MINISTRE DE L'ENSEIGENEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE Mouloud MAMMERI de TIZI-OUZOU
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

Mémoire de fin de cycle

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

Option : Finance d'Entreprise

Thème :

Evaluation financière et économique des entreprises : Cas de l'entreprise SAIDAL

Présenté par :

M.HADJ-NACEUR Massi

M^{elle}. LACHEMOT Thanina

sous la direction de :

M.OUALIKAN Selim

Devant le jury composé de :

Président : M.ABIDI Mohammed

Rapporteur : M.OUALIKAN Selim

Examinateur : ACHIR Mohammed

Promotion : 2019/2020

Remerciement

Nous remercions Dieu le tout puissant de nous avoir donné la santé, le courage, la chance et la volonté d'entamer et de terminer ce mémoire.

Tout d'abord, ce travail ne serait pas aussi riche et n'aurait pas vu le jour sans l'aide et l'encadrement de ***Monsieur OUALIKAN Selim*** *nous le remercions pour la qualité de son encadrement exceptionnel, pour sa patience, sa rigueur et sa disponibilité durant notre préparation de ce mémoire.*

Nous remercions les membres de jury d'avoir accepter d'examiner et évaluer ce travail.

Nos profonds remerciements vont également à toutes les personnes qui nous ont aidé et soutenu de près ou de loin pour la réalisation de ce travail.

Dédicace

Je dédie ce travail à

Mes parents

***Ma mère**, qui a œuvré pour ma réussite, de par son amour, son soutien, tous les sacrifices consentis et ses précieux conseils, pour toute sons assistance et sa présence dans ma vie.*

A** ma sœur jumelle **DIHIA

***A** mon cher frère **JUGURTHA** que Dieu le garde*

***A** mes chères tantes « Drifa, Rachida et Kahina »*

***A** ma chère Grand-mère Tassadit que Dieu nous le grade*

***A** mes cousins et cousines Yahia Louai, Mohand, El hadj, Nadia, Sofia, Hayet, Souad, Henia, Lysa, Taoues*

Comme je dédie ce modeste travail a LAIDI Lyes, ZEBOUDJ Yousef et CHAICHE Abdallah les plus chers au monde qui sont toujours à mes cotés.

***A** mes amis (es) KHERROUB Faiza, KHENNACHE Thinhinan, KHELOUI Meriem,AIT YAHIAOUI Dihia, LAICHE Said, KEDDICI Lakhedar, LAISSAOUI Idir, NEGAA Kaci , NEGAA Leticia, BOUAZIZ Arezki , KHELFAOUI Ghiles, AITA SALEM Ghiles et Zakia , LAGAB Boussad , les membres de l'association ANZA N TWENADT et mes amis de GHARDAIA . Pour notre amitié et tous les bons moments passés et à venir, pour votre présence, vos bons conseils et nous fous rires partagés.*

A ma binôme LACHEMOT Thanina et sa famille.

***A** la mémoire de ma Grand-mère **TAOUES**, mon exemple, mon plus beau souvenir, mon premier professeur, j'aurais tant aimé que tu sois présente, que Dieu le tout puissant puisse t'accorder son infinie misé corde et t'accueil dans son vaste éternel paradis.*

Vers la fin, à toutes les personnes qui me connaissent et que je connais.

Massi

Dédicace

Je dédie ce modeste travail particulièrement à mes chers parents, qui ont consacré leur existence à bâtir la mienne, pour leur soutien, patience et soucis de tendresse et d'affection pour tout ce qui ils ont fait pour que je puisse arriver à ce stade.

A l'homme, mon précieux offre du dieu, qui doit ma vie, ma réussite et tout mon respect : mon cher papa ALI

A la femme qui a souffert sans me laisser souffrir, qui n'a jamais dit non âmes exigences et n'a épargné aucun effort pour me rendre heureuse : mon adorable mère NACIRA

A mes chères sœurs Katia, Céline et Noura qui n'ont pas cessée de me conseiller, encourager et soutenir tout au long de mes études. Que Dieu les protège et leurs offre la chance et le bonheur.

A mon petit ange Yacine qui sait toujours comment procurer la joie et le bonheur pour toute la famille.

A tous mes amis (es), tout particulièrement thinhinan, Faiza, Meriem, Sara, massi, et mon binôme Massi

A vous cher lecteur

LISTE DES ABRÉVIATIONS

Abréviation	Désignation
ANC	**A**ctif **N**et **C**omptable
ANCC	**A**ctif **N**et **C**omptable **C**orrigé
ANR	**A**ctif **N**et **R**éévalué
BFR	**B**esoin en **F**ond de **R**oulement
BFRE	**B**esoin en **F**ond de **R**oulement d'**E**xploitation
BFRHE	**B**esoin en **F**ond de **R**oulement **H**ors **E**xploitation
CA	**C**hiffres d`**A**ffaires
CAF	**C**apacité d`**A**utofinancement
CAFG	**C**apacité d'**A**utofinancement **G**lobale
CE	**C**apitaux **E**ngagés
CF	**C**ash-**F**low
CI	**C**apitaux **I**nvestis
CMPC	**C**oût **M**oyen **P**ondéré du **C**apital
DA	**D**inars **A**lgérien
DAA	**D**otation **A**ux **A**mortissements
DCF	**D**iscounted **C**ash **F**low
DCT	**D**ettes à **C**ourt **T**erme
DLMT	**D**ettes à **L**ong et **M**oyen **T**erme
DIV	**D**ividendes
EBE	**E**xcédent **B**rut d'**E**xploitation
ES	Emplois Stables
EVA	**E**conomic **V**alue **A**dded
FP	**F**onds **P**ropres
FR	**F**onds de **R**oulement
FRN	**F**onds de **R**oulement **N**et
FRP	Fonds de Roulement Propre
FRT	Fonds de Roulement **T**otal
GW	**G**ood **W**ill
IBS	**I**mpôt sur le **B**énéfice des **S**ociétés
KCP	**C**oût des **C**apitaux **P**ropres
MDA	**M**illiers de **D**inars **A**lgériens
MEDAF	**M**odel d'**E**valuation **D**es **A**ctifs **F**inanciers
MVA	**M**arket **V**alue **A**dded
NOPAT	**N**et **O**perating **P**rofit **A**fter **T**ax
PPC	**P**rovisions pour **P**ertes et **C**harges
RCAI	**R**ésultat **C**ourant **A**vant **I**mpôt

RF	**T**aux sans **R**isques
RM	**R**isques de **M**arché
ROCE	**R**eturn **O**n **C**apital **E**mployed
RS	**R**essources **S**tables
SARL	**S**ociété à **R**esponsabilité **L**imitée
SIG	**S**olde **I**ntermédiaire de **G**estion
SP	**S**uperprofit
SPA	**S**ociété **P**ar **A**ction
TN	**T**résorerie **N**ette
VA	**V**aleur **A**joutée
VCP	**V**aleurs des **C**apitaux **P**ropres
VD	**V**aleur **D**isponible
VE	**V**aleur d'**E**xploitation
VI	**V**aleur **I**mmobilisées
VR	**V**aleur **R**éalisables
βi	**C**oefficient de sensibilité au risque

Liste des tableaux

Tableau N° 01 : Les éléments de la structure financière 37

Tableau N° 02 : La détermination du FRNG 41

Tableau N° 03 : Principales informations à collecter..... 58

Tableau N° 04 : Une différenciation schématique des démarches d'analyse..... 62

Tableau N° 05 : Présentation de l'actif du bilan comptable..... 69

Tableau N° 06 : Présentation du passif d'un bilan comptable..... 70

Tableau N° 07 : Schématisation du bilan financier..... 74

Tableau N° 08 : Présentation de l'actif et passif du bilan financier 78

Tableau N° 09 : Présentation du bilan financier en grand de masse..... 79

Tableau N° 10 : L'évolution du fonds de roulement net..... 81

Tableau N° 11 : Présentation de la trésorerie nette 90

Tableau N° 12 : Présentation du tableau des soldes intermédiaires de gestion..... 94

Tableau N° 13 : Présentation schématique de la CAF a partir de résultat net 97

Tableau N° 14 : Présentation schématique de la CAF a partir de l'EBE 98

Tableau N° 15 : Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation..... 104

Tableau N° 16 : Traitements de l'immobilisation corporelle..... 111

Tableau N° 17 : Les métiers du groupe SAIDAL par activité 134

Tableau N° 18 : Les emplois du groupe SAIDAL de 2017 à 2019 138

Tableau N° 19 : les ressources du groupe SAIDAL de 2017 à 2019 140

Tableau N° 20: bilan condensé 31/12/2017..... 141

Tableau N° 21 : Bilan condensé 31/12/2018 141

Tableau N° 22 : Bilan condensé 31/12/2019 141

Tableau N° 23 : Evolution du FRN du groupe SAIDAL 143

Tableau N° 24 : Calcul du FRN 143

Tableau N° 25 : Evolution du BFR Du groupe SAIDAL 144

Tableau N° 26 : Evolution de la TN du groupe SAIDAL 145

Tableau N° 27 : Tableau du compte de résultat du groupe SAIDAL..... 150

Tableau N° 28 : Calcul de la CAF par la méthode additive 153

Tableau N° 29 : Calcul de l'actif net comptable 155

Tableau N° 30 : Calcul du coût des fonds propres pour les années 2017 ; 2018 et 2019 159

Tableau N° 31 : Calcul du coût du capital pour les années 2017 ; 2018 et 2019..... 160

Tableau N° 32 : Calcul des flux de trésorerie disponible..... 163

Tableau N° 33 : Synthèse de toutes les méthodes présentées 165

Liste des schémas

Schéma N° 01 : Etapes-Clés du processus d'évaluation d'entreprise 56

Schéma N° 02 : Outils-clés de l'évaluation de l'entreprise..... 57

Schéma N° 03 : Calcul du fonds de roulement net..... 80

Schéma N°04 : Représentation du besoin en fonds de roulement positive 86

Schéma N°05 : Représentation du besoin en fonds de roulement négative 87

Schéma N°06 : La notion de l'actif net comptable 109

Liste des annexes

Annexe 01 : Les emplois du groupe SAIDAL de 2017 à 2019

Annexe 02 : Les ressources du groupe SAIDAL (2017)

Annexe 03: Les emplois du groupe SAIDAL (2018)

Annexe 04 : Les ressources du groupe SAIDAL 2018

Annexe 05: Les emplois du groupe SAIDAL (2019)

Annexe 06: Les ressources du groupe SAIDAL (2019)

Sommaire

Remerciement

Dédicace

Liste des abréviations

Liste des schémas

Liste des annexes

Introduction générale 8

Chapitre 01 : Les fondements théorique de la valorisation des entreprises 11

Section 01 : La valorisation dans un contexte parfait (traditionnel) 12

Section 02 : La valorisation dans un contexte imparfait (modern) 21

Section 03 : La valorisation de l'actif économique 36

Chapitre 02 : Contexte ; démarches et méthodes d'évaluation de l'entreprise 49

Section 01 : Concept de l'évaluation de l'entreprise 49

Section 02 : Démarches et procédure d'évaluation de l'entreprise 55

Section 03 : Méthodes d'évaluation 107

Chapitre 03 : Evaluation de la société SAIDAL 129

Section 01 : La présentation de Groupe SAIDAL 129

Section 02 : Analyse de la structure financière du Groupe SAIDAL 138

Section 03 : Evaluation de l'entreprise SAIDAL 154

Conclusion générale 168

Références bibliographique 170

Annexes 173

Table des matières 176

L'évaluation des entreprises est importante dans la vie économique contemporaine, elle touche tous les secteurs d'activité dans tous les pays développés, mais aussi dans les États émergents. La vague de privatisation des entreprises publiques entamées par les pays industrialisés (Grande Bretagne, France, Italie, Etats-Unis, etc.…) durant les années 1980 et 1990 et le processus de libéralisation économique des pays émergents, particulièrement en Asie et en Amérique Latine, ont considérablement donné un élan à ce phénomène d'évaluation. Les évaluations des entreprises se multiplient dans tous les secteurs d'activité. Elles sont devenues un acte fréquent dans la vie économique.

En réalité, le développement de l'évaluation de l'entreprise a débuté à partir de 1929, quand les entrepreneurs et les chefs d'entreprise ont commencé à accorder une attention particulière à la valeur de leur entreprise.[1]

L'évolution constante de l'environnement économique et financier au cours des vingt(20) dernières années, accompagnée de la mondialisation des échanges a induit un développement de la conception d'évaluation des entreprises.

L'évaluation de ces entités est une activité complexe, qui fait appel à de nombreuses disciplines : la finance, la comptabilité, la stratégie de l'entreprise, le droit et la fiscalité, c'est ce qui fait son intérêt mais également sa difficulté.

La privatisation, la multiplication du nombre de firmes qui peuvent faire l'objet de cessions, le développement des échanges en bourse accroissent la nécessité d'évaluer une société, lorsqu'on acquiert ou qu'on vend une partie.

Les cessions des firmes d'une certaine importance mettent en relation, des vendeurs et acheteurs de différentes nationalités, c'est ce qui a conduit à des évaluations d'envergure internationales (des vendeurs et des acheteurs de différentes nationalités : cas de la télécommunication en Algérie). Cependant, les méthodes d'évaluation ; nécessitent des données homogènes, notamment en ce qui concerne les bases comptables de l'évaluation.

En effet, les méthodes d'évaluations nécessitent d'être normalisées afin de servir au mieux ses fonctions. L'objectif principal des normes est de standardiser les principes et

[1] Jean-Etienne Palard- Franck Imbert, «Guide pratique d'évaluation d'entreprise », groupe Eyrolles 2013 P 19.

méthodes comptables, pour faciliter les comparaisons entre entreprises. Grâce à ces normes, les pratiques de l'évaluation sont devenues homogènes.

L'entreprise est un bien, qui se vend, s'achète, se transmet de main en main, dans le cadre du changement de stratégie. Elle a une valeur et peut être évaluée. Cette évaluation se réalise sur la base de plusieurs méthodes et de différentes techniques.

Il existe plusieurs méthodes de valorisation d'entreprise qui ne sont pas systématiquement pertinentes, et l'utilisation de plusieurs d'entre elles, permet d'établir une fourchette de valeur.

Les méthodes d'évaluations ont évolué depuis plus de trois décennies, et sont enseignées dans les universités ; les écoles et les organismes professionnels, c'est ce qui a contribué à les standardiser. Les experts de la finance d'entreprise ont mis au point des techniques de plus en plus sophistiquées pour déterminer la valeur des entreprises. Les méthodes sont devenues relativement complexes et de nombreuses formules mathématiques sont apparues.

L'évaluation de l'entreprise vise à faire correspondre à ses capitaux propres un chiffre qui est censé en exprimer l'utilité économique pour un opérateur souhaitant procéder à une opération: le plus souvent il s'agit d'une évaluation à des fins de transaction pour acheter ou vendre l'entreprise ou des parts de capitaux propres de l'entreprise. La démarche d'appréhension de l'entreprise vise donc à analyser l'utilité économique dans le cadre d'un projet de poursuite d'activité et de continuation des relations avec les tiers. L'évaluation s'effectue en général avec une hypothèse implicite de continuité des opérations dans une dimension temporelle qui est celle de son plan d'action stratégique. [2]Pour cela, notre mémoire s'intéresse à l'évaluation dans sa motivation et dans sa méthodologie, c'est ce qui va nous permettre de mieux cerner la problématique suivante :

Quel est l'intérêt qu'apporte l'évaluation des entreprises aux gérants et aux partenaires de cette dernière ?

[2] G.CHAPLAIN, **pratique moderne de l'évaluation d'entreprise**, éditions EMS, Paris 2004, p 20.

Pour répondre à cette question principale, nous devons d'abord répondre à un certain nombre de questions auxiliaires telles que :

- Avec quelle méthode évaluer une entreprise ?
- Quelle est l'étape préalable à l'évaluation de l'entreprise ?

Afin de répondre à ces questions et pour mieux comprendre le processus d'évaluation d'entreprise, nous allons procéder à simuler une d'évaluation d'un cas concret à savoir l'entreprise SAIDAL que nous étudierons dans la limites des données et des informations auxquelles on a pu avoir accès. L'organisme d'accueil, en effet, est un groupe pharmaceutique généraliste algérien, leader dans la production des médicaments.

En revanche, pour répondre à notre problématique de travail nous avons avancés les hypothèses suivantes :

- Toutes les méthodes d'évaluation peuvent êtres utilisées pour évaluer l'entreprise SAIDAL.
- L'évaluation constitue un préalable pour toute action stratégique.

.Objectif du travail

L'objectif de ce présent mémoire est de présenter l'ensemble des techniques et de méthodes d'évaluation et de les appliquer à l'une des plus grande entreprise publique algérienne cotées à la bourse d'Alger« SAIDAL ». Celle-ci fera l'objet d'une évaluation en essayant de procéder à la valorisation de cette société

Méthodologie de recherche

Pour la réalisation de notre travail, nous avons utilisé la méthode descriptive et la méthode déductive.

La première nous permettra de saisir le champ théorique de l'évaluation des entreprises ; la deuxième et au travers de l'étude de cas nous allons également collecter les informations nécessaires à l'élaboration du travail d'évaluation, puis les analyser et interpréter les résultats obtenus, c'est ce qui présente la dernière étape de notre travail.

Structuration du travail

Notre travail s'articule autour de trois (03) chapitres :

Le premier chapitre intitulé «Les fondements théoriques de la valorisation de l'entreprise ». Le second, portera sur « Le contexte, les démarches et les méthodes d'évaluation d'entreprise ». Au niveau du dernier chapitre, nous allons, procéder à la présentation de la société SAIDAL et à l'élaboration des différents diagnostics préalables nécessaire à son évaluation et ce, pour déterminer ses forces et ses faiblesses, puis on procédera à l'application des différentes méthodes d'évaluation sur le groupe SAIDAL afin de déterminer sa valeur et enfin nous discuterons les résultats obtenus après utilisation de ces méthodes.

Introduction

La théorie financière est abordée dans deux (02) contextes, le contexte parfait et le contexte imparfait ; sous l'hypothèse de la perfection du marché, la théorie financière est dite traditionnelle, et moderne sous l'hypothèse de l'imperfection du marché.

Effectivement avant (1958) la finance d'entreprise était considérée comme une discipline académique, qui ne s'intéressait pas à la structure de financement. Ce n'est qu'en (1958) et avec l'apparition du premier article de Modigliani et Miller, que la théorie financière avance l'hypothèse de l'impact de la structure de financement sur la valeur de l'entreprise.

