédibilité des informations certifiées, dans le cas où l'organisme extérieur serait rémunéré par l'entreprise : « ce serait l'illusion d'une garantie supplémentaire ».

Chapitre 3 : Essai d'analyse de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie : cas illustratifs de « groupe Saidal et Biopharm »

La figure suivante synthétise les principaux enjeux d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien :

Figure 7 : les principaux enjeux d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien



Source : conçu par nous-même.

Les différents enjeux exposés dans la figure ci-dessous ne sont pas uniquement propre au contexte algérien, cependant, pour la plupart de ces enjeux on peut les qualifier comme les principaux d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien, surtout le poids certains enjeux comme par exemple :

- Les spécificités socio-culturelles dans l'évaluation
- L'enjeu de la crédibilité des informations certifiées
- Faiblesse du marché financier.

Conclusion

Conclusion générale

« L'entreprise est le lieu de création de la valeur. »
Gérard Charreaux

Dans le premier chapitre de cette étude, nous avons essayé de décrire les concepts clés liés à l'évaluation de l'entreprise, la définition et l'importance de l'évaluation des entreprises, la définition distinction entre ces deux concepts prix/valeur des entreprises. La présentation du contexte ou l'environnement et les acteurs chargés d'évaluation des entreprises et enfin nous avons présenté la méthodologie de l'évaluation des entreprises selon les propos de l'un des spécialistes en la matière en l'occurrence HIRIGOYEN Gérard.

Dans le deuxième chapitre, nous avons présenté une synthèse des notions et des mécanismes de calcul des méthodes d'évaluation des entreprises méthodes patrimoniales ; les méthodes comparatives et les méthodes perspectives).

Dans le troisième chapitre, nous avons essayé d'analyser la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie. En présentant deux cas illustratifs de « groupes Saidal et Biopharm » à travers la méthode d'évaluation patrimoniale afin de présenter la problématique de choix des méthodes d'évaluation dans le contexte algérien (le cas de la méthode des multiple) et enfin en présentant une analyse des principales difficultés et enjeux d'évaluation d'entreprise dans un contexte algérien en se basant sur les résultats des études spécialisées en la matière.

A travers notre étude, nous avons essayé de traiter la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie. Dans l'ensemble de cette étude, on a montré que :

- Évaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeurs aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix.
- L'évaluation d'entreprise peut être utilisée pour déterminer la juste valeur d'une entreprise pour diverses raisons, notamment la valeur de vente.
- L'évaluation d'entreprise peut être utilisée pour déterminer la juste valeur d'une entreprise pour diverses raisons, notamment la valeur de vente, l'établissement de la propriété des associés, la fiscalité et même les procédures de divorce.
- Que faut-il entendre par le terme « valeur » ? Doit-on l'entendre au singulier ou au pluriel ? La question a son importance car le terme est polysémique selon qu'il s'emploie au singulier ou au pluriel et, comme bien souvent en économie comme ailleurs.
- La distinction valeur financière/valeur stratégique permet ainsi de bien comprendre la différence entre valeur et prix. L'approche stratégique s'intéresse également aux comportements des acteurs du processus d'évaluation en s'appuyant sur le courant de la finance comportementale.

Conclusion générale

- Plusieurs acteurs interviennent lors du processus de l'évaluation de l'entreprise, à savoir : le vendeur, l'acheteur, Cabinet d'audit, Analystes financiers ... Le nombre d'intervenants est proportionnel à l'importance de la transaction et l'objet de l'évaluation.
- Il n'existe pas de méthode « miracle » d'évaluation. Chaque méthode apporte une vision de l'entreprise, plus ou moins pertinente selon sa taille, son secteur d'activité, sa situation financière, sa rentabilité, ses perspectives d'évolution, et le poids de l'équipe et du cédant dans ses performances.
- En raison de sa simplicité d'usage, la méthode des multiples, notamment lorsqu'elle se fonde sur la valeur boursière de sociétés « comparables », est l'une des méthodes d'évaluation des entreprises les plus appliquées par les professionnels.
- La méthode des comparables, relativement aisée du moment où l'évaluateur dépasse le problème de véracité des données comptables de l'entreprise, est le critère de similarité le plus pertinent et cohérent, d'où son utilisation fréquente dans le milieu boursier.
- La validité de la méthode dépend de la comparabilité des métiers, des organisations et des performances des entreprises, et suppose une certaine transparence du marché.
- Il faut savoir raison garder et ne pas confondre les méthodes d'évaluation dont le fondement conceptuel reste plus que jamais pertinent et les hypothèses utilisées par les évaluateurs dont la fragilité est la caractéristique première.
- Les principales difficultés d'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien : absence de la stratégie de l'entreprise, la conception des règles comptables de ces pays n'a pas obéi à des principes facilitant l'évaluation financière, la mesure du risque pays, absence ou faible développement du marché financier, le nombre faible d'entreprises créées en Algérie sous forme de société par action et le problème de manque professionnalisation des pratiques des cabinets de consulting.
- Les principaux enjeux de l'évaluation d'entreprise dans le contexte algérien : l'importance de dimensions sociale et environnementale, la prise en compte des parties prenantes, les spécificités socio-culturelles, le risque entreprise et l'enjeu de la crédibilité des informations certifiées.