Les auteurs en question ont étudié le coût du capital, et par conséquent ont pu passer d'un modèle théorique descriptif normatif à un modèle théorique explicatif. Cependant, l'hypothèse en question fut très rapidement critiqué et ce dû à l'absence d'un paramètre prépondérant qu'est la fiscalité.

C'est n'est qu'en (1964) que Modigliani et Miller introduisent la fiscalité et démontrent que les divisions financières de type de financement et de distribution de dividende influence la valeur d'entreprise en plus de l'arbitrage entre le coût et la dette[1].

L'arrivé de Sharpe et Linter en (1965), avec l'objectif d'introduction du prix du risque, du taux d'actualisation et du choix d'investissement qui impacte la valeur de l'entreprise dans la mesure où ces derniers impactent la rentabilité des investissements engagés qui non seulement dépendent des critères précités mais sont également fonction des normes du marché financier et conclure sur le fait que la firme soit une entité présentant un ensemble d'actifs.

Le caractère optionnel et des investissements et des financements de Black et Scholes (1973) mettent en œuvre les options d'achat appliquées sur l'entreprise, qui donne le droit d'acheter une action à un prix donné et à une période donné et à travers cela, évaluer l'évolution de la valeur réelle de l'entreprise.

L'arrivé du modèle de Jensen et Meckeling en (1976), supposant le changement de la notion de la firme, celle-ci est considérée comme « un nœud de contrat » par lequel l'actionnaire cède ses fonds aussi le droit de décision au dirigeant, cette relation entre l'actionnaire et dirigeant est définie comme « une relation d'agence » non homogène, où règnent le conflit d'intérêts traduit par la diversification des objectifs de l'actionnaire et du

[1] Croquet.M , Heldenvergh.A, «Structure financière de l'entreprise »,édition Larcier, 6 Oct. 2008, P158.

dirigeant qui ne vont presque jamais dans le même sens, ce qui impose à l'actionnaire d'effectuer des contrôles coûteux. Les conflits entre les deux peuvent se faire éviter grâce à la politique de financement Plus précisément la politique d'endettement, la dette incite à la création de valeur, c'est ce qui a été proposé expliqué par Mayers et Majluf en (1984) afin de faire face et mètre à terme l'asymétrie informationnelle source des conflits[2].

Dans le but d'étaler notre recherche et afin de s'apprivoiser le socle théorique de la théorie financière nous avons décidé de scinder Ce chapitre en trois (03) sections :

- **Section 01 : La valorisation de l'entreprise dans un contexte parfait (traditionnel)**
- **Section 02 : La valorisation de l'entreprise dans un contexte imparfait (moderne)**
- **Section 03 : La valorisation de l'actif économique de l'entreprise**

Section 01 : La valorisation de l'entreprise dans un contexte parfait (traditionnel)

Dans cette section nous allons parler sur la théorie de décision de financement de Modigliani et Miller en (1958) avec ou sans impôt. Nous aborderons ainsi : la thèse de la neutralité de Modigliani et Miller sur la politique des dividendes, les critiques de modèle de Gordon et Shapiro en (1959), et enfin la thèse de la non neutralité dans le monde traditionnel.

1. La théorie de décision de financement de Modigliani et Miller avec ou sans impôt :

En (1958), les travaux de Modigliani et Miller ont démontré que le choix entre les dettes et capitaux propres n'a pas d'impact sur la valeur de la firme dans un monde sans impôt et sans coûts de transaction.

Ce théorème a été modifié pour la première fois en (1963) par l'intégration de la fiscalité des entreprises. Dans ce cadre, Modigliani et Miller ont démontré que la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égal a la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt et liée à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette.

[2] Charreux.G « Finance d'entreprise »,3eme Edition ems, P125.

D'un point de vue financier, l'objectif d'une entreprise est de créer de la valeur, c'est-à-dire d'être capable de réaliser un investissement dont le taux de rentabilité dégagé est supérieur au taux de rentabilité exigé compte tenu du risque.

Les entreprises satisfaisant leurs besoins financiers soient en réinvestissant leurs bénéfices ou en faisant appel à des sources de financements externes.

En général, les entreprises choisissent de se financer par une combinaison de capitaux propres et de dettes.

La théorie de Modigliani et Miller est fondée sur les marchés financiers s'opèrent sans coût de transactions ou les coûts de transaction sont nuls, il n'y pas d'asymétrie d'information entre les agents et ainsi absence des conflits d'intérêts et de taxes.

1.1. La théorie de Modigliani et Miller en absence d'impôt

A partir de (1958) Modigliani et Miller insistent sur le fait que la neutralité de l'effet de l'impôt sur la structure financière de l'entreprise.

Selon le modèle de Modigliani et Miller (Modigliani and Miller's (capital structurs irrelevance proposition), cette théorie opère dans une économie où il n'y a pas d'impôts (absence d'impôt).

Ainsi, ces théorèmes avancent que la valeur de l'entreprise dépend uniquement de la valeur de ses actifs.

La structure financière n'a aucun n'impacte sur la valeur de l'entreprise (neutralité de la structure financière) et sur son coût de capital. Pour cela, ce théorème avance deux (02) propositions à savoir :

- **Proposition 01 : La neutralité de la structure de financement**

La proposition (01) de Modigliani et Miller (ou propriété de neutralité) énonce que la valeur marchande **Ve** d'une entreprise endettée à la valeur de la même entreprise supposée non endettée **Vn**[3].

$$Ve = Vn$$

[3] George Langlois et Michelle Mollet « manuel de gestion financière », Edition Berti, Alger, 2011, P299

Source : George Langlois et Michelle Mollet « manuel de gestion financière », Edition Berti, Alger, 2011, P299

Avec :

Ve : Valeur de l'entreprise endettée

Vn : Valeur de l'entreprise non endettée

- **Proposition 02 : L'augmentation du coût des fonds propres avec l'augmentation de la dette**

La proposition (02) de Modigliani et Miller énonce que le rendement prévu des capitaux propres de l'entreprise endettée augmente proportionnellement aux rations de dette et la valeur de marché des capitaux propres.

Cette dernière affirme que le coût des capitaux propre de l'entreprise est directement proportionnel au niveau d'endettement de l'entreprise. Une augmentation du niveau de levier induit une probabilité de défaut plus élève pour une entreprise. Par conséquent, les investisseurs ont tendance à exiger un coût des capitaux propres élevé (rendement) pour compenser le risque supplémentaire.

1.2. La théorie de Modigliani et Miller sur la valeur de l'entreprise en présence d'impôt (*the trad of thoery of leverage*)

- **L'incidence de la structure de financement :**

La proposition (01) est reformulée, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise non endettée, majorée de produit de la dette par le taux de l'impôt

L'économie d'impôt ristourne à l'entreprise le privilège d'augmenter ses capitaux investis, profité des économies d'impôts que confère la déductibilité des intérêts, ce qui se traduit positivement sur la structure financière de l'entreprise en conférant un effet de levier financier. Ainsi, la politique de financement impacte directement la structure financière de l'entité économique.[4].

$$Ve = Vn + D * t$$

Source : Charreux.G « Finance d'entreprise »,3eme Edition ems, P136

[4] Charreux.G , Op.cit, P136.

Avec ;

Ve : Valeur de l'entreprise endettée

Vn : Valeur de l'entreprise non endettée

D : Dettes

T : Taux d'imposition

- **Le coût des capitaux propres**

Le taux des rendements requis des capitaux propres de l'entreprise endettée (ou cout des capitaux propres) peut être déterminé en fonction de taux de rendement après impôt Ra, requis des actifs économiques de l'entreprise non endettée ou ce qui revient au même en fonction du coût des capitaux propres de l'entreprise endettée[5].

$$Re=Ra+ (1-t) (Ra-Rd) D/C$$

Source : Charreaux.G, Op.cit, P.134.

Avec ;

Re : rendement des capitaux propres

Ra : rendement des actifs économiques

Rd : rendement de dettes

D : dettes

C : capitaux propres

- **Le coût moyen pondéré des capitaux**

Le coût moyen pondéré du capital **(CMPC)** ou (Weighted *Average Cost of Capital)* (WACC) est le taux de rentabilité exigé par les actionnaires et les créanciers pour financer l'entreprise.

[5] Charreaux.G, Op.cit, P.134.

Il est égal au coût moyen pondéré de différentes sources de financement de l'entreprise (les capitaux propres et l'endettement net)[6].

CMPC=Kcp [CP/ (D+CP)] +Kd [D/ (D+CP)]

Source : Charreaux.G, Op.cit, P.131

Avec ;

Kcp : Le coût des capitaux propres

Kd : Le coût de l'endettement

D : Dettes

CP : Capitaux propres

La valeur d'une entreprise endettée (**Ve)** est égale à la valeur des flux nets d'exploitation après impôt incinérer au taux d'actualisation. Le coût de la dette calculé après impôt tient compte de la déductibilité des charges financières et donc de l'économie d'impôt qui en résulte.

La fiscalité met en évidence les effets de la politique d'endettement sur la valorisation de l'entreprise. D'autres ajustements sont requis dans l'évaluation du coût de capital, notamment avec la prise en compte des coûts de faillite.

Si l'endettement procure un avantage fiscal, les entreprises devraient avoir secours à des taux d'endettement les plus élevés possible.

L'entreprise certes a un avantage lorsqu'elle s'endette mais elle doit respecter sa capacité d'endettement et de remboursement.

Les capitaux propres ne sont pas gratuits. Ce coût n'est pas observable directement sur le marché comme un taux d'intérêt (il n'est pas explicit comme cout de la dette). La théorie financière a développé plusieurs modèles permettant d'évaluer le taux de rentabilité que les actionnaires attendent sur leurs investissements en actions. Selon le MEDAF (Modèle

[6] Charreaux.G, Op.Cit, P131.

d'évaluation des actifs financiers), le taux de rentabilité attendu par les actionnaires est donné par la relation suivante[7] :

$$Kcp = Rf + (Erm - Rf)\,\beta i$$

Source : Charreaux.G , Op.cit, P121.

Avec ;

Erm : Taux de rentabilité sur le portefeuille du marché

Rf : Taux de rentabilité des actifs sans risque

βi : Coefficient de risque systématique

- **le coefficient de risque systématique** : représente la sensibilité d'une action aux mouvements du marché dans son ensemble.
- La rentabilité elle peut être définie comme la capacité de l'entreprise à dégager un résultat positif à partir des capitaux.

2. La thèse de Modigliani et Miller sur la neutralité de la politique des dividendes :

La notion de la politique de la distribution des dividendes se traduit par le choix que doit faire l'entreprise entre la répartition des résultats (versement des bénéfices aux actionnaires) et la constitution des réserves pour financer la croissance de l'entreprise (les investissements).

Les auteurs Modigliani et Miller démontrent que la valeur de la firme ne se détermine que par la capacité bénéficiaire de ses actifs et sa politique d'investissement et que par conséquent la façon dont les bénéfices sont repartis entre les dividendes et les réserves n'a aucune incidence sur cette valeur.

En effet, selon Modigliani et Miller au moment où la firme prend la décision d'investissement elle doit également décider soit de conserver ses bénéfices ou les distribuer. Par conséquent, augmenter son capital en émettant de nouvelles actions d'un montant de dividendes distribués, afin de pouvoir financer ses investissements.

[7] Charreaux.G, Op.cit, P121.

Modigliani et Miller ont pensé que la diminution du prix de l'action sur le marché due au recours financement externe est totalement compensée par l'augmentation de ce même prix pour donner suite au paiement de dividendes.

En revanche, l'actionnaire sera totalement indifférent entre la distribution des dividendes ou la rétention des bénéfices[8].

- **La politique résiduelle :** le dividende est déterminé de façon résiduelle. L'entreprise évalue ses possibilités de financement, en y intégrant l'endettement, puis retranche les projets d'investissement rentable. Le niveau du dividende dépend du solde disponible[9].

$$Vo= \sum (\beta t-It) / (1+Kt)$$

Source : Yaakoubi.A et Olfariahi « Les déterminants de la structure du capital », université de la manouba, 2007, P47

Avec les notions suivantes :

βt : Bénéfice net relise durant la période

It : Investissement à la période t

Kt : Coût des fonds propre suppose constant

Dans un contexte parfait Modigliani et Miller parviennent à prouver que la valeur de l'entreprise ne dépend que de ses bénéfices et ses investissent et qu'elle est toute a fait indépendante de sa politique de distribution.

3. La critique du modèle de Modigliani et Miller ainsi que l'importance de la politique des dividendes (modèle de Gordon-Shapiro) :

Selon le modèle de GORDON SHAPIRO (1959) la valeur de l'action est égale à la somme actualisée à l'infini de dividendes futurs. Si on fait l'hypothèse d'un taux de croissance (**g**) de dividendes on obtient[10].

$$Po= Dt /R-g$$

Source : Charreaux.G,Op.cit, P197.

[8] Yaakoubi Ahlem et Olfariahi « Les déterminants de la structure du capital », université de la manouba, 2007, P47

[9] Gomez P.Y et Guedri. Z , « 20 ans de distribution de dividende en France », I.F.E EM Lyon, Les cahiers « preuves à l'appui », cahier n°4, mai,2013.

[10]Charreaux.G,Op.cit, P197.

Avec ;

Po : Valeur d'une action

Dt : Dividendes

R : Taux de rendement exige par les actionnaires

g : Taux de croissance

Le mode de Gordon et Shapiro montre qu'une modification de dividende versé n'aura pas l'impact prévu initialement si l'entreprise conserve le même programme d'investissement et la même structure financière tant qu'elle procède à des augmentations du capital pour compenser l'augmentation faite aux actionnaires[11].

4. La thèse de non neutralité

Plusieurs auteurs viennent pour critiquer le modèle de Modigliani et Miller en (1958) en concluant que lorsque les investisseurs préfèrent un dividende très important la politique des dividendes affecte le coût du capital de la firme[12].

Cout FP× (FP/ensembles des ressources) +CD (Dettes /ensembles recettes)

Source : Yaakoubi Ahlem et Olfariahi, Op.cit, P47.

L'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS) fait que le coût du capital d'une société soit affecté par la politique de dividende (L'économie d'impôt).

Lorsque les investisseurs préfèrent les plus-values aux dividendes une distribution ou plusieurs distributions importantes du dividende peut augmenter le coût du capital.

Ainsi, certaines critiques avancent que le résultat de neutralité de la politique de dividendes obtenue par Modigliani et Miller découle directement de leur hypothèse d'environnement certain. Selon eux, la carde incertaine des marchés réels fait que les actionnaires ne soient pas du tout indifférents, ils préfèrent obligatoirement les dividendes.

[11] Vernimmen .P,Op.cit, P126.
[12] Yaakoubi Ahlem et Olfariahi, Op.cit, P47.

La seconde critique qui a été essentiellement faite à Modigliani et Miller est reliée au problème d'incertitude et à la préférence qu'ont les investisseurs pour les gains en dividendes représentant une valeur d'information.

Cet argument suppose que les dividendes ont un effet positif sur le prix de l'action, donc sur la valeur de la firme parce qu'ils donnent aux investisseurs une information sur la capacité bénéficiaire de l'entreprise.

Le marché des capitaux parfait suppose que la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure financière, c'est-à-dire que la variation des proportions relatives aux fonds propres et aux dettes n'a aucun impact sur la valeur de l'entreprise.

En revanche, la supposition de l'environnement parfait caractérisé par efficience informationnelle, rationalité illimité, et l'absence de risque et de coût, en particulier, les suppositions des marchés parfaits ont permis d'expliquer la structure financière, et qui porter un jugement sur la santé de l'entreprise, notamment en matière de solvabilité et de rentabilité.

Section 02 : La valorisation de l'entreprise dans un contexte imparfait (moderne)

Les théories des signaux et de l'agence reposent principalement sur les conflits relevant de la détention d'informations et de conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre différents partenaires de la vie des entreprises : dirigeants, actionnaires et créanciers[13].

Elles mettent en évidence le fait que certains sont bien informés sur la qualité de leur entreprise, tandis que d'autre le sont moins, et que, par exemple, les dirigeants peuvent retirer des avantages en nature au détriment des actionnaires.

Ces deux théories rejettent ainsi deux (02) hypothèses sur lesquelles reposait le schéma classique. La symétrie de l'information pour tous les partenaires, d'une part, l'identité d'intérêts entre eux (maximisation du profit ou de la valeur de l'entreprise) d'autre part, le néo-classicisme financier se propose :

- D'abord de présenter des solutions à ces conflits en considérant que des contrats implicites ou explicites sont négociés entre les dirigeants, les actionnaires et les créanciers ;
- De façon nouvelle une bonne solution aux nombre de problèmes de la finance d'entreprise ;

Ainsi, pour ne retenir que les questions relatives aux procédés de financement, la théorie des signaux montre comment le niveau d'endettement peut servir de signal émis par les dirigeants à destination des partenaires extérieurs, et sous quelle condition on peut déterminer la une structure financière d'équilibre propre à chaque entreprise. La théorie de l'agence quant à elle, présente l'endettement comme une solution aux conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, mais peut, en même temps, provoquer d'autre conflits entre les dirigeants et les actionnaires d'un côté et les créanciers de l'autre.

[13] COBBAUT.R « Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise », P.188, tome 1, de M. Albouy, « structure financière et coût du capital », P.3129, tome 3 et « politique de dividende », P.2302, tome 2.

1. Le niveau d'endettement et la théorie des signaux (Myers et Majluf-1984)

Le raisonnement est fondé, au départ, sur le degré de diversification du portefeuille d'actions d'un actionnaire-dirigeant.

En effet, si ce dernier possède un bon projet d'investissement, il y affectera une grande partie de son épargne au détriment d'autres formes de placements, et donc de la diversification. Compte tenu de l'asymétrie de l'information, le faible degré de diversification de son portefeuille peut être interprété comme une activité de signalisation tendant à prouver à la valeur de projet auprès du marché.

A partir de cette constatation, deux auteurs, H. Leland et D. Pyle, en déduisent que la valeur d'une entreprise est positivement corrélée avec la part de capital détenue par l'actionnaire- dirigeant et, de ce fait, liée statistiquement avec sa structure financière.

Toute modification du portefeuille de l'actionnaire- dirigeant induira donc un changement dans la perception de flux de liquidités futurs par le marché. Il en résultera une autre politique de financement et donc une valeur différente pour l'entreprise[14].

En approfondissant le problème, S. Ross en (1982) en déduit que la structure financière choisie par les dirigeants pour leur entreprise est un signal émis par eux pour caractériser le type de leur société. Pour lui, le marché n'évalue que les flux perçus de liquidités futurs.

Les dirigeants, qui possèdent des informations privilégiées sur ces flux, peuvent procéder à des changements dans la structure financière de leur entreprise et modifier ainsi la perception du marché. Mais encore faut-il que les dirigeants retirent un intérêt de l'émission de ces signaux et qu'ils soient pénalisés en cas d'émission d'un signal trompeur. La bonne entreprise est donc celle qui s'endette et qui conformément à ses déclarations, rembourse à la date prévue.

Le model proposé par S. Ross repose sur un équilibre fondé sur l'association d'une activité de signalisation et d'un système d'intéressement (combinaison entre l'activité de signalisation et le système d'intéressement). Il conduit aux conclusions suivantes qu'il convient de comparer à celles auxquelles avaient abouti F. Modigliani et M. Miller :

[14]Quintart.A et Zisswiller.R « théorie de la finance », 2ème éd, 1990, P.205-245).

- Le coût du capital est indépendant de la décision de financement, même si le niveau d'endettement est spécifique à chaque entreprise.
- Le risque de faillite est une fonction croissante du niveau d'endettement et du type de l'entreprise.

Ainsi, accroissement de l'endettement doit être perçu, d'une part, comme un facteur d'augmentation du risque, d'autre part, comme un signal indiquant que l'entreprise est plus performante.

La valeur de l'entreprise est donc positivement corrélée à la hausse de l'endettement, même en l'absence d'impôt. Cette conclusion, en opposition avec le théorème de F. Modigliani et M. Miller, doit cependant être nuancée (compétant) dans la mesure où il s'agit de la valeur « perçue » par le marché de l'entreprise.

Pour S. Ross, la valeur perçue est différente de la valeur « réelle », puisque la valeur perçue dépend d'un signal : « le niveau endettement » interceptée (proposé) par le marché.

Malgré les réserves et les critiques adressées au modèle de S. Ross (B. Jacquillat et M. Levasseur, 1982), ce dernier présente une théorie cohérente de la structure financière d'une entreprise.

L'objectif principal de la théorie d'agence est de résoudre les problèmes posés par l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les partenaires à l'externe de la firme.

L'asymétrie informationnelle est définie comme une situation dans laquelle tous les participants dans un marché ne disposent pas de la même information. Comme la théorie d'agence, les décisions financières s'obtiennent par la minimisation des coûts d'agence. Cette théorie propose aux dirigeants qui sont supposés être mieux informés de communiquer la qualité de leurs firmes aux actionnaires et créanciers par l'émission des signaux.

2. La décision de financement et la théorie de l'agence (O.E. Williamson-1988) :

La théorie de l'agence apparait comme l'explication théorique dominante des phénomènes de gouvernance d'entreprise (Daily, Dalton et Cannela, 2003) .elle n'est cependant pas apparue dans un vide théorique, mais part de l'intuition formulée dés les années

(1930) par Berle et Means (1932), d'une exacerbation des conflits d'intérêts et des problèmes de contrôle, liés à l'ouverture du capital des très grandes entreprises américaines[15].

Une Relation d'agence apparait chaque fois qu'un individu appelé le principal, engage une autre personne appelée l'agent pour exécuter une tache dans son intérêt, et ce en situation d'asymétries informationnelle. La théorie des incitations constitue le cadre adéquat pour traiter de telles relations d'agence (Brousseau et Glachant, 2000)[16].

Le concept de coût d'agence (agency costs) relatif aux dépenses que doivent accepter d'engager les actionnaires pour pouvoir contrôler les dirigeants. Des pertes résiduelles pouvant résulter de l'imparfaite adéquation de l'activité des dirigeants aux intérêts des

Actionnaires.

La théorie de l'agence est une théorie de l'organisation interne au sein de l'entreprise qui vise à analyser le contenu des relations d'agence, ou le système de rémunération et le système de gouvernance interne, elle est développée par Holmstrom et Mélgrom (1991, 1994) ou par Holmstrom et Tirol (1991).

3. Les solutions proposées aux conflits posés par la théorie d'agence :

3.1. Le recours à l'endettement comme solution aux conflits entre les actionnaires et les dirigeants :

L'endettement permettrait aux actionnaires et aux dirigeants d'adhérer aux mêmes objectifs.

Pour les dirigeants, l'endettement a un pouvoir d'incitation à la performance. Plus une entreprise est endettée, plus le risque de faillite est grand. Or, pour les dirigeants, la faillite signifie généralement la perte de leur emploi, de leurs rémunérations et leur avantage en nature. Ils sont donc conduits à maximiser les profits et la valeur de l'entreprise.

Pour les actionnaires, la croissance constitue un objectif prioritaire. Le financement de cette croissance suppose l'émission d'actions nouvelles ou le recours à l'emprunt. L'augmentation du capital présente l'avantage de repartir les risques ; mis il accroit la dilution du capital avec les pertes d'utilité qui en résultent. L'endettement augmente les risques et dans ce cas les actionnaires sont contraints à adopter le même comportement que les dirigeants[17].

[15] WIRTZ.P, « les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise », édition La découvert, Paris, 2000, P36.
[16]BAUDRY.B, « économie de la firme », édition La découverte, Paris, 2003, P19.
[17] Charreaux.G, Op.cit, P.226.

Trois (03) remarques peuvent être formulées :

- Par rapport au modèle de Ross qui utilise la structure financière comme signal pour informer le marché des caractéristiques de l'entreprise, la théorie de l'agence indique que les dirigeants donnent aux actionnaires, par le choix d'une structure financière endettée, l'assurance d'une gestion conforme à leurs intérêts.

En effet, si les dirigeants ne distribuent pas l'excédent monétaire qui reste à l'entreprise lorsque celle-ci a financé tous les investissements nécessaires (le cash-flow libre), ils entrent en conflit avec les actionnaires.

Pour M. Jensen (1986), le meilleur moyen de résoudre ce conflit consiste à augmenter la part de l'endettement dans la structure du capital, ce qui se traduit par une hausse du cours boursier, car les dirigeants seront contraints à une gestion plus drastique.

- Contrairement au théorème de F. Modigliani et M. Miller, les décisions d'investissement ne sont pas indépendantes des décisions de financement.
  On trouve là l'idée avancée initialement par S.Myers et N.Majluf(1984) pour lesquels les entreprises privilégient un ordre de succession au choix de leurs moyens de financement (théorie du financement hiérarchique).
  Les entreprises choisissent avant tout l'autofinancement ; si le financement externe est nécessaire, elles préfèrent d'abord les dettes, ensuite les titres hybrides et en dernier lieu les actions.

- Enfin, si l'accroissement de l'endettement permet d'apporter une solution à certains conflits entre les actionnaires et les dirigeants, et contribue à rapprocher leurs intérêts, il n'est demeure pas moins que cette situation donne naissance a ces cours (coût de faillite et de réorganisation ; coûts d'agence ; coûts de surveillance…) et à de nouveaux conflits qui peuvent opposer, d'un côté, les dirigeants et les actionnaires, et de l'autre, les créanciers et les préteurs.

Dans le domaine financier, des conflits vont opposer les dirigeants aux actionnaires, et les actionnaires et dirigeants aux créanciers. Ces conflits et leur résolution engendrent des couts appelés « cout d'agence » ou « coût de mandat ». Plusieurs auteurs, M. Jensen et

W.Meckling, d'une part, S.Grossman et Q.Hart, d'autre part, ont montré que le recours à une politique d'endettement peut faciliter la résolution de ces conflits[18].

3.2. Le contrat incitatif optimal :

Le contrat incitatif optimal : c'est un moyen de résoudre le conflit avancé par la théorie de l'agence, et qui proposes des solutions pour résoudre les soucis en dehors de l'endettement il ya donc le contrat incitatif qui permet de développer des solutions proposées pour le conflit d'intérêt entre dirigeant et actionnaire (exemple : endettement, stock-option…etc).

Au sien de contrat incitatif, en présence de sélection contraire ou du risque moral, nécessite de développer des modèles d'optimisation sous contrainte, et qui étudie les moyens employés par un agent économique pour inciter des agents qui disposent d'une information privée à la lui révéler.

- Accepté par l'agent : l'agent doit être adhérer au jeu, et doit en tirer une utilité en minimum positif.
- Et doit être indicatif : c'est-à-dire inciter l'agent à faire des efforts productifs.

La théorie de l'agence reconnait l'existence d'asymétrie d'information entre l'agent et le principal[19].

La relation d'agence ou de mandat est celle par laquelle le mandat confie au mandataire ou agent le soin d'agir en son nom et pour son compte.

3.3. Les solutions aux conflits entre les actionnaires et les dirigeants, d'une part, les créanciers et les préteurs, d'autre part

En s'alliant, les dirigeants et les actionnaires peuvent détourner à leur profit une partie de la richesse e l'entreprise au détriment des créanciers et des prêteurs : il leur suffit, par exemple, de conduire une politique de sous-investissement ou de décider une émission d'emprunt dont le montant serait en partie, distribué sous forme de dividendes. Il faut donc rechercher des solutions aux conflits qui peuvent naitre entre les dirigeants et les actionnaires, d'une part, les créanciers et les prêteurs, d'autre part ; Aimable Quintart et Richard Zisswiller (1985) proposent six types de solutions[20].

[18] A.Quintart, R.Zisswiller, Op.cit, P.223-247.
[19] Hubert de la Bruslerie, **analyse financière : information financière, évaluation, diagnostic**, 4ème édition ; Dunod ; Paris2010, p 326.
[20] Charreaux.G, Op.cit, P.226.

- La possibilité de modifier le portefeuille des actifs dans la mesure où les garanties obligent, en cas de cession du bien, et mettre les flux de liquidités obtenus à la disposition des créanciers.
- Une deuxième solution c'est de mettre une limite ou une fixation à l'endettement, et le plafonnement de l'endettement selon des normes composées par les prêteurs.
- L'existence d'échéanciers de la dette réduit les risques de l'entreprise et des créanciers.
- Le recours à l'endettement à court terme, constamment renouvelé, peut être assimilé à une dette à long terme déguisée, affectée, (par exemple, au financement du déficit global de trésorerie), donc, l'endettement à court terme renouvelé incite par conséquent les dirigeants et les actionnaires recherché le plus grand nombre de projet rentables.
- La dernière solution proposée pour remédier aux conflits entre les actionnaires et les dirigeants, d'une part, les créanciers et les prêteurs, d'autre part est l'émission d'obligations convertibles en actions, ou obligations à bons de souscription d'action (OBSA).

L'émission d'obligation convertible en action : est une obligation à laquelle est attaché un droit de conversion qui offre à son porteur le droit d'échanger l'obligation en action de cette société.

(OBSA) : c'est une obligation classique à taux fixe à laquelle sont attachés un ou plusieurs bons.

Ainsi, la clause de convertibilité ou l'exercice de l'option d'une bonne souscription d'actions sa permet aux actionnaires de régler (modifier) la structure et le risque de portefeuille, cette dernière elle peut inciter à choisir des projets qui contribuent plus à la valeur de la firme ou à leurs intérêts personnels.

- L'émission des dettes hybrides : (englobe les dettes à durée de vie illimitée ou celles qui pouvant être converties ultérieurement en capitaux propres) tels que les obligations convertibles en action (OCA) qui donnent le droit aux prêteurs d'obtenir les actions de l'entreprise par une opération de conversion proportionnelle au nombre d'obligations.

La démarche de l'entreprise par la théorie d'agence incite les financiers à intégrer la théorie des organisations de la firme et se préoccupe des questions relatives à la structure financière, le conseil d'administration et les systèmes de rémunération du dirigeant.

4. La théorie des coûts de transaction (O.E Williamson-1989) :

Cette théorie fait partie de la gouvernance de l'entreprise, elle traite les mêmes problèmes que la théorie d'agence. Toutefois, où la théorie d'agence se concentre sur chaque agent individuellement, la théorie de coûts de transaction se concentre sur chaque transaction.

La théorie d'agence analyse la tendance des dirigeants d'agir dans leurs intérêts personnels et de maximiser leurs rémunérations, tandis que la théorie de coûts de transaction suppose que les dirigeants peuvent faire les transactions d'une manière « opportuniste »[21].

En d'autres termes, la problématique de la théorie de Williamson est l'accomplissement efficient et efficace des transactions et non pas de la protection des actionnaires (comme la théorie d'agence).

La problématique de la théorie de coûts de transaction a été soulevé la première fois par Coasse (1937) puis développée par Williamson (1988). Ce dernier définit les coûts de transaction comme étant l'ensemble de coûts spécifiquement liés à la gestion du face à face entre deux agents économiques intégrant les coûts d'élaboration des contrats, de suivi, d'exécution et de contrôle.

La transaction (ou échange) implique au moins deux agents qui peuvent êtres les firmes, les unités opérationnelles différentes au sien de la même entreprise. Le niveau d'analyse n'est donc pas l'individu, la firme ou le contrat mais bien la transaction. Cette démarche élargit la théorie de l'agence par l'intégration d'autre partenaires ou de l'entreprise (les salaries, les clients, les fournisseurs, les pouvoirs publics, les créanciers et les concurrents). Il existe deux types des coûts de transactions (interne et externe) ;

4.1. Les coûts liés aux transactions externes

Ce sont les coûts engendrés lors d'une transaction avec une partie externe ;

- Les coûts de recherches et d'information par exemple de la comparaison de prix/qualité des biens ou prestation des services,

[21] Williamson O.E (corporate finance and corporate gouvernance) 1988, journal of finance V43.P 567-569.

- Les coûts de décision et négociation, en cas d'acquisition d'un actif ou rédaction d'un contrat,
- Les coûts de la surveillance, le contrôle de la qualité des produits fournis.

Ces coûts sont impactés par :

- L'opportunisme, la poursuite de la maximisation des objectifs personnels.

-La capacité limitée (bounded rationality) à être totalement informer et à comprendre les réactions des partenaires de l'entreprise.

4.2. Les coûts liés aux transactions internes :

Ces coûts surviennent au sein d'une entreprise, entre les départements. Les mêmes concepts d'opportunisme et de la rationalité limitée sont appliqués.

Williamson a considéré que la politique de financement dépend de la spécialité d'actif.

En effet, la spécialité de coûts de transaction est un générateur de coût de transaction élevé puisque la valeur d'échange de l'actif est réduite et il est rattaché à l'entreprise et à la transaction qui implique. Autrement dit, l'actif spécifique ne peut pas être affecté à d'autres usages sans perte de valeur significative.

Il a développé quatre (04) types de spécificités d'actifs

- La spécificité du site qui correspondant à la localisation géographique de l'actif puisque les coûts élevés sont engagés en le déplaçant.
- La spécificité physique qui concerne les équipements et les machines spéciales
- La spécificité de l'actif humain correspondant au savoir-faire et les compétences humaines exigées par l'entreprise.
- La spécificité de destination qui concerne l'affectation de certains actifs à usage précis à un partenaire exclusif.

Les conclusions tirées de cette théorie sont alors

- Les entreprises devraient minimiser l'impact de l'opportunisme et la nationalité limitée puisque l'opportunisme peut avoir des conséquences sur le financement et la stratégie d'une firme ainsi que de repousser les investisseurs potentiels,
- Les dirigeants deviennent réticents aux risques,

- Les coûts de gouvernance accumulés y compris les coûts de contrôle et de surveillance de l'équipe dirigeant.

5. La théorie de gouvernance de l'entreprise

5.1. Historique de la gouvernance d'entreprise

L'étude de la gouvernance d'entreprise se situe dans une perspective d' « histoire longue » du capitalisme, comme l'on définie Fernand Braudel (1967-1979, 198) et Emmanuel Waller Stein (2002)[22], donc sa genèse est liée aux processus de mondialisation des marchés financiers et plus largement des référentiels stratégiques des firmes, à partir d'une économie dominante, celle des Etat Unis. La gouvernance d'entreprise est, fondamentalement, une question de nature sociopolitique, dont la compréhension et l'interprétation doivent faire appel au moins autant aux apports du droits des sociétés, de l'histoire économique et de la sociologie des organisations qu'à ceux de la finance de marché ou des sciences de gestion et d'autres sciences de l'homme et de la société.

La gouvernance d'entreprise pose plusieurs procédures recommandées pour les discipliner, en plus de la nécessité de maitriser quelques instruments d'analyse financière utilisés pour évaluer les performances de la firme (free cash flow, stock option, economic value added, fair value)

L'entreprise est une communauté hiérarchisée à laquelle il faut un chef d'entreprise ou dirigeant selon le cas ou la taille[23].

La protection du capital contre ce chef d'entreprise ou ces dirigeants qui sont devenus puissant dans la société des capitaux pose la question de séparation de propriété et de la direction.

Historiquement, le mouvement général en faveur de la gouvernance d'entreprise remonte au rapport Cadbury, publié en (1992) en grande Bretagne qui contient des réflexions, traduites juridiquement en (2003) dans le combined code britannique, il propose la séparation de la fonction du président du conseil d'administration et du directeur général d'un coté, et de l'autre coté, la présence d'administrateurs indépendants qui doivent peupler plus de la moitié des conseils d'administration.

La gouvernance de l'entreprise est un phénomène qui a des origines anciennes dans l'histoire de l'économie, et existe dès l'instant que se crée une dissociation entre les parties

[22] P. ROLAND, **La gouvernance de l'entreprise**, édition La Découverte, Paris, 2003, p 14.
[23] H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 106.

prenantes, détentrices de droits sur une entreprise, et des mandataires sociaux en charge de mener les opérations de la dite entreprise.

5.2. La définition de la gouvernance d'entreprise :

Plusieurs auteurs ont proposé des définitions qui semblent un peu différentes, parmi elles :

Selon Pastré (1994) définit le gouvernement de l'entreprise comme « un ensemble des règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent, dans un cadre historique et géographique donné, la vie des entreprises »[24].

Selon Gérard Charreaux (1997) propose de définir le concept d'une manière plus précise « le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui (gouvernent) leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »[25].

Dans le même sens, Rajan R. et Zingales L. (2000), définissent la gouvernance comme l'ensemble des mécanismes d'allocation et d'exercice du pouvoir ou de l'autorité Hiérarchique[26].

Selon l'organisation de coopération et de développement économique(OCDE)[27], le gouvernement d'entreprise fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes.

5.3. Les mécanismes de la gouvernance d'entreprises :

Il convient de distinguer les mécanismes internes et les mécanismes externes du gouvernement des entreprises.