Limite de l'étude :

Nous pouvons dire que l'étude des difficultés liés la problématique d'évaluation des entreprises est un sujet important mais complexe et malgré les obstacles rencontrés, certains obstacles peuvent même représenter un avantage pour nous, ce qui nous permis d'enrichir nos connaissances sur le sujet choisis malgré l'énorme temps que cela a nécessité .

Perspectives de l'étude (nouvelles pistes à proposer) :

Conclusion générale

Nous espérons que, dans l'avenir, d'autres recherches auraient, dans le cadre du même thème toujours, de tenter de traiter :

- La problématique d'évaluation d'entreprise économiques algériennes et la gouvernance d'entreprise.
- Analyse des pratiques d'évaluation des entreprises économiques algériennes .
- Les enjeux de la problématique d'évaluation des entreprises en Algérie.

Bibliographie

Ouvrages :

1. BAPTISTE. J., TOURNIER J-C. *Evaluation d'entreprise : Que vaut une entreprise ?* Paris : Edition d'Organisation, 2002.
2. BRILMAN.J et MAIRE.C. *Manuel des évaluations des entreprises.* Paris : éditions d'organisation, 1990.
3. CHARREAUX, Gérard. *Finance d'entreprise.* 2^{ème} édition, Paris : Dunod, 2014.
4. COHEN, Elie. *Gestion financière de l'entreprise et développement financier.* Edition : EDICEF, Canada, 1991.
5. COHEN. Elie. *Analyse financière.* 6^{ème} édition, Paris : Economica, 2006.
6. DAHAK, A., KARA, R. *Le Mémoire de Master : du choix du sujet à la soutenance.* 2^{ème} édition, Tizi-Ouzou : Edition El Amel. 2022.
7. DE LA CHAPELLE, P. *L'évaluation des entreprises.* 2^{ème} édition, Paris : édition Economica, 2004.
8. DE LA CHAPELLE, P. *L'évaluation des entreprises.* 3^{ème} édition, Paris : Economica, 2007.
9. DELLA, P. Faille. *Fusion, acquisition et évaluations d'entreprises : une approche juridique.* Paris : EdLarcier& Amazon, 2001.
10. GLIZ, Abdelkader. *L'évaluation de l'entreprise.* Alger : édition Berti, 2020.
11. Groupe Eyrolles, *MBA Finance*, Paris : Edition d'Organisation, 2010.
12. HIRIGOYEN, Gérard. La problématique de l'évaluation des entreprises. In: BURLAUD, A., MARCHESNAY, M., HELFER, J. (dir.) *Identités de la gestion: Mélanges en l'honneur du Professeur Pierre Lassègue.* Paris : Edition Vuibert, 1991, p. 83-97.
13. HONIGMAN.C.N, TUBIANA.H.M. *Diagnostic évaluation et transmission des entreprises.* Édition LITEC, 1992, p.320.
14. Hubert De La Bruslerie. *Analyse Financière : Information financière, diagnostic et évaluation.* 4^{ème} édition. Paris : Dunod, 2010.
15. HUTIN, Hervé. *Toute la finance de l'entreprise « en pratique ».* 2^{ème} édition, Paris : Edition d'Organisation, 2003.
16. LEGROS, Georges. *L'évaluation des entreprises : Méthodes et études de cas.* 2^{ème} édition. Paris : Dunod, 2015.
17. LEGROS, Georges. *L'évaluation des entreprises.* Paris : Dunod, 2011.
18. McKinsey & Company. *La stratégie de la valeur.* Paris : édition d'Organisation, 2002.
19. PALARD, Jean-Étienne., IMBERT, Franck. *Guide pratique d'évaluation d'entreprise,* Paris : Groupe Eyrolles, 2013.
20. PALOU. J-M. *Les méthodes d'évaluation d'entreprise.* Paris : groupe revue fiduciaire, 2003.
21. SELMER, Caroline. *Toute la fonction Finance.* Paris : Dunod, 2006.
22. TCHEMENI, E. *L'évaluation des entreprises.* 2^{ème} édition, Paris : Edition ECONOMICA, 1998.
23. THAUVRON, Arnaud. *Evaluation d'entreprise.* 4^{ème} édition, Paris : Economica, 2013.
24. TOURNIER, Jean-Baptiste., TOURNIERP, Jean-Claude. *Evaluation d'entreprise : Que vaut une entreprise ?* 4^{ème} édition, Paris : Éditions d'Organisation, 2007.
25. VERNIMMEN, Pierre. *Finance d'entreprise.* 17^{ème} édition. Paris : Dalloz, 2019.