➢ Les mécanismes internes

Ces mécanismes représentent les moyens internes à l'entreprise dont disposent les actionnaires pour inciter les dirigeants à maximiser la valeur de la firme. Parmi ces différents moyens, il y a lieu de distinguer le rôle disciplinaire assumé par le conseil d'administration, d'une part, et les méthodes d'incitation par la rémunération des dirigeants, d'autre part.

[24] D'prés l'article d'O.Pastré, « Le gouvernement d'entreprise : question de méthode et enjeux théorique », Revue d'Economie Financière, volume 31, Hiver 1994, P.18.
[25] Charreaux. G, Le gouvernement des entreprises, édition economica, paris, 1997.
[26] CHARREAUX.G, «à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprises», revue finance contrôle stratégie, decembre2001, p 13.
[27] OCDE(2004) : principe de gouvernement d'entreprise.

- **Le rôle disciplinaire du conseil d'administration**

Le rôle du conseil d'administration consiste à nommer et à révoquer le président-directeur général (PDG) et les directeurs généraux et à fixer leurs rémunérations. Le pouvoir de révocation des dirigeants constitue alors une méthode disciplinaire utilisée par le conseil d'administration[28].

- **Les modes de rémunération des managers**

On distingue trois (03) types de rémunération des dirigeants : la rémunération fixe, la rémunération indexée sur le rendement réalisé et la rémunération liée à la valeur de marché des titres.

Rémunération fixe

Il s'agit d'un montant fixe à l'avance et donc indépendant des performances de la firme (salaires, retraites et assurance vie). On peut s'attendre à ce que plus cette rémunération est élevée, plus le dirigeant est incité à gérer l'entreprise dans l'intérêt et ses propriétaires. Mais il semble que ce mode de rétribution n'est pas efficace puisqu'il ne permet pas d'éviter les conflits d'intérêts entre actionnaires et managers.

Rémunération indexée sur le rendement réalisé

Dans ce type de système, une partie de la rémunération du dirigeant est fixée selon un pourcentage d'un résultat comptable (résultat d'exploitation, excèdent brut d'exploitation… etc). Cette méthode de rémunération permet de mieux aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Toutefois, cette stratégie présente des limites, dans la mesure où les managers peuvent être amenés à adopter des politiques comptables permettant la maximisation de la partie variable de leur revenu en favorisant une performance à court terme[29].

Rémunération liée à la valeur de marché des titres :

Les limites associées aux deux types de rémunérations déjà cités ont favorisé l'apparition d'un système plus efficace caractérisé par la possibilité offerte aux dirigeants de

[28] P. ROLAND, Op.cit, P55.
[29] D. TURQUETY, S. VANDELANOITE, D. TURQUETY, S. VANDELANOITE, « nouveaux acteurs, nouveaux enjeux, gouvernance et réforme financière après l'affaire ENRON », le financement de l'économie, cahiers français, n331, p79.

devenir actionnaire de la firme. Il s'agit d'une rémunération par distribution d'action ou d'option permettant d'acquérir des actions dans le futur (stock-options).

➢ Les mécanismes externes :

Ces mécanismes externes comprennent essentiellement l'enivrement légal et réglementaire, le marché des biens et services et le marché des prises de contrôle.

- **Le cadre légal et règlementaire**

Le cadre légal et réglementaire constitue un moyen de contrôle au niveau des entreprises. Il permet d'imposer aux manager des contraintes incitant ces derniers à gérer conformément aux attentes des actionnaires et à diminuer leur consommation d'avantages en nature. Par exemple, l'obligation de publier des rapports annuels et d'organiser des réunions avec les actionnaires constituent des contraintes visant à protéger les actionnaires minoritaires et à vérifier la transparence de l'information.

- **Le marché des biens et services**

Le marché des biens et services joue un rôle important dans la discipline des dirigeants surtout avec le développement de la globalisation et des stratégies d'ouverture des pays dans le monde. En effet, la concurrence sur ce marché contraint les managers à optimiser leur gestion. Les firmes mal gérées et qui subissent des prélèvements importants de la part des dirigeants présentent des coûts élevés et deviennent par conséquent moins compétitives. Ceci risque d'entrainer leur disparition au profit des autres firmes concurrentes. Les dirigeants souhaitant éviter cette disparition pour échapper à toute sanction conséquente devront diminuer leur enracinement et œuvrer à l'amélioration du bien-être de l'entreprise.

Le rôle disciplinaire des prises de contrôle se justifie de plusieurs manières : en premier lieu, la simple menace d'une offre publique d'achat (OPA) contraint les managers à gérer la firme dans l'intérêt des actionnaires. En effet, une OPA signale généralement une mauvaise gestion de l'entreprise et peut causer la révocation du dirigeant par la nouvelle direction. D'autre part, cette menace incite les dirigeants à divulguer l'information qu'ils détiennent à destination des investisseurs[30].

Enfin, les fusions et acquittions permettent, grâce au transfert de contrôle, d'éliminer les firmes mal gérées et de révoquer les dirigeants non performants.

[30] P. ROLAND, op cit, p 58.

La bonne gouvernance ne se limite pas à ces mécanismes mentionnés ci-dessus, les politiques de financement et de dividende jouent un rôle important dans la gestion d'une firme.

6. Les autres théories financières modernes :

6.1. Les modèles de « static trad off » :

Cette théorie repose sur le principal de l'effet de levier. Les firmes sont financées simultanément par l'endettement et par capitaux propres. Le financement par dettes aux avantages fiscaux grâce à la déductibilité des charges d'intérêts mais il a aussi les inconvenants appelés « les coûts de détresse financière ».

L'hypothèse de cette théorie est existence d'un ratio de dettes sur fonds propres optimal, ce ratio est spécifique à chaque entreprise selon ses caractéristiques.

La structure financière optimale se déterminera alors, par une balance « trade-off » entre les coûts et les avantages associés à l'endettement. Selon Kraus et litzenberger en (1978) ça se détermine par l'équilibre entre les avantages fiscaux et les coûts de faillite[31], (les avantages fiscaux représentent tous les crédits et réductions d'impôt accordés en contrepartie d'investissement ou dépenses diverses).

6.2. La théorie de financement hiérarchique « pecking order theory » :

A l'opposé, l'hypothèse l'existence d'un ratio de dette sur fonds propres optimal au niveau individuel est rejetée par les modèles de « hiérarchie ».

Toujours en raison des asymétries d'informations entre les agents aussi bien à l'intérieur de l'entreprise qu'à l'extérieur, l'entreprise suit une hiérarchie des financements précise dictée par la nécessite de fonds externes et non par une tentative de trouver la structure du capital optimal.

Cette hiérarchie s'exprime toutefois différemment est ceci, en fonction de l'objectif poursuivi par le dirigeant de l'entreprise. En effet, le dirigeant peut décider d'agir, en fonction de son aversion pour le risque, soit pour maximiser la richesse des actionnaires (corporate wealth), soit agir dans son propre intérêt.

[31] Myers s.c. « The capital structure puzzle » P175, the journal of finance 39, n3 July 1984.

Dans ces deux (02) cas, le dirigeant agit pour maximiser l'intérêt de certains nombres de l'entreprise (Myers et Majluf 1984). Dans le cas où le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires existants, celui-ci amené à établir une hiérarchie entre les différentes sources de financement.

En raison de la forte asymétrie d'information et des problèmes de signalement associés à l'émission de fonds propres, la préférence en matière de financement va aux fonds internes de l'entreprise sur les fonds externes, et ensuite de la dette sur les fonds propres, avec une préférence pour la dette la moins risquée possible.

La hiérarchie financière décroissante définie est donc l'autofinancement, la dette peu risquée, la dette risquée et l'augmentation de capital en dernier ressort.

Dans le cas où l'objectif du dirigeant est de maximiser son utilité, Myers (1984) définit un surplus organisationnel composé d'attributs divers (salaires élevé, consommation de biens et services à titre personnel, gratifications).

Etant donné le caractère assez contraignant, vis à vis du surplus organisationnel, de l'activité de monitoring lié à l'endettement, le dirigeant établira la hiérarchie suivante autofinancement, augmentation du capital puis endettement. Myers souligne, toutefois, que ce genre de comportement peut être limité par la vigilance plus ou moins stricte des actionnaires.

Les théories financières modernes abordent les différents coûts qui déterminent le choix d'une structure financière d'une firme. Elles apportent des recommandations pour tous les agents de l'entreprise qu'ils doivent tenir en compte dans les décisions financières.

Au dirigeant, les moyens de communication financière et de régler les problèmes liés à l'asymétrie informationnelle. Du coté des actionnaires, elles mettent en place les mécanismes de contrôle, surveillance et d'incitation du dirigeant. Elles s'assurent que les créanciers se protègent et que les entreprises réduisent des risques de faillite.

Enfin, pour entrer dans le vif du sujet de notre mémoire de fin d'étude nous allons passer maintenant à la section trois (03) relative à la valorisation de l'actif économique.

Section 03 : La valorisation de l'actif économique

L'appréciation de la santé financière d'une entreprise est fondamentale pour plusieurs acteurs économiques, à savoir les gestionnaires, les actionnaires, les banquiers et l'Etat. Les gestionnaires ont besoin de connaitre la solidité financière de l'entreprise qu'ils gèrent, les actionnaires se préoccupent de la valeur patrimoniale de l'entreprise et les dividendes.

Les banquiers, par contre cherchent à connaitre la situation financière de l'entreprise en étudiant son endettement. L'Etat en tant que propriétaire des entreprises publiques peut prendre certaines mesures (restructuration, privatisation …etc.) mais aussi comme percepteur d'impôts de toutes les entreprises.

Pour cela, l'analyse de la santé financière de l'entreprise, devient une préoccupation majeure et essentielle pour les dirigeants. L'analyse financière propose un vaste ensemble d'outils et de méthodes qu'on peut utiliser et mettre en œuvre pour mieux apprécier la performance financière de l'entreprise.

Dans ce chapitre nous analysons les deux documents financiers fondamentaux qui sont le bilan financier et le tableau de soldes intermédiaires de gestion et par conséquent les indicateurs de la performance financière.

1. La définition de la valorisation de l'actif économique de l'entreprise :

- **La valorisation d'un actif économique :**

En finance, la valorisation d'un actif, peut être matérialisée par une action ou d'autres types de titres, vise à attribuer une valeur à ce titre afin de la comparer au prix de marché et de déterminer s'il est opportun ou non de l'acheter.

La valorisation est le fondement même du travail des analystes financiers ou des gestionnaires de produits financiers dits actifs, qui cherchent à créer une différence positive par rapport au marché sur lequel ils investissent[32].

- **Un actif économique de l'entreprise**

On appelle actif économique de l'entreprise la somme de ses immobilisations et de son besoin en fonds de roulement (d'exploitation et hors exploitation).il est donc égal à la somme

[32] Florence.P, « Valorisation de l'entreprise et théorie financière », 1993, P76.

des « encours » nets engagés par l'entreprise qu'ils soient liés au cycle d'exploitation ou au cycle d'investissement.

On l'appelle aussi parfois actif opérationnel ou capitaux employés, à l'instar de l'anglo-saxon *operating assets ou capital employed*. L'actif économique est financé par les capitaux propres et l'endettement net de l'entreprise[33].

2. Les éléments de la structure financière:

La structure financière d'une société représente une répartition entre ses dettes financières, ses dettes bancaires et ses capitaux propres, ces éléments permettent à l'entreprise de pouvoir vivre et se financer pour exister.

L'analyse de la structure financière apporte un état des lieux de la santé de l'entreprise pour vérifier sa solvabilité et anticiper son avenir.

La composition de la structure dépend fortement de la stratégie de l'entreprise incluant les investissements, les financements et l'exploitation mise en place, de son écosystème économique et de la nature de son activité.

Tableau N°1 : Les éléments de la structure financière

Actifs	Passifs
Valeurs Immobilisées Nettes (VLN)	**Fonds Propres**
Valeurs D'exploitation (VE)	**Dettes à Long Terme (DLMT)**
Valeurs Réalisable à Court Terme (VR)	**Dettes à Court Terme (DT)**
Valeurs Disponible (VD)	

Source : F.Bekour, Analyse Financière (polycopié de cours dispensé aux étudiants de la 3ème année finance et comptabilité, 2018.

[33] Vernimmen.p,Op.cit, P.52.

2.1. La composition de la structure financière

- La structure de l'actif

L'actif du bilan financier est appelé l'emploi, il précise ce que possède l'entreprise. Il contient des actifs immobilisés et des actifs circulants, leurs classifications se fait suivant le degré de liquidité croissante. On distingue :

- **Les valeurs immobilisées (actif immobilisé) :** Elles correspondent à l'ensemble des biens et de créances figurants dans le patrimoine de l'entreprise et destiner à être utiliser de façon durable. Cette définition fait ressortir la fonction économique que remplissent les éléments de l'actif immobilisé de leur différenciation par nature : immobilisation corporelle, incorporelle et financière.

- **Les immobilisations corporelles :** Les immobilisations corporelles se composent des actifs physiques durables dont l'entreprise est propriétaire. Ils constituent pour une entreprise industrielle l'essentiel de son capital de production. La caractéristique commune des immobilisations corporelles est d'ignorer les outils de production physique dont l'entreprise n'est pas propriétaire, mais qu'elle utilise biens mis à disposition, locations en longue durée, contrats de crédit-bail[34].
- **Les immobilisations incorporelles :** Cette rubrique regroupe des emplois durables des fonds qui ne correspondent ni à des actifs physiques, ni à des actifs financiers. Il s'agit e droit obtenus en contrepartie de dépenses, mais aussi de charge activée en comptabilité. Par exemple les concessions, les brevets, les licences et les marques[35].

- **Les immobilisations financières :** Elles regroupent des emplois durables, de fonds qui correspondent à des actifs financiers. Elles comportent les titres de participation, les obligations détenues……etc.

- **L'actif circulant :** Biens et créances liés au cycle d'exploitation et qui n'ont pas vocation d'être maintenus durablement dans l'entreprise, ce sont : les stocks, les créances, les instruments de trésorerie, les disponibilités…etc.[36].

[34] Hubert de la Bruslerie ,Op.cit, P.53
[35] Vernimmen. P, Op.cit, P.50.
[36] Bétrice et Francis Grand guillot, « L'essentiel de L'analyse financière », 14eme édition.2016-2017, P.26

- **Les valeurs d'exploitation :** Elles représentent l'ensemble des stocks que possède l'entreprise. On distingue les marchandises pour les entreprises commerciales, les matières premières, les produits intermédiaires, les produits en cours pour l'entreprises industrielles.
- **Les valeurs réalisables :** Elles représentent une partie des créances qui peuvent être transformés en argent liquide dans une durée inférieure à un an.
- **Les valeurs disponibles :** Elles regroupent l'ensemble des moyens de règlement (l'autre part des créances) dont dispose l'entreprise, c'est-à-dire les chèques, les valeurs à encaisser, la banque et la caisse.

➢ La structure de passif

Le passif du bilan financier est appelé « ressources », leur classification se fait suivant le degré d'éligibilité croissante. Il indique l'origine des fonds qui ont été mis à la disposition de l'entreprise.

- **Les fonds propres :** représentent les capitaux dont la fonction est d'assumer le risque résiduel. Ils jouent ainsi un rôle central dans le fonctionnement des entreprises en économie libérale. Le niveau d'engagement des actionnaires permettant de réduire les coûts d'agence entre créanciers financiers et actionnaires[37].
- **Le capital social :** il représente les fonds apportés par les propriétaires à la création de l'entreprise, auxquels s'ajoutent d'éventuelles augmentations du capital. Le capital est un passif non exigible c'est-à-dire non remboursable[38].
- **Les réserves :** Elles sont des bénéfices affectés durablement à l'entreprise jusqu'à décision contraire des organes compétents. Ces bénéfices que sont les réserves constituent un élément d'organes compétents. Ces bénéfices que sont les réserves constituent un élément important dans le patrimoine d'une entreprise et sont affectées à divers postes. On distingue les réserves légales et les réserves facultatives.

Remarque :

La réserve légale est calculée par une fraction de **5**% du résultat net, elle est obligatoire à constituer et elle s'arrête lorsqu'elle attient **10**%du capital social. Son intérêt est de l'utiliser en cas d'un besoin de financement et éviter le financement extérieur.

[37] Charreaux.G, Op.cit, P.53
[38] Vernimmen.P, Op.cit, P.213

- **L'écart de réévaluation :** c'est la contrepartie des plus-values dégagées sur les immobilisations dans le cadre d'opération de réévaluation de bilan.
- **Le report à nouveau :** Il représente les cumuls de bénéfices des années antérieures non distribués et non affectés en réserves ou le cumul des pertes antérieures non épongées par les bénéfices de l'année N-1 ;
- **Les dettes :** Elles représentent les financements externes assurent soit par les établissements financiers, soit par les fournisseurs, soit par tout agent ayant consenti un crédit à l'entreprise[39].

- **Les dettes à long terme (DLMT) :** Elles représentent les dettes dont l'échéance est supérieure à un an tel que les emprunts bancaires, emprunt obligataire…etc.
- **Les dettes à court terme (DCT) :** Elles représentent les dettes dont l'échéance est inférieure à un an tel que les dettes fiscales, les fournisseurs, les dettes d'exploitation…etc

3. Les indices d'équilibre financier

L'équilibre financier est défini comme la stabilité de la position du rapport entre les ressources financières et les emplois. L'équilibre financier est perçu dans une entreprise suivant la règle de l'équilibre financier minimum c'est-à-dire les capitaux qui sont trouvés au passif du bilan doivent être employés par l'entreprise pour l'acquisition des postes d'actifs. Il ne suffit pas pour un gestionnaire rationnel et chercher les meilleures sources de financements mais aussi d'en faire une affectation judicieuse que l'on considère comme étant l'orientation des financements pour l'acquisition des éléments d'actifs peut être mal avisée. Ainsi, le gestionnaire doit orienter les financements selon une règle de l'équilibre financier minimum qui énonce : « les capitaux utilisés par une entreprise pour financer une valeur d'actif doivent rester à la disposition de l'entreprise pendant un temps qui correspondant à la valeur de cet actif ».[40]

Pour cette raison les ressources stables (internes et externes) financent les emplois stables et l'actif circulant est financé par le passif circulant. Ces indices sont déterminés à partir d'un bilan en grande masse. Dans cette section on va étudier les trois indices d'équilibre ; le fonds de roulement net global(FRNG), le besoin en fonds de roulement(BFR) et la trésorerie nette (TN).

[39] Vernimmen.P, Op.cit, P.743.
[40] Aurélien NGALULA KADIMA Université de Kinshasa-licence 2012.

3.1. Le fonds de roulement net global FRNG :

Représente la somme dont dispose l'entreprise pour payer ses fournisseurs, ses employés, l'ensemble de ses charges de fonctionnement en attendant d'être rémunéré par ses clients.

Le fonds de roulement permet de piloter son entreprise de manière efficace en connaissant la capacité de l'entreprise à couvrir ses dépenses sans avoir recoure à un emprunt. Il permet aussi de financer les investissements nécessaires à l'activité sur plusieurs années.

Le FRNG mesure aussi la part des capitaux permanents qui peut être utilisée pour le financement des dépenses d'exploitation.

Tableau N°2 : La détermination du FRNG

<table>
<tr><td>Actifs Immobilisés

Nets</td><td>Capitaux Permanant</td><td rowspan="3">} Fonds de roulement net global</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Actifs à Court Terme</td><td></td></tr>
<tr><td>Dettes à Court Terme</td></tr>
</table>

Source : Coben E « Analyse financière » 6eme Edition, Economica, P250

D'après le schéma on voit que le FRNG est déterminé soit par le haut du bilan ou soit par le bas du bilan.

Calcul par le haut du bilan :

FRNG = Capitaux Permanents – Valeurs Immobilisées

Source: F.Bekour, Op.cit, P105.

Calcul par le bas du bilan :

FRNG = Actifs à Court Terme – Passif à Court Terme

Source: F.Bekour, Op.cit, P105.

❖ **Interprétation du fonds de roulement :**

Trois types peuvent être envisagées[41] ;

- **Les fonds de roulement > 0 :** Lorsque les capitaux permanents sont supérieurs aux actifs immobilisés, le FRNG est positif, il s'agit les ressources stables financent la totalité des emplois stables et génère d'une marge de sécurité qui contribue à financer le BFR et le solde à former la trésorerie nette.

Néanmoins un FRNG positif (élevé) n'est pas toujours un bon indicateur, il peut être à raison d'un faible investissement.

Par le bas du bilan, on constate un excèdent de liquidités potentielles à court terme (actif à court terme) sur exigibilités potentielles à court terme (dettes à court terme).

- **Les fonds de roulements < 0 :** Contrairement si les capitaux permanents sont inférieurs aux actifs immobilisés, cela signifie un déséquilibre financier à long terme (les capitaux permanents ne suffisent pas à financer les actifs immobilisés).

Par le bas du bilan, dans ce cas les liquidités potentielles ne couvrent pas la totalité des exigibilités potentielles.

- **Les fonds de roulements = 0 :** Le FRNG est nul lorsque les capitaux permanents et les actifs immobilisés sont égaux. Dans ce cas, les premiers financent les derniers et aucun excèdent n'est dégagé.

Par le bas du bilan, les actifs à court terme sont égaux aux dettes à court terme ce qui signifier que la solvabilité à court terme est assurée.

3.2. Le besoin en fonds de roulement

Le Besoin en fonds de roulement (**BFR**) représente la trésorerie dont l'entreprise a besoin en permanence pour couvrir son cycle exploitation. Plus en détail, une entreprise

[41] Aurélien NGALULA KADIMA Université de Kinshasa-licence 2012.

encaisse du chiffre d'affaire, ce dernier sert à couvrir ses décaissements et charges courantes (loyer, salaires…).

Souvent, il existe un décalage entre les encaissements et les décaissements : le délai de paiement client et/ou fournisseurs, la durée du stockage des produits avant leur vente, le délai de production à partir de l'achat des matières premières…etc.

Le besoin en fonds de roulement représente la somme d'argent nécessaire pour effacer ce décalage de trésorerie.

Les fournisseurs accordent des délais de paiement à l'entreprise et ce dernier octroi les délais de règlement à ces clients (c'est-à-dire un laps de temps entre la vente et l'encaissement). Les périodes ou décalages temporels entre les encaissements et décaissements se traduisent par un besoin d'argent[42].

BFR= Actif Circulant – Passif Circulant

Source: F.Bekour, Op.cit, P108.

Avec :

Actif circulant = Valeurs d'exploitation + Valeurs réalisables

Passif circulant = dettes à court terme – concours bancaires

Source: F.Bekour, Op.cit, P108.

Une analyse plus approfondie permet de décomposer le BFR en deux, le besoin en fonds de roulement d'exploitation(BRFE), et le besoin en fonds de roulement hors exploitation (BFRHE). Cette distinction permet d'identifier d'où vient exactement le besoin en fonds de roulement (l'activité principale de l'entreprise ou l'activité secondaire) ;

[42]Vernimmen.P, P.746.

- **Le besoin en fonds de roulement d'exploitation :**

Le BFRE autrement appelé le besoin de financement du cycle d'exploitation tient en compte seulement des éléments qui sont liés à l'exploitation (l'activité principale de la firme), il s'agit des stocks, les créances, les fournisseurs et les autres débiteurs et créditeurs d'exploitation. Il dépend des caractéristiques du cycle de production et les relations commerciales avec ses fournisseurs et clients.

BFRE = Actif circulant d'exploitation- Dettes d'exploitation

- **Le besoin en fonds de roulement hors exploitation :**

Le BFRHE regroupe les éléments divers (qui ne sont pas liés à l'exploitation). On trouve ici les éléments tels que les fournisseurs d'immobilisations, les dettes fiscales et les débiteurs divers.

BFRHE= Actif circulant hors exploitation – dettes hors exploitation

❖ **Interprétation de besoin en fonds de roulements :**

Trois (03) hypothèses peuvent être signalées :

- ✓ **Hypothèse N°1 : BFR > 0 :** Si le passif circulant ne couvre pas l'actif circulant (actif circulant › passif circulant), l'entreprise est déséquilibrée (à court terme). L'entreprise doit alors financer ce besoin par la marge de sécurité dégagée par les ressources stables (FRNG) ou par des découverts bancaires. Le BFR est souvent positif dans la majorité des entreprises.
- ✓ **Hypothèse N°2 : BFR < 0 :** Inversement le BFR est négatif lorsque les ressources cycliques sont supérieures aux emplois cycliques. Dans ce cas le cycle d'exploitation dégage une « ressource en fonds de roulement ».
- ✓ **Hypothèse N°3 : BFR=0 :** Lorsque l'actif circulant et le passif circulant sont égaux, le BFR est nul, le passif circulant est suffisant pour financer l'actif circulant.

3.3. La trésorerie nette (TN) :

La trésorerie nette représente les liquidités à la disposition d'une entreprise qui sont utilisables à court terme, c'est-à-dire facilement mobilisables pour payer une dette.

La trésorerie nette est un élément d'analyse financière qui est calculé par les entreprises comme indicateur de gestion[43].

Le calcul de la trésorerie nette :

La trésorerie nette peut se calculer de deux (02) façons différentes :

Le calcul par le fonds de roulement et le besoin en fonds de roulement ;

La trésorerie nette représente les disponibilités de l'entreprise après le financement du fonds de roulement(FR) et du besoin en fonds de roulement(BFR).

La trésorerie nette est donc la différence entre le fonds de roulement et le besoin en fonds de roulement[44].

La trésorerie nette= Fonds de roulement – Besoin en fonds de roulement=FR-BFR

Source : Vernimmen.P, Op.cit, P.24.

Le fonds de roulement représente la partie investissement du bilan fonctionnel. C'est la différence entre les ressources stables et les emplois stables.

Le besoin en fonds de roulement représente la partie exploitation du bilan fonctionnel. C'est la différence entre l'actif circulant et le passif circulant, c'est-à-dire les dettes à court terme, les créances à court terme et les stocks[45].

Calcul par ses composants :

La trésorerie nette est composée d'une trésorerie positive et d'une trésorerie négative.

[43] Vernimmen.P, Op.cit, P.24.
[44] Idem p.51.

La trésorerie positive comprend les soldes positifs des comptes bancaires de l'entreprise ainsi que les valeurs mobilières de placement (VMP).

La trésorerie négative comprend les soldes négatifs des comptes bancaires, c'est-à-dire les découverts de la société.

Trésorerie nette =Trésorerie positive -trésorerie négative

Source : Vernimmen.P, Op.cit, P.24.

❖ Interprétation de la trésorerie nette:

- **Une trésorerie nette ›0 :** la trésorerie nette est positive est le signe que la société peut rapidement payer une dette. C'est un signe positif, de bonne gestion.
- **Une trésorerie nette ‹0** : A priori, une trésorerie nette négative est un mauvais signe digestion. Mais il faut surtout examiner les raisons de cette situation avant d'émettre un avis.

- Si la trésorerie est négative parce que le BFR (Besoin en Fonds de Roulement) est trop important, c'est une meilleure gestion du BFR qu'il faut appliquer.

- Si la trésorerie nette est négative parce que le fonds de roulement est insuffisant, c'est la politique d'investissement de l'entreprise qui faut revoir.

Cette évaluation à beaucoup d'influence sur la valeur de l'entreprise à savoir qu'elle informe les actionnaires et les intervenants sur le marché financier de l'état de la situation financière de l'entreprise.

L'analyse des méthodes d'évaluations a montré qu'aucune n'est meilleure par rapport à l'autre.

Conclusion ;

La théorie de l'entreprise on été profondément enrichies avec les travaux de Modigliani et Miller (1958), qui ont démontré que le choix d'une structure du capital n'a pas d'intérêt car il est neutre sur la valeur de l'entreprise.

Après la publication des premiers travaux de Franco Modigliani et Merlon Miller, il est utile de faire le point sur l'état de réflexion en matière de structure financière. En 1958, les deux (02) prix Nobel d'économie (Modigliani 1985 et Miler 1990) montraient que les choix de structure financière de l'entreprise n'influencent pas sa valeur. Ils développent leurs raisonnement dans un cadre restrictif, verrouille par les hypothèses très strictes. Le raisonnement d'arbitrage auquel ils faisaient appel a permis de mieux cerner la formation des cours boursiers et l'ajustement de la valeur d'une entreprise jusqu'à l'équilibre.

Ces premiers travaux de Modigliani et Miller ont jeté les fondements de la recherche scientifique en matière de structure financière. Selon eux-mêmes ont complète leurs travaux initiaux en publiant un théorème revisité les hypothèses les plus contraignantes sont levées dans leurs raisonnements subséquents, mais ce sont aussi leurs travaux initiaux qui ont donné naissance à la théorie de compromis et à la théorie de financement hiérarchisé[46].

Jensen et Meckeling (1976) ont souligné que les actionnaires ont une préférence pour les projets les plus risqués, car les obligataires supportent le risque additionnel sans contre partie en termes d'espérance de gain. L'autre face de ce problème, de sous-investissement à été identifier par Myers et Majluf (1977) afin de faire face et mètre à terme l'asymétrie informationnelle sources des conflits.

L'analyse de l'incidence de la politique sur les coûts d'agence a donné l'absence de séparation entre politique de financement et d'investissement (financement hybride), ce qui constitue un problème engendrant la maximisation de valeur pour dirigeant, actionnaire ou créancier (excédent de trésorerie) ; elle incite les financiers à intégré avec la théorie d'organisation (structure de propriété).

La théorie des coûts de transaction fait partie de la gouvernance de l'entreprise, elle traite les mêmes problèmes que la théorie d'agence qui se concentre sur chaque agent ainsi la théorie de coût de transaction se concentre sur chaque transaction.

La théorie de static trad off oppose à l'avantage de la dette, l'augmentation des coûts de faillite. Les évaluations empiriques des coûts directs de faillite conclus à des montants relativement faible. Une fois les coûts directes multiplier par la probabilité de faillite et actualisés, leurs importance

[46] Croquet.M , Heldenvergh.A, Op.cit, P160.

n'apparait significative qu'à la condition d'introduire des coûts indirecte de faillite liée à la crainte des obligataires et des autres parties permanentes non financière d'être expropriées par les actionnaires[47].

En fin la gouvernance qui est un ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, les mécanismes qui gouvernent leur espace discrétionnaire.

[47] Ronald, Op.cit, P60.

Introduction

En principe, le lancement de nouvelles activités d'extension, d'introduction en bourse, 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 essentielle dans toutes les opérations comportant une transaction, puisqu'elle contribue à la fixation du prix, condition formelle de la réalisation de la transaction.

Pour évaluer une entreprise, il existe plusieurs méthodes, dont les principales sont : la méthode patrimoniale et la méthode prospective.
Ce chapitre sera scindé en trois (03) sections :

- **Section 01 : Concept de l'évaluation de l'entreprise ;**
- **Section 02 : Démarches et procédures d'évaluation de l'entreprise ;**
- **Section 03 : Méthodes d'évaluation.**

Section 01 : Concept de l'évaluation de l'entreprise

Cette première section a pour objectif d'introduire quelques notions élémentaires sur l'évaluation des entreprises. D'abord, nous reprenons les définitions les plus répandues de l'évaluation des entreprises. Enfin, nous terminerons par le contexte de l'évaluation des entreprises.

1. Définition de l'évaluation de l'entreprise :

De manière générale, «L'évaluation est une opération qui consiste à estimer à apprécier, à porter un jugement de valeur ou à accorder une importance à une personne, un processus, un événement, une institution on a tout objet à partir d'information qualitatives, quantitatives, des critères précis en vue d'une prise de décision.

Evaluer c'est comprendre, éclairer l'action de façon, à pouvoir décider avec justesse de la suite des événements [53]».

[53]Renald LEGENDRE, Dictionnaire actuel de l'éducation, Rubrique Evaluation, GUERION/ESKA, 1993 cité par Claude BILLET dans « le guide des techniques d'évaluation », édition Dunod, 2008, p11.

La méthode d'établissement de la valeur de l'entreprise s'appelle "évaluation ", selon PRIENTE « Evaluer une entreprise consiste à déterminer un prix acceptable par les parties pour la totalité des actifs et à réduire ensuite l'endettement, afin d'obtenir la valeur résiduelle des capitaux propres[54] ».

Selon J.E.PALARD et F.IMBERT, « Evaluer une entreprise consiste à proposer une valeur ou une fourchette de valeur aux actifs d'une entreprise ou à ses titres, et en aucun cas proposer un prix[55] ».

L'évaluation d'une entreprise est l'estimation, à partir de critère qui se veut objectif, de la valeur de marché potentiel ou sa valeur patrimoniale.

2. Notion de valeur et de prix :

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

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

Le prix d'une entreprise correspond au montant qu'un investisseur ou un agent économique est susceptible de payer pour en faire l'acquisition. Il représente le fruit d'un processus de négociation entre un acheteur et un vendeur.[56]

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

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

La mise en œuvre d'une démarche d'évaluation d'entreprise nécessite la maitrise d'outils comptables, financiers et managériaux afin de tirer les informations nécessaires à

[54] PRTIENTE.S « Analyse financière et évaluation d'entreprise », édition pearson, 2013, p217.
[55] PALARD.J.E et IMBERT.F « guide pratique d'évaluation d'entreprise », édition Eyrolles, 2013, p20.
[56] PALARD, J-E., IMBERT, F.*Guide pratique d'évaluation d'entreprise*. Paris : Eyroles, 2013, p. 27.

cette évaluation. Ainsi, convient-il de définir certains éléments indispensables à l'évaluation d'entreprise :

- **Le bilan**

« C'est un état financier qui présente la situation patrimoniale de l'entreprise à un moment donné (obligatoirement à la date de clôture de l'exercice). Il décrit la composition des éléments d'actif et de passif de l'entreprise et fait distinctement apparaitre ses capitaux propres. »[57]

- **Le compte de résultat**

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

- **L'annexe des états financiers**

« Un des documents composants les états financiers. Il comporte des informations, des explications ou des commentaires d'importance significative et utiles aux utilisateurs des états financiers sur leur base d'établissements. Les méthodes comptables spécifiques utilisées et sur les autres documents constituants les états financiers »[58].

- **Le Goodwill :**

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

- **L'actualisation :**

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

[57] QUIRY, P., Le FUR, Y. *Pierre Vernimment finance d'entreprise*. 14éme édition. Paris: Dalloz, 2016, p.33.
[58] Arrêté du 26 Juillet 2008 *fixant les règles d'évaluation et de comptabilisation, le contenu et la présentation des états financé ainsi que la nomenclature et les règles de fonctionnement des comptes.*

- **L'endettement :**

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

- **Le business plan :**

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

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

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

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

4. L'intérêt de l'évaluation de l'entreprise [59]:

Généralement, les entreprises ont tendance à adopter la pratique de l'évaluation pour prendre des décisions concernant le long terme comme les investissements et le financement on le court terme touchant ainsi le cycle d'exploitation. Par conséquent, on déduit que l'évaluation de l'entreprise intervient pour faciliter la décision concernant les trois cycles de la firme : investissement, financement et exploitation.

L'évaluation de l'entreprise présente une moyenne pour mesurer l'autonomie financière de l'entreprise ainsi que sa capacité de remboursement.

Elle est aussi un outil de gestion important qui permet de contrôler des variables comme la rentabilité, l'environnement de l'entreprise, l'évolution de l'entreprise et sa santé financière.

[59] PRTIENTE.S « Analyse financière et évaluation d'entreprise », édition pearson, 2013, p217.

5. Le contexte d'évaluation des entreprises

L'évaluation d'une entreprise intervient lors de multiples circonstances et répond à divers besoin des partenaires de l'entreprise. [60]

Une évaluation et pratiqué à l'occasion des opérations suivantes :

5.1. Augmentation du capital

Lorsque une entreprise a besoin d'augmenter ses ressources stables, elle peut recourir à une augmentation du capital qui peut se faire via la création de nouvelle actions. L'évaluation permet la détermination du prix des actions ainsi que le calcul du nombre de titre à émettre et de leur valeur d'émission .l'évaluation de l'entreprise joue un rôle importante dans l'émission des emprunts obligataires.

5.2. Cession de l'entreprise/Succession

Il ya cession d'entreprise lorsque le partenaire vend la société à un repreneur soit en vendant la totalité de l'entreprise soit en cédant seulement une partie de l'entreprise (en cédant une minorité du capital tout en restant dirigeant majoritaire ou à l'inverse, en cédant la majorité du capital en devenant ainsi associé minoritaire).

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 est le passage de la propriété familiale sans procéder à une cession et qui nécessite l'évaluation pour le calcul de droit de succession.