Bibliographie

Revue et articles de périodique, colloques et séminaires :

26. ASTOLFI, Pierre et *al.* Méthode des multiples : contribution à l'évaluation des entreprises. In : *Revue française de gestion*. v5, n°242, 2014, p.83-101.
27. BENQUET, Marlène. Fixer le prix des entreprises : Pour une ethnocomptabilité de l'activité des fonds d'investissement. In : *Sociétés contemporaines*, 2018/2 N° 110, p. 89-117.
28. CEDDAHA, Franck. *L'évaluation d'entreprises « Crise des méthodes ou méthodes de crise ? »*, ABN AMRO Corporate Finance France.
29. DE BREBISSON, Christophe., BIANCO, François. La valeur de l'entreprise : les clés d'une bonne évaluation connaître, comprendre et dépasser. In : *Les actes du Congrès National d'ECF*, 2012, p.86-97.
30. EL ATTAR, Abdelilah. L'Évaluation de la Valeur de l'Entreprise par l'Approche Basée Sur le Triptyque Coût-Qualité-Temps. *Dossiers de Recherches en Economie et Gestion*: Numéro spécial : Décembre 2014, p.82-106.
31. GLIZ, Abdelkader. Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché. *Cahiers du CREAD*, n°54, 2000, p. 5-33.
32. HIRIGOYEN, Gérard. Valeur et évaluation des entreprises familiales. In : *Revue française de gestion*, 2014/5 N° 242, p.119- 134.
33. PANSARD.J.F., et PREAU, P. Les 10 erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise. In : *Revue Convergence*, N°6, novembre 2012, p.5
34. SAGHROUN, Judith., EGLEM, Jean-Yves. À la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers. In : *revue Comptabilité Contrôle Audit*, 2008/1, Tome 14, p.93-118.
35. YEKKOUR Ahmed, MOHAMMED BENAHMED, Asmaa. Le marché boursier algérien : une étude analytique de la bourse d'Alger dès 1999 jusqu'à 2018. *Revue Cahiers Economiques*. V. 13, N. 01 (2022), p.792-800.

Thèses et mémoires :

36. BIREM, Hind. *Évaluation d'entreprises dans le cadre de la privatisation*. Mémoire de fin d'étude en vue de L'obtention du Diplôme Supérieur des Etudes Bancaires, 12ème promotion, ESB, Alger, 2010.
37. TLAMSI, Ismahene. *Interaction Entre l'Evaluation de l'Entreprise et la Gouvernance: Cas de la Société Saidal*. Thèse de doctorat LMD, Université Abdelhamid BEN BADIS MOSTAGANEM, 2018.
38. ZIANE, Makhlof, *L'évaluation des entreprises à privatiser appréciation de la démarche*, mémoire de fin d'étude en vue de l'obtention du Diplôme Supérieur des Etudes Bancaires, ESB, Alger, 2007.

Rapports d'activités et de gestion:

39. Rapport du conseil d'administration 2020 de groupe Saidal 2020.
40. Rapports de gestion, Groupe Biopharm, 2017,2020 et 2021.

Bibliographie

Références électroniques (Sites internet) :

41. FRASZKA, Maks. Investirsorcier. <https://www.investirsorcier.com/definition-de-levaluation-dentreprise/>
42. TELLER, Marina. Le juriste, le comptable et la valeur : Une fable des temps modernes. Presses universitaires de Provence, p.73-78. <https://books.openedition.org/pup/30888>
43. <https://www.biopharmdz.com>
44. <https://www.saidalgroup.dz>
45. <https://www.algerie-eco.com>