5.3. Fusion d'entreprise

La fusion est définit comme une mise en commun des patrimoines de deux ou plusieurs sociétés qui aboutissent à la constitution d'une nouvelle entreprise ou à une prise de contrôle de la société absorbante sur la société absorbée. Afin de déterminer la valeur réelle d'une action, ainsi que le nombre de titres auxquels les actionnaires de la société absorbantes

[60] PRTIENTE.S *O*p.cit. p45.

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.

5.4. Réalisation d'investissement

Tout investissement dans une entreprise existante nécessite une évaluation préalable. L'investissement peut être un placement d'argent dans une banque, achat d'obligation, achat d'action, investissement dans la création ou l'acquisition d'une entreprise.

Qu'il soit industriel, commercial ou financière, l'investisseur fait tout pour minimiser les risques et maximiser la rentabilité de l'investissement. Afin de parvenir à ses fin, l'investisseur procède à l'évaluation de l'entreprise ou il compte engager ses capitaux et essaie de prévoir ses revenus futures sur une période de visibilité.

5.5. Désinvestissement

Le désinvestissement correspond à une situation ou un investisseur décide de céder une partie de l'actif de l'entreprise qui peut être motivé par une volonté de désendettement, commandé par des critères de rentabilité ou envisage de céder l'entreprise qui est en difficulté.

Dans ce cas l'évaluation de l'entreprise est indispensable avant d'entamer une négociation avec un futur repreneur. Les actifs seront évalués au prix qu'un cessionnaire serait prêt à payer.

5.6. Privatisation

La privatisation des entreprises peut être comprise comme la vente des organismes nationaux à des particuliers, a qui nécessite l'évaluation de ces derniers. Et, ce conformément à l'article 18 de l'ordonnance n°01-04 du 20-08-2011 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises publiques économiques.

Afin de déterminer le prix d'introduction de leurs actions dans le cadre de l'offre publique de vente à prix fixe, et de déterminer le prix planché représentant le seuil au-dessous duquel on ne doit pas descendre dans le cas d'un appel d'offre par adjudication, une évaluation est nécessaire. Dans le cas d'un appel d'offre ; l'évaluation est secondaire parce

que le prix sera directement déterminé par le futurs repreneurs. Mais elle reste essentielle pour justifier ce dernier.

5.7. Connaissance de la valeur de l'entreprise sur le marché :

L'entreprise comme tout bien, peut faire l'objet de transaction commerciale (achat, vente, partage…etc.). Il est donc nécessaire d'avoir une idée plus au moins précise de la valeur qu'elle représente pour mieux se positionner sur le marché des entreprises.

5.8. Mesure de la performance sur une période donnée :

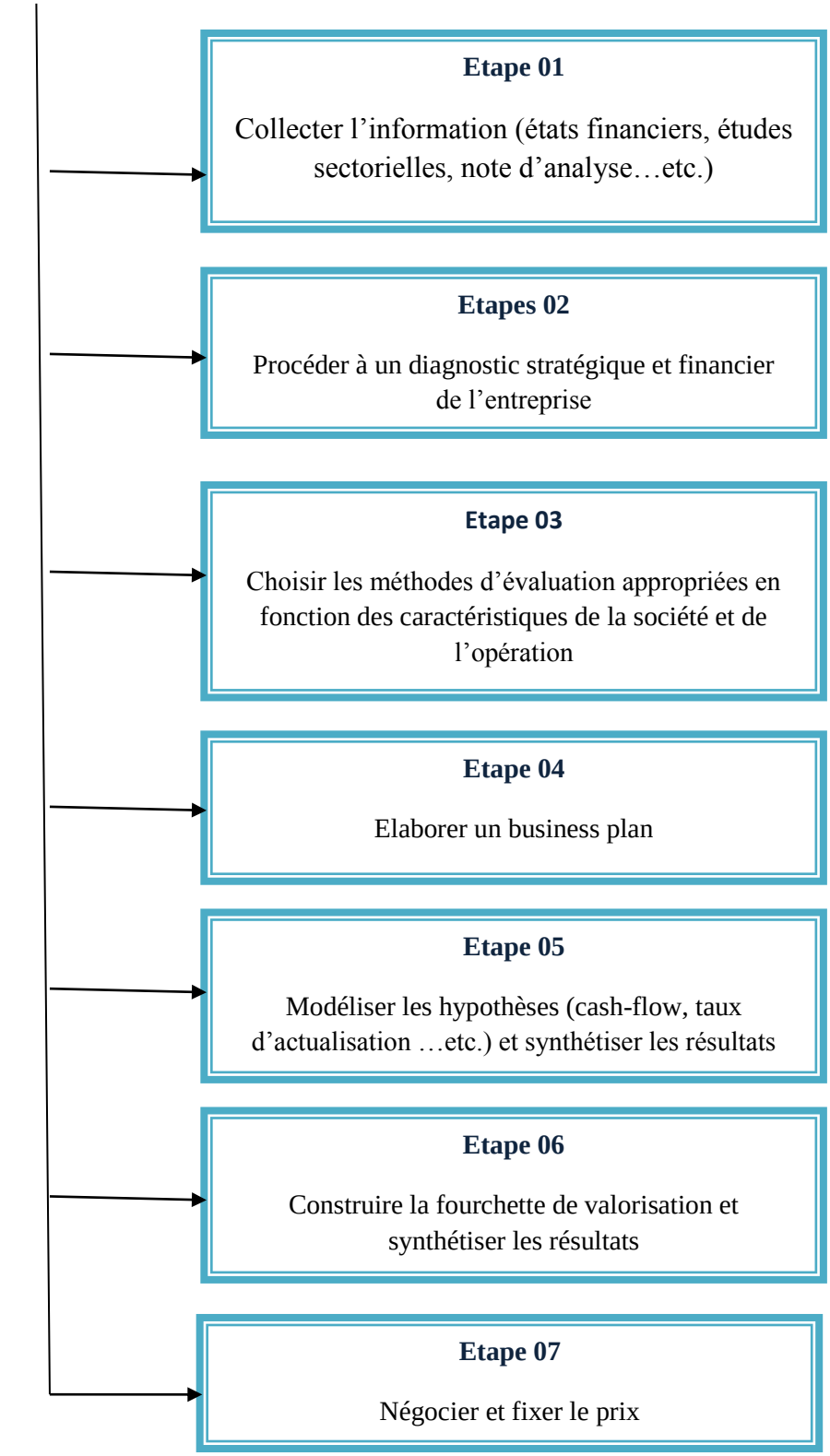
Dans une entreprise, la performance mesure l'équation entre les objectifs stratégiques initialement définis et les résultats effectivement atteints et signe de bonne et mauvaise gestion des dirigeants.

Dans le but d'évaluer les performances de ce dernier, une évaluation régulière de la valeur des entreprises dont ils assurent la gestion permet de constater les variations de cette valeur. Si l'évaluation est positive ; la gestion est satisfaite, dans la situation inverse, une tendance négative est indiquée. Cette méthode est un moyen pour relier l'évaluation et la gestion de l'entreprise.

Section 02 : Démarches et procédure d'évaluation de l'entreprise

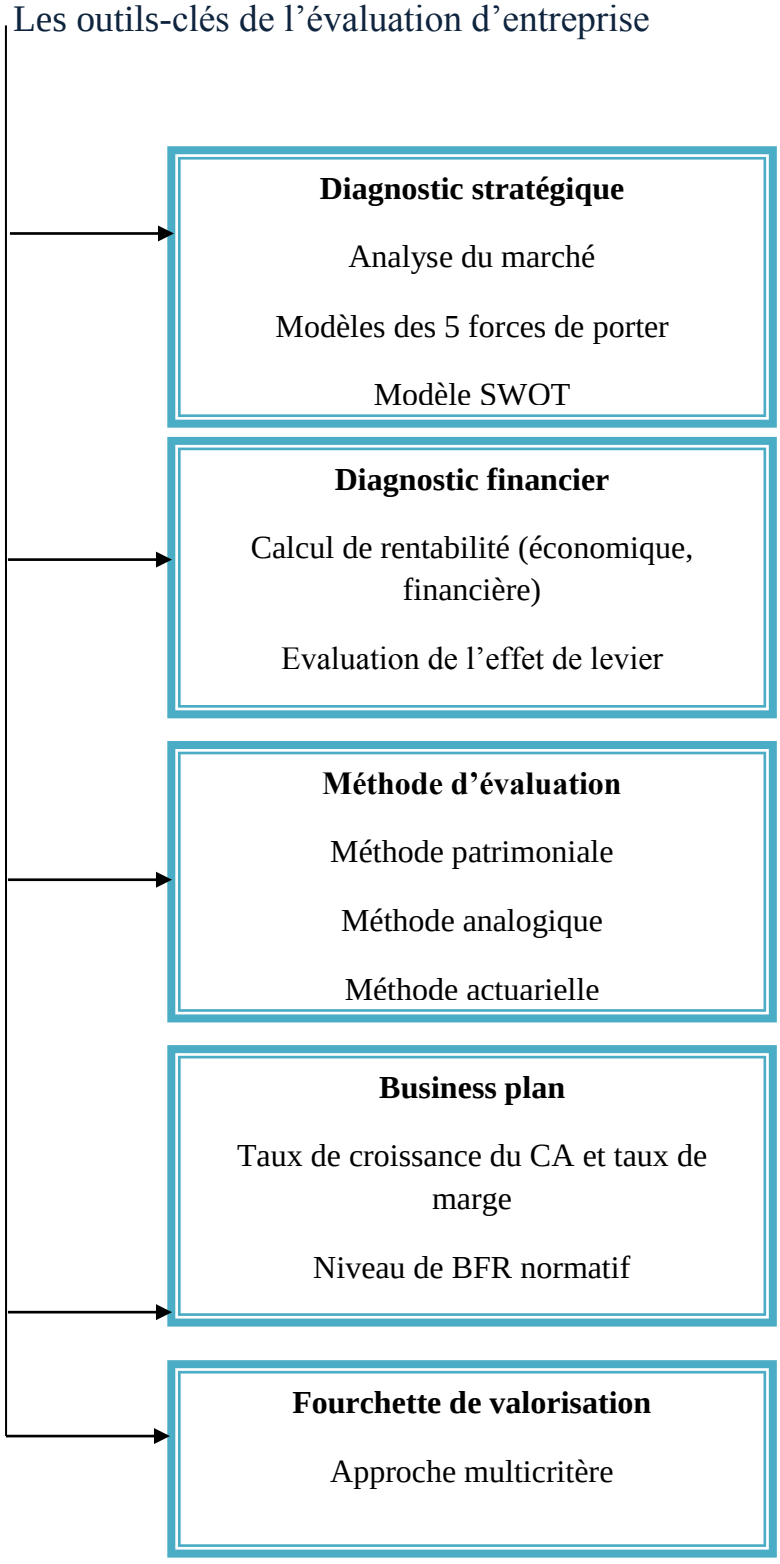
L'évaluation de l'entreprise est le fruit d'une démarche qui doit s'opérer suivant une procédure précise. Cette procédure se fait toujours en plusieurs étapes, et le respect de ces étapes assure une évaluation de qualité. Pour Jean Etienne Palard et Franck Imbert, de la simple collecte d'information sur l'entreprise jusqu'à la négociation débouchant sur le prix de cession, ces «étapes sont au nombre de sept (voir le schéma n°01). Chaque étape nécessite des outils et des techniques spécifiques.

Schéma n°01 : Etapes-clés du processus d'évaluation d'entreprise



Source : Jean Etienne Palard et Frank Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, organisation, 2013, p80.

Schéma n°02 : Outils-clés de l'évaluation d'entreprise



Source : Jean Etienne Palard et Frank Imbert, Guide pratique d'évaluation d'entreprise, organisation, 2013, p80.

La valorisation finale d'une entreprise est la conclusion d'un processus d'évaluation qui s'effectue en plusieurs étapes, nous présenterons dans ce qui suit les principales étapes constituant la démarche d'évaluation d'entreprise :

1. La collecte d'information :

Cette étape consiste à collecter l'ensemble de l'information disponible sur l'entreprise à évaluer recherchées au sein même de l'entreprise ou de l'extérieur, à partir des données privées (note d'analystes financières, études sectorielles… etc.)

Cette information qu'elle soit comptable, financière, juridique ou fiscale constitue la matière première posée ou sur les prévisions futures.

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

Tableau N°03: Principales informations à collecter

Information chiffrées	Informations qualitatives
- Etats financières des trois dernières années : bilan, compte de résultats, annexe et tableau des flux de trésorerie. - Rapports des commissaires aux comptes. - Méthode d'amortissement des immobilisations. - Tableaux d'amortissement. - Réparation du capital social. - Liste des rémunérations des différents salariés.	- Organisation de l'entreprise. - Méthodes de management. - Stratégie di chef d'entreprise. - Compétence des salariés. - Etat du matériel. - Concurrences et positionnement sur le marché. - Connaissance de secteur d'activité. - Potentiel du secteur (croissance, déclin). - Connaissance de type de client. - Répartition de la clientèle. - Relations avec les fournisseurs. - Examen des contrats (assurances, travail).

Source : adapté de DUPLAT, C- A, op, cit ; p 4

2. L'élaboration du diagnostic d'entreprise

En utilisant l'information collectée, un diagnostic d'entreprise peut être effectué. Ce diagnostic sert avant tout à prendre le ''business model''[61] – ou modèle d'affaire- de l'entreprise à évaluer d'un point de vue stratégique et financier.

2.1. Le diagnostic stratégique

Le diagnostic stratégique permet de porter un regard sur la situation concurrentielle de l'entreprise, les opportunités et les menaces présentes sur son marché et le caractériser ses forces et ses faiblesse. Parmi les outils de diagnostic stratégique, il est possible de citer : l'analyse SWOT, la matrice BCG, les cinq forces de porter, etc.

Le diagnostic s'effectue en deux étapes : un diagnostic externe, et un diagnostic interne[62]

- Le diagnostic externe porte principalement sur l'analyse du marché et l'environnement de l'entreprise.
- Le diagnostic interne a pour vocation de comprendre le fonctionnement de l'entreprise, et de déterminer les domaines d'activités sur lesquels elle entend se développer. Il intéresse notamment au système de production au niveau des investissements et à la stratégie de distribution.

D'autres éléments, à l'instar du diagnostic fonctionnel et d'un audit général, doivent compléter le diagnostic d'entreprise.

2.2. Le diagnostic financier :

Etablir un diagnostic financier, c'est analyser la situation - passée, présente et future - d'une association, d'un établissement ou d'un service. Le diagnostic est également un outil d'analyse dynamique permettant l'élaboration de divers documents d'anticipation des besoins de financement futurs de l'association, établissement ou service[63].

[61] Un business modèle décrit la logique de l'entreprise, la façon dont elle opère et crée de la valeur afin d'assurer sa pérennité.(www.business modèle fab.com)
[62] PALARD, J-E, IMBERT, F, Op. cit, p.85.
[63] PRTIENTE.S « Analyse financière et évaluation d'entreprise », édition pearson, 2013, p217.

Ainsi, le diagnostic financier ne se réduit pas à une étude exclusivement budgétaire et comptable dans un secteur largement réglementé - mais bien à une analyse économique globale faisant appel à des données contextuelles sectorielles, économiques et de gestion.

Autrement dit, le diagnostic financier permet d'identifier les déterminants de la performance économique et financière de l'entreprise sur le long terme, d'analyser sa structure de financement et d'évaluer sa solvabilité financière. Il doit notamment répondre aux interrogations portant sur la solvabilité de l'entreprise, ses performances, sa croissance et les risques qu'elle en court.

Il s'appuie nécessairement sur une méthodologie qui comporte deux étapes préalables :

- Le traitement des informations disponibles dans la perspective du diagnostic : consiste à ajuster et à retraiter les différents états comptables de l'entreprise (bilan, compte de résultat) servant de base à l'évaluation de l'entreprise. en tenant compte des correction et appréciations qualitatives faites lors de la prise de connaissance.
- La sélection et la mise en forme d'indicateurs significatifs et utiles : l'étude de viesdes indicateurs doit permettre une synthèse sur la situation de l'entreprise qui pourra constituer le support de prévision ou d'évaluation.

Le diagnostic financier est réaliser sur la base de l'étude et de l'analyse des trois derniers bilans et comptes de résultats.

2.2.1. Les objectifs du diagnostic

Selon la situation de l'analyste, les objectifs du diagnostic peuvent être énoncés de façon différenciée. Même si l'ensemble des orientations possibles sont compatibles avec l'utilisation de démarches largement convergentes, on propose de distinguer ici trois types d'orientations assez caractéristiques.[64]

En premier lieu, de nombreuses analyses présentent le caractère d'un diagnostic extensif ou d'une **investigation panoramique** et visent à éclairer l'ensemble des caractéristiques financières importantes de l'entreprise. Elles ne comportent pas de limitation *apriori* du champ des observations et ne privilégient pas un thème particulier. C'est ce type

[64]Boukhlifa. A : «Analyse Financière », édition Houma , 2000.p50

d'orientation qui est requis pour des diagnostics liés à des opérations d'acquisition, de fusion ou d'absorption. C'est également ce type d'orientation qui répond aux besoins d'observateurs appartenant à des organismes d'études financières ou stratégiques qui cherchent surtout à construire une vision d'ensemble de l'entreprise.

Un deuxième type d'analyses est orienté **vers l'étude du risque** de défaillance, c'est-à dire vers l'appréciation des conditions d'équilibre financier. Ces démarches, particulièrement Sensibles au thème de la solvabilité, sont le plus souvent mises en œuvre par des partenaires extérieurs susceptibles d'être affectés par la défaillance de l'entreprise : banquiers, porteurs de titres, fournisseurs et autres créanciers. Mais elles peuvent également être développées par des responsables soucieux d'évaluer les risques de défaillance qui menacent l'entreprise dont ils ont la charge.

Le troisième type dominant d'analyses est orienté vers **l'étude des performances,** de leur évolution et de leurs perspectives futures. Il répond surtout aux besoins des gestionnaires internes et de certains partenaires extérieurs intéressés aux résultats futurs de l'entreprise. En particulier, les détenteurs d'actions et d'autres titres participant aux résultats ou les investisseurs susceptibles d'en acquérir sont particulièrement attentifs à la capacité bénéficiaire présente et future ; ce sont en effet les résultats à venir qui garantiront les distributions futures de bénéfices et la réalisation de plus-values en capital.

Enfin, si ces trois premiers types d'analyses représentent les préoccupations dominantes qui orientent les démarches du diagnostic financier, il faut souligner que des préoccupations
Circonstancielles peuvent également aiguiller les investigations vers l'examen d'aspects particuliers de la situation ou du fonctionnement de l'entreprise.

2.2.2. Les démarches d'analyse

Moyennant une certaine schématisation, il est possible de définir une relation entre les objectifs de l'analyse et les méthodes et instruments qu'elle requiert. Cependant la spécialisation des outils d'analyse tend à s'atténuer à la faveur d'évolutions conceptuelles ou techniques récemment introduites, et qui conduisent à limiter la portée de cette observation.

Une analyse orientée vers l'étude des risques de faillite ou de la solvabilité s'applique le plus souvent à l'étude du bilan (analyse statique) et du tableau de financement (analyse de flux), et s'intéresse à l'ajustement entre les engagements contractés par l'entreprise et les liquidités qu'elle peut espérer dégager.

Analyse orientée vers l'étude des performances s'applique principalement à l'étude du compte de résultat, pour rendre compte de la formation des soldes de gestion et les comparer aux flux d'activité ou aux moyens engagés par l'entreprise.

Les observations qui précèdent suggèrent ainsi un pré affectation des différents compartiments de la boîte à outils des analystes financiers en fonction des orientations de leurs études.

Tableau N°04 : Une différenciation schématique des démarches d'analyse

Orientations de l'analyse	Méthodes et outils utilisés par l'analyste
Étude de l'équilibre Financier et du risque de faillite.	Analyse du bilan et des tableaux de flux financiers • Relation de trésorerie • Ratios
Étude des performances financières	Analyse du compte de résultat • Mesure des soldes de gestion • Analyse des ratios • Évolution de l'effet du volume d'activité sur les résultats

Cependant, il faut aussi souligner la convergence qui s'opère entre les indications fournies par les différents outils.

Ces évolutions affectent en premier lieu la mesure des résultats. De nouveaux indicateurs sont aujourd'hui proposés qui intègrent à la fois l'étude des performances et celle des flux et équilibres financiers. Ainsi, l'introduction de notions permettant de mesurer **les Surplus monétaire d'exploitation** (l'excédent brut d'exploitation par exemple) ou **le sur plus**

monétaire global (la capacité d'autofinancement ou « cash-flow global ») fournit une indication relative aux performances économiques de l'entreprise et une indication relative à sa capacité de reconstitution de ressources propres qui peuvent améliorer son équilibre financier et son autonomie.

Ces évolutions affectent en second lieu la présentation des **tableaux de flux** qui, mieux conçus et plus largement répandus, permettent également d'intégrer l'analyse des performances, celles des conditions de financement et l'appréciation des équilibres financiers à terme.

2.2.3. Les retraitements du bilan

Bilan est l'image de l'entreprise à u, instant définit dans le temps. Il est une photographie de son patrimoine, il parait fournir la connaissance de sa valeur patrimonial. Il est soumis aux retraitements pour vérifier la réalité et la consistance des valeurs immobilisées, des dettes et des créances enregistrées (dans certaines situations, il convient de retraiter l'actif et le passif pour rendre à l'entreprise sa valeur économique, notamment lorsqu'il existe une différence entre la valeur telle qu'elle est inscrite en comptabilité et la valeur économique d'un bien), reclasser ses éléments en fonction de leur nature (exploitation/hors exploitation, court-terme ou long-terme) et enfin présenter un document exploitable et reconnu par tous les analystes(le bilan financiers)[65] .

- **L'élaboration du bilan financier**

Le passage du bilan comptable au bilan financier nécessite des reclassements, c'est-à-dire remplacer certains éléments des postes du bilan suivant leur réel degré de liquidité (dans l'actif) et d'exigibilité (dans le passif) le retraitement aboutira à un niveau bilan plus proche de la réalité économique et qui servira à l'analyse financière.

1. Définition du bilan comptable

« Le bilan comptable est un document de synthèse qui dresse un inventaire des éléments du patrimoine de l'entreprise »[66].

[65]Boukhlifa. A : «Analyse Financière » , édition Houma , 2000.p55.
[66] Yves-Alain ACH, Catherine DANIEL, Finance d'entreprise, édition HACHETTE, Paris 2004.p57.

« Le bilan comptable est une photographie, à un instant donné, de tout ce que possède l'entreprise (actif) et de tout ce qu'elle doit (passif) avec pour solde la richesse des propriétaire de l'entreprise (situation nette)[67].

Il est adressé au moins une fois par an en fin de période comptable (12 mois) correspond souvent à la fin d'année civile.

2. Les éléments du bilan comptable

Le bilan comptable comporte les éléments actifs (situés dans la colonne gauche) et passifs (situés dans la colonne droite) de l'entreprise. Il doit faire ressortir la distinction entre éléments courants et éléments non courants.

▪ L'actif du bilan :

On retrouve à l'actif du bilan les principaux postes suivants :

❖ Actif non courant :

L'actif non courant comprend :

- Les actifs qui sont destiné à être utilisé d'une manière continue pour les besoins des activités de l'entité telle les immobilisations corporelles ou incorporelles ;
- Les actifs détenus à des fins de placement à long terme ou qui ne sont pas destinés à être réalités dans les douze mois à compter de la date de clôture.

L'actif non courant regroupe les immobilisations incorporelles, les immobilisations corporelles, les immobilisations financières, les amortissements et provisions relatifs aux immobilisations qui sont suivies dans la classe 2 de la nomenclature du système comptable et financier.

o Les immobilisations incorporelles : compte 20

Les immobilisations incorporelles sont des actifs non monétaires identifiables sans substance physique détenus en vue de son utilisation pour la production ou la fourniture de

[67] Bruno SOLNIK, gestion financière, édition 5 NATHAN, Paris, 1997, P20.

biens ou services pour une location à des tiers ou à des fins administratives elles se ventilent en rubriques suivantes :

- C/203 : Frais de recherche et développement ;
- C/204 : Logiciels informatiques et assimilés ;
- C/205 : Concessions et droits similaires brevets, licences, marques ;
- C/207 : Ecart d'acquisition (ou goodwill).

o Les immobilisations corporelles : compte 21

Selon les termes du nouveau plan comptable une immobilisation corporelle est un actif corporel détenu par une entreprise pour la production, la fourniture d'actifs ou de services, la location, l'utilisation à des fins administratives et dont la durée d'utilisation est censée se prolonger au-delà de la durée d'un exercice dans les immobilisations corporelles sont logées les rubriques suivantes :

- **C/ 211 :** Terrains ;
- **C/ 212 :** Agencements et aménagements de terrains ;
- **C/ 213 :** Constructions ;
- **C/ 2131:** Bâtiments ;
- **C/2135:** Installations générales, Agencements, Aménagements des constructions ;
- **C/ 2138:** Ouvrages d'infrastructure ;
- **C/ 215:** Installations techniques ;
- **C/ 218 :** Autres Immobilisations Corporelles.

o Les Immobilisations Financières :

Constituent les immobilisations financières, les droits dans le capital d'établissement publics, semi-publics ou privés matérialisés ou non par titres, ainsi que les créances. On peut distinguer les comptes suivants :

- **C/ 261:** Titres de filiales ;
- **C/ 262 :** Autres formes de participations ;
- **C/ 265 :** Titres de participation évaluer par équivalence ;
- **C/ 266 :** Créances rattachées à des participations de groupe ;

- **C/ 267 :** Créances rattachées à des participations hors groupe ;
- **C/ 268 :** Créances rattachées à des sociétés en participation.

❖ Actif Courant :

Un actif doit être classé en tant qu'actif courant lorsque :

- L'entreprise s'attend à pouvoir réaliser l'actif, le vendre ou le consommer dans le cadre du cycle d'exploitation normal de l'entreprise ;
- L'actif est détenu essentiellement à des fins de transactions ou pour une durée courte et l'entreprise s'attend à le réaliser dans les douze mois suivant la date de clôture de l'exercice ;
- L'actif est de la trésorerie ou un équivalent de trésorerie dont l'utilisation n'est pas soumise à restrictions.

Tous les autres actifs doivent être classés en tant qu'actifs non courants

L'actif courant comprend :

- Les actifs que l'entité s'attend à réaliser, vendre ou consommer, dans le cadre de cycle d'exploitation normale représentant une période s'écoulé entre l'acquisition des matières premières ou des marchandises entrant dans l'exploitation, et leurs réalisation sous formes de flux de trésorerie,
- L'actif détenus essentiellement à des fins de transaction ou pour des durées courtes que l'entreprise s'attend à réaliser dans les douze mois, les liquidités ou quasi-liquidités ou l'utilisation ne pas soumise à des restrictions.

En d'autre terme cette rubrique englobe les classes suivantes :

o Les stocks : la classe 03

Les stocks sont des actifs détenus pour être vendu dans le court normale de l'activités, en cours de production pour une telle vente, ou sous formes de matières premières ou de fournitures pour être consommées dans le processus de production ou de prestation de services.

Les stocks sont suivis dans les comptes suivants :

- **C/ 30 :** Stocks de marchandises ;
- **C/ 31 :** Stocks de matières premières et fournitures ;
- **C/ 32 :** Stocks autre approvisionnements ;
- **C/33 :** En cours de productions de biens ;
- **C/ 34 :** En cours de productions de services ;

- **C/ 35 :** Stocks de produits ;
- **C/ 37 :** Stocks à l'extérieur ;
- **C/ 39 :** perte de valeur sur Stocks et en cours.

o Les créances : La classe 04

Les créances comprend les droits acquis par l'entreprise par suite de ses relations avec les tiers généralement à court terme. Sont logées également dans cette rubrique, les comptes rattachés aux comptes de tiers destinés à enregistrer les modes de financement (effet à revoir), et les créances futures (produits à recevoir) ainsi que les charges constatées d'avance.

Les créances sont suivies dans les comptes suivants :

- **C/ 411** : Clients ;
- **C/462** : Créances sur cession d'immobilisation ;
- **C/ 462 :** Créances sur cession de valeur mobilières de placement.

Les opérations de trésorerie et équivalents de trésorerie[68] : (La classe 5)

Sont concernés par cette rubrique, les valeurs mobilières de placement, les fonds en caisse et les dépôts à vue ainsi que les équivalents de trésorerie qui sont des placements à court terme très liquides qui sont facilement convertibles en un montant connu de trésorerie et qui sont soumis à un risque négligeable de Changement de valeur ces opérations sont suivies à l'actif du bilan sous les comptes suivants :

- **C/ 50 :** Valeurs mobilières de placement ;
- **C/ 51 :** Banque, Etablissements financiers et Assimiles ;
- **C/ 52 :** Instruments Financiers dérivés ;
- **C/ 53 :** Caisse ;
- **C/ 54 :** Régies d'Avances et Accréditifs.

▪ Le passif du bilan :

Ensuite, on retrouve essentiellement au passif du bilan :

❖ Les capitaux propres : (la classe 1)

Avant distributions décidées ou proposées après la date de clôture, en distinguant le capital émis (dans le cas de sociétés), les réserves, le résultat net de l'exercice et les autres éléments.

- **C/101** : Capital émis (capital social, dotations, fond d'exploitation) ;
- **C/103** : Prime liées au capital social ;

[68] Boukhlifa. A : «Analyse Financière » , édition Houma , 2000.p55.

- **C/104** : Ecarts d'évaluation ;
- **C/105** : Ecarts de réévaluation ;
- **C/106** : Réserves (légale, statutaire, ordinaire, réglementée) ;
- **C/107** : Ecarts d'équivalence ;
- **C/108** : Compte de l'exploitation ;
- **C/109** : Capital souscrit non appelé ;
- **C/11** : Report à nouveau ;
- **C/12** : Résultat net.

❖ Passif non courant :

- **C/131/132/15** : Provision, produit et charge (hors 155) ;
- **C/134/135** : Impôts (différé et provision) ;
- **C/16/17** : Emprunts et dettes financières ;
- **C/229** : Autre dettes.

❖ Passif courant :

- **C/40** : Fournisseurs et comptes rattachés (hors 409) ;
- **C/419/509** : Autre dettes ;
- **C/42/43/44** : (hors 404 à447) ;
- **C/444/445** : Impôts (service crédit) ;
- **C/45/46/48/519** : Créditeurs ;
- **C/51/52** : trésorerie passif.

La présentation des actifs et des passifs dans le corps du bilan doit faire ressortir la distinction entre éléments courants et élément non courants.

Les bilans des banques et des institutions financières assimilées regroupent les actifs et les passifs par nature et les présente dans un ordre correspondant à leur liquidité et exigibilité relative.

Aucune compensation n'est possible entre un élément d'actif et un élément de passif du bilan, sauf si cette compensation est effectuée sur des bases légales ou contractuelles, ou si dès l'origine il est prévu de réaliser ces éléments d'actif et de passif simultanément ou sur une base nette.

Le bilan comptable se présente d'une manière générale comme suite :

Tableau N° 05 : Présentation de l'actif du bilan comptable

Actif	Exercice N		Exercice n-1
	Brut	Amort - provi	Net	Net
Actif immobilisé :				
Capital souscrit-non appelé				
Immobilisations incorporelles :				
Frais Avances et acomptes				
Immobilisations corporelles :				
Terrains				
Constructions				
Installations techniques, matériel et outillage				
Industriels				
Immobilisations d'établissement				
Frais de recherche et de développement				
Fonds commercial				
corporelles en cours				
Avances et acomptes				
Immobilisations financières :				
Participations				
Créances rattachées à des participations				
Autres titres immobilisés				
Prêts				
Total actif immobilisé				
Actif circulant :				
Stocks et en-cours				
Matières premières et autres				
Approvisionnements				

En-cours de production (biens et services) Marchandises Avances et acomptes versés sur commandes Créances d'exploitation Créances clients et compte rattachés autres Compte et régularisation Créances diverses Capital souscrit-appelé non versé Valeurs mobilières de placement Instruments de trésorerie Disponibilités Charges constatées d'avance	
Total actif circulant	
Total général actif	

Source : journal officiel N 19 sortie 26 mars 2009. p.24.

Tableau N°06: Présentation du passif d'un bilan comptable

passif	**Exercice N**	**Exercice N-1**
Capitaux propres : Capital émis Capital non appelé primes d'émission, de fusion, d'apport Ecart de réévaluation Ecart d'équivalence Réserves : légales, statutaires, réglementées Report à nouveau Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte) Subvention d'investissement Provisions réglementées Autres Provisions Dettes Emprunts obligatoires convertibles		

Autres emprunts obligatoires Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit Emprunts et dettes financières divers		
Total		
Avances et acomptes reçus sur commandes en-cours Dettes fournisseurs et comptes rattachés Autres dettes et instruments de trésorerie Compte de régulation Produits constatés d'avance		
Total		

Source : journal officiel N 19 sortie 26 mars 2009. P. 24.

3. Le bilan financière :

3.1. Définition du bilan financier :

Le bilan financier est un bilan organisé en vue d'évaluer le patrimoine de l'entreprise et d'apprécier le risque de faillite à court terme. Il offre une image du patrimoine réel de l'entreprise. Il permet d'apprécier l'entreprise sous un autre angle : analyse de liquidité/ exigibilité.

Dans le bilan financier les ressources et les emplois sont :

- Evalués è leur valeur vénale (c'est-à-dire à la valeur probable de vente) ;
- Classés selon le degré de liquidité / exigibilité auquel appartient le post de bilan ; «*Le bilan financier est dressé à partir du bilan comptable qui, après retraitement présente deux rubriques* ;»[69].
- La rubrique regroupant les postes dont l'échéance est à plus d'un an : emplois à plus d'un an et capitaux permanents ;
- La rubrique regroupant les postes dont l'échéance est à moins d'un an : emplois à moins d'un an et dettes à moins d'un an.

[69]RAMAGE Piére, analyse et diagnostic financier, édition d'organisation, 2001, p118.

Ce dernier permet de renseigner les tiers sur le mode de financement de l'actif stableet du cycle d'exploitation. Celui-ci à trois mots clés :

- ✓ **Liquidité** : c'est l'aptitude de l'entreprise à transformer plus ou moins rapidement ses actifs en trésorerie ;
- ✓ **Exigibilité** : exprime la capacité de l'entreprise à respecter les dates d'échéance de règlement de ses dettes ;
- ✓ **Solvabilité** : exprime la capacité de l'entreprise à régler l'ensemble de ses dettes.

3.2. Le rôle et l'importance du bilan financier

Le but de l'analyse-liquidité est de vérifier que la valeur des actifs de l'entreprise est suffisante pour couvrir ses dettes. Le contenu de bilan-liquidité découle de ce but : ces éléments doivent correspondre à une valeur réelle, et les différents postes comptables doivent être reclassés en fonction de la limite de un an, adoptée pour séparer le long terme du court terme.

- Evaluer la situation patrimoniale et apprécier la solvabilité à court terme de l'entreprise ;
- L'appréciation de la structure financière et la détermination de l'équilibre financier de l'entreprise ;
- Une source d'information qui permet de renseigner les différents partenariats de l'entreprise(les actionnaires, les banques, les fournisseurs) sur sa solvabilité réel et sur son degré de liquidité ;
- Apprécier la capacité de l'entreprise à faire face à ses dettes à moins d'un an à l'aide de son actif courant ;

3.3. La structure du bilan financier

❖ L'actif du bilan financier

Il se compose de deux catégories qui sont :

- **L'actif immobilisé :** C'est l'ensemble des emplois à long terme, et qui regroupe des valeurs immobilisées qui sont vivent au plus d'un an, et sont composés en trois types d'immobilisations :
  - **Les immobilisations corporelles :** ce Sont les actifs des immobilisations que l'on peut toucher physiquement comme les bâtiments, les terrains, les matériels industriels.

- **Les immobilisations incorporelles :** il s'agit des emplois durables n'ayant pas la consistance d'immobilisations corporelle c'est-à-dire sans structure physique, comme les brevets et les marques.
- **Les immobilisations financières :** sont constituées par des créances et des titres de participation ou des prêts qu'elles ont octroyés.

- **L'actif circulant :** est constitué des actifs détenus par l'entreprise qui sont vivent au moins d'un an, il se compose de :
- **Les valeurs d'exploitation :** sont constituées de l'ensemble des stocks, des marchandises, des matières premières, des produits finis ou semi fini…etc.
- **Les valeurs réalisables :** ce sont des créances, d'une part il Ya celles qui sont placées dans les valeurs immobilisées, et d'autre part des créances qui peuvent être transformées immédiatement en liquide comme des effets à recevoir, titres de placement …etc.
- **Les valeurs disponibles :** ce sont des valeurs qui sont transformées rapidement en argent comme la banque, caisse et CCP.

❖ Le passif du bilan financier :

Les éléments du passif sont classés par ordre d'exigibilité croissante, on distingue trois éléments qui sont comme suit :

- **Les capitaux permanents :** ce sont des éléments à l'échéance de plus d'un an qu'ils se figurent en haut du bilan, on distingue :
  - **Les fonds propres (FP) :** c'est le capital apporté par les actionnaires, ainsi des bénéfices laissées à la disposition de l'entreprise au cours des années comme les fonds sociaux, les réserves, les résultats en instance ….etc.
  - **Les dettes à long et moyen terme (DLMT) :** ce sont des dettes constatées par l'entreprise dans l'échéance au plus d'un an comme le crédit bancaire de 5ans, le crédit-bail, les dettes d'investissements.
  - **Les dettes à court terme :** ce sont des dettes dans l'échéance de moins d'un an comme les dettes de stocks, les dettes de fournisseurs, les dividendes…etc.

Tableau N°07 : Schématisation du bilan financier

Actif	Passif
Actif immobilisé(VI) : • Immobilisations corporelles • Immobilisations incorporelles • Immobilisations financière	**Capitaux permanentes** • Fonds propre(FP) • Les dettes à long et à moyen terme(DLMT) permanant
Actif circulant : • Les valeurs d'exploitation(VE) • Les valeurs réalisables (VR) • Les valeurs disponibles	**Dettes à court terme(DCT)**

Source : réalisé par nos soins

4. Le passage du bilan comptable au bilan financier :

Pour passer du bilan comptable au bilan financier, on effectue au préalable un retraitement qui consiste à opérer des ajustements qui permettent l'étude financière pour aboutir au même résultat comptable.[70]

4.1. Les retraitements du bilan comptable[71] :

Les retraitements sont des ajustements préalables qui ont pour objet de corriger les Insuffisances des documents comptables.

- **Les retraitements au niveau de l'actif**

- **Valeur Immobilisé (VI) :**

Les (VI) contiennent les investissements, certains stocks et certaines créances qui restent au sein de l'entreprise au-delà d'un an, on distingue les immobilisations incorporelles (fonds de commerce, immobilisation corporelle (terrain, machine ….), et les immobilisations financières (titre de participation).

- **Stock outil :**

C'est le stock de sécurité qui permet à l'entreprise la continuité de son activité et d'éviter la reptation du stock malgré la perturbation des approvisionnements.

- **Titres de participations :**

Dans l'état normal, les titres de participation restent plus d'un an dans l'entreprise et elle dégage des bénéfices, ce qui permet de les reclasser dans les valeurs immobilisés, dans le

[70]BARREAU, Jean, DELAHAYE, Jacqueline « Gestion financière DECF » 12 éme édition, P.76.
[71] BARREAU, Jean, DELAHAYE, Jacqueline « Gestion financière DECF » 12 éme édition, P.76.

cas de la vente ou de la récupération d'une partie dont la date ne dépasse pas l'année les titres seront classer dans les valeurs disponible.

- **Clients :**

Ils sont classés au niveau de l'actif circulant est plus précisément dans les valeurs réalisables dont le montant varie en fonction de type d'activité de l'entreprise. En effets, dans le cas où les clients sont tardés à payer ses dettes, l'entreprise doit leur classés dans les valeurs immobilisées.

- **Actifs circulant :**

Il regroupe les éléments liés au cycle d'exploitation de l'entreprise et qui, vont être« Consommés » au cours de l'exercice. On distingue cinq rubriques qui sont[72] :

- **Les Valeurs d'exploitations :**

Elles regroupent tous les éléments de la classe 3 (les stocks) en déduisant la partie du stock permanent. Il s'agit des stocks pour leurs valeurs nettes, tel que les marchandises, matières première, fournitures, produits fini et semi finis.

- **Les valeurs réalisables (VR) :**

Ce sont des créances à court terme. Il s'agit principalement les créances clients, les créances d'exploitations et des avances à court terme (les avances fournisseurs et les titres de placements).

- **Les valeurs disponibles :**

C'est l'ensemble des éléments de la classe 4. Il s'agit des valeurs d'actif les plus liquides que possède l'entreprise. Tel que la caisse, la banque ou le CCP, les valeurs mobilières de placement (les titres à court terme) et on peut inclure les effets immédiatement négociables.

- **Les titres de placements (valeurs mobilières de placement) :**

Elles sont considérées comme de quasi-liquidités, elles sont à regrouper pour leur montant net (après déduction de la provision éventuelle), dans les disponibilités.

Cependant, si un délai de réalisations est nécessaire, elles sont à rattacher aux créances à moins d'un an.

- **Les effets escomptés non échus :**

Leur origine se situe au niveau de créances détenues sur les clients. Leur négociation (escompté) en banque a transféré leur propriété au profit de l'endossataire d'où leur sortie du patrimoine de l'entreprise.

[72]BARREAU, Jean, DELAHAYE, Jacqueline. Op cit. P.79

Or, par principe de solidarité, l'entreprise peut se trouver engagée en cas d'impayé à l'échéance. Par conséquent, ils sont à :

- Réintégrer dans les créances à moins d'un an (VR).
- Et à ajouter aux dettes à moins d'un an dans le passif (trésorerie passive, DCT).

➢ Les retraitements au niveau du passif :

Le passif est concerné par les retraitements qui s'opèrent sur quelques postes, on citeparmi ces retraitements :

- **Les capitaux permanents :**

Ce sont tous les éléments dans l'échéance à plus d'un an. Ils figurent au haut du bilan dans la partie passive. Ils comprennent :

- **Les fonds propres (FP) :**

Ce sont des ressources propres à l'entreprise (les fonds sociaux, les réserves, les résultats non distribués….).

- **Les dettes à long et à moyen terme (DLMT) :**

Il s'agit des dettes contractées par l'entreprise dont l'échéance est supérieure à un an, tel que les dettes d'investissement, les emprunts, dettes auprès des établissements de crédits sauf les découverts bancaires, les emprunts obligataires, les provisions pour pertes et charges justifiés à plus d'un an.

- **Les dettes à court terme (DCT) :**

Ce sont toutes les dettes dans l'échéance est inférieure à un an, ce sont principalement:

- Les dettes envers les fournisseurs.
- Les dettes envers les banques.
- Les dettes fiscales et sociales.
- Les dettes financières.

4.2. Les retraitements hors bilan :

On a vu précédemment les retraitements qui se font au niveau de l'actif et au niveau du passif, mais on peut citer aussi d'autres retraitements hors bilan qui sont comme suit :

- **Ecarts de réévaluation :**

Le retraitement de ces écarts est fait par la différence entre la somme des plus-values et la somme des moins-values. En effets, si sa valeur est positive, il sera ajouté au fonds propre, et si sa valeur est négative il sera déduit (éliminé) des fonds propres.

- **Les provisions pour pertes et charges (PPC) :**

L'entreprise constitue des provisions pour pallier les risques éventuels et anticiper des charges futures. Si elles sont justifiées, elles correspondent donc à un risque réel et sont considérées comme des dettes. Dans le cas contraire, si elles ne sont pas justifiées, elles seront réintégrées dans un compte de résultat de façon ultérieure. Elles sont alors considérées comme des dettes fiscales à court terme, ceci pour le montant provisionné multiplié par le taux d'impôts société, et comme des réserves pour le solde.

- **Le fonds de commerce :**

La valeur comptable du fonds commercial n'est pas significatif, car en évalue le fonds du commerce en se fondant sur des prévisions, des bénéfices, par prudence, cette évaluation ne doit pas figurer sur le bilan financier (en les considère comme des moins-values).

- **Résultat brut :**

- Il sera soumis à l'impôt sur le bénéfice, et sera classé dans les dettes à court terme.
- Le résultat distribué dans le court terme est considéré comme dette à court terme ;
- Le résultat distribué dans le long terme est considéré comme dette à long terme ;
- Le résultat non distribué sera classé dans les réserves ou dans le compte résultat en instance d'affectation.

- **Les dividendes :**

Ils représentent le bénéfice qui sera distribué par action aux actionnaires, on le classe dans les dettes à court terme.

- **Le crédit-bail :**

« C'est un contrat de location des investisseurs d'une durée déterminée avec une promesse d'achat à la fin de contrat, l'entreprise locataire peut acquérir le bien loyer ou bien renouveler le contrat avec un loyer réduit ».

- On l'enregistre dans l'actif (valeur immobilisée avec sa valeur d'origine, le montant des redevances (loyer) est déjà payé) ;
- On l'enregistre dans le passif (DLMT), avec la valeur des redevances qui retentent payés.

Présentation du bilan financier :

Le bilan financier se présente comme suit :

Tableau N°08 : Présentations de l'actif et passif du bilan financier

Actif (degré de liquidité) **Actif à plus d'un an** **Actif immobilisé net**	**Passif (degré d'exigibilité)** **Passif à plus d'un an** **Capitaux propre**
+ Plus-values latentes + Part de l'actif circulant net à plus d'un an (stock outil, créances…) + Charges constatés d'avance à plus d'un an -Moins-values latentes - Part de l'actif immobilisé net à moins d'un an - Capital souscrit-non appelé	+Plus-values latentes + Comptes courants bloqués + Ecart de conversion-passif - Part d'écart de conversion actif non couverte par une provision - Impôts latent sur subventions d'investissement et provisions réglementées - Actif fictif net - Moins-values latentes
Postes constituant l'actif net à éliminer : Frais d'établissement Fonds commercial Primes de remboursement des obligations Charges à répartir	**Dettes à plus d'un an** +Provisions à plus d'un an +Impôt lattent à plus d'un an sur subventions d'investissement et provisions réglementées +Produits constatés d'avance à plus d'un an
Actif à moins d'un an	**Passifs à moins d'un an**
Actif circulant net	**Dettes fournisseurs Sociales, fiscales, diverses**
- Part de l'actif circulant net à plus d'un an + Charges constatées d'avance à moins d'un an + Part de l'actif immobilisé à moins d'un an + Effets escomptés non échus + Capital souscrit-non appelé + Part d'écart de conversion actif couvert par une provision	+ Dettes financières à moins d'un an + Provisions à moins d'un an +Impôts lattent à moins d'un an sur subventions d'investissement et provisions réglementées + Effets escomptés non échus + Produits constatés d'avance à moins d'un an

Source : HURBERT, B. Analyse financière.4éme édition. Paris : DUNOD. 2010. P.25.

Tableau N°09: Présentation du bilan financier en grand masse

Actif	Montant	%	Passif	Montant	%
Actif fixe Valeur d'exploitation Valeur réalisable Valeur disponible			Capitaux propres Dettes à long et moyen terme Dettes à courte terme		
Total actif			**Total passif**		

Source : Réalisé par nous-mêmes à partir des cours de gestion financière.

- **Analyse du bilan :**

Le bilan financier ou le bilan de liquidité est établi dans le but d'évaluer le patrimoine de l'entreprise et apprécier sa solvabilité à court terme. Dans ce bilan, les rubriques sont fondées sur le critère de liquidité(Actif) et d'exigibilité (Passif). Ainsi, il informe les actionnaires et tiers sur la solvabilité et la liquidité de l'entreprise, son analyse constitue un ensemble d'outils et méthodes permettant de porter une appréciation sur la situation financière et la performance de l'entreprise. L'analyse de l'équilibre financier et de la solvabilité est menée à l'aide de trois instruments : le fonds de roulement, le besoin en fond de roulement, la trésorerie.[73]

1. Le fonds de roulement (FR)

Le FR est la partie excédentaire des ressources stables, après financement des emplois stables, qui concourt au financement de l'actif stable. Il se mesure à partir de la différence entre les ressources stables (permanentes) et la valeur des immobilisations (emplois stables).

Le montant du fonds de roulement dépend des décisions à long terme concernant la politique d'investissement et la politique de financement de l'entreprise. [74]

La notion de fonds de roulement suscite certaines critiques. En particulier, il convient de noter la difficulté de définir la notion des ressources stable. Ainsi, certaines ressources de court terme peuvent être assimilées à des ressources durables dans la mesure où elles sont constamment renouvelées. Un fonds de roulement négatif ne signifie pas toujours un déséquilibre financier puis qu'une entreprise à fonds de roulement négatif peut financier une partie des actifs immobilisés avec des crédits à court terme.

[73] IDEM, p.27.
[74] VERNIMMEN, FINANCE D'ENTREPRISE, édition 2015.

1.1. Définition du fonds de roulement net

Il est utile de connaitre une des règles de l'équilibre financier selon laquelle les emplois stable doivent être financés par les ressources stables.

Le fonds de roulement est la partie des ressources durables qui concourt au financement de l'actif circulant.il permet donc d'apprécier si l'entreprise a su faire face à ses choix stratégiques en matière d'investissements, de politique de dividendes, d'endettement…et conserver une partie pour financer son d'exploitation[75]

Le fonds de roulement est pour l'entreprise une marge de sécurité financière destinée à financer une partie de l'actif circulant. Son augmentation accroit les disponibilités de l'entreprise.

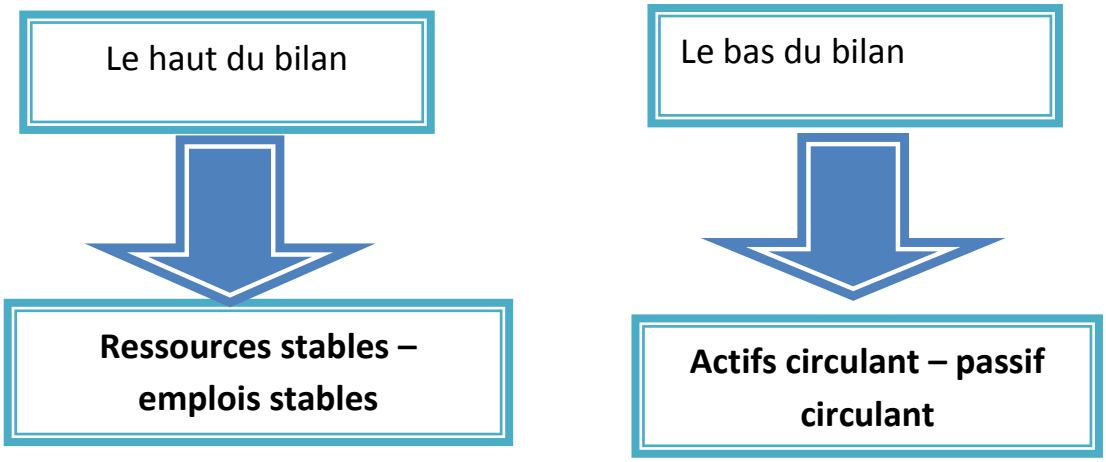
1.2. Le calcul du fonds de roulement net

Le fonds du roulement s'obtient par la différence entre deux masses du bilan fonctionnel.

Le calcul peut s'effectuer :

- Par le haut du bilan
- Par le bas du bilan

Schéma03 : Calcul du fonds de roulement net



Par le haut du bilan : cette méthode permet de mesurer la part de ressources durables consacrées au financement de l'actif circulant.

Par le bas du bilan : cette méthode permet de calculer la part de l'actif circulant qui n'est pas financée par le passif circulant.

[75]Elie COHEN, Gestion financier et développement de l'entreprise, Edition EDICEF, 1991, p126.

1.3. L'évolution du fonds de roulement

Un fonds de roulement est nécessaire dans la plus part des entreprises. Il est donc important pour l'entreprise de suivre l'évolution de celui-ci sur plusieurs exercices :

Tableau N°10 : L'évolution du fonds de roulement net

Variation	Origines	Effets
Augmentation du fonds de roulement net global	+ ressources durables -Emplois stables	Amélioration de la situation financière à condition que l'augmentation du fonds ne provienne pas uniquement d'un endettement à long terme
Diminution du fonds de roulement net global	+Emplois stables -Ressources durables	Diminution de la marge de sécurité, mais elle peut être la conséquence du financement d'investissement rentables.
Fonds de roulement net global identique	Stabilité des ressources durables et de l'actif stable	Stagnation temporaire de l'entreprise. Ralentissement prolongé de la croissance.

Source : GRANDGUILLOT Béatrice et GRANGUILLO Francis « L'analyse financière : Analyse de l'activité et du risque d'exploitation, analyse fonctionnelle – analyse patrimoniale – ratios- tableaux de financement – élément prévisionnel », 21 édition .2017/2018P.P 23.24.

Le fonds de roulement se mesure de la même façon dans l'approche fonctionnelle ainsi que l'approche patrimoniale :

FR = Ressources stables – Emplois stables

1.4. Interprétation du fond de roulement

L'étude de fond de roulement se base sur l'analyse de trois cas qui sont :

- **Fonds de Roulement > 0**

Dans ce cas les capitaux permanents permettent à l'entreprise de financer de façon stable, à la fois l'intégralité des actifs immobilisés ainsi une partie des actifs circulants. Il permet de dégager une marge de sécurité qui permettra à l'entreprise de rembourser ces dettes exigible à court terme et de dégager des liquidités excédentaires qui lui permettent de faire face à des risques divers à court terme.

- **Fonds de Roulement <0**

Un FRN négatif signifie que l'entreprise signifié que les capitaux permanents n'arrivent pas à financer l'intégralité des immobilisations, autrement dit l'entreprise finance une partie de ces immobilisations par ces dettes à court terme (DCT). Elle ne dispose alors d'aucune marge de sécurité à court terme représentée par des actifs liquides excédentaires. Dans ce cas la situation de l'entreprise est délicat (difficile).

- **Fonds de Roulement nul**

Le fonds de Roulement nul, cela indique une harmonisation totale entre la structure des emplois et des ressources, cela veut dire que l'entreprise réalise un équilibre financier minimum (ajuste équilibre), ou les valeurs immobilisées sont financées par la totalité des capitaux permanents, et les actifs circulants par les dettes à court terme, dans ce cas, l'entreprise, pour éviter un déséquilibre probable doit augmenter son fonds de roulement.

1.5. Les différents types de fonds de Roulement [76]

Il existe trois types du fonds de roulement qui sont :

1.5.1. Le Fonds de Roulement Propre (FRP) :

Le fonds de roulement propre se calcule en reprenant le fonds de roulement net(capitaux permanents moins l'actif immobilisé) duquel on déduit les dettes à long et moyen terme.

Le fonds de Roulement Propre mesure l'excédent des capitaux propres sue les actifs durables. Autrement dit le FRP reflète la capacité de l'entreprise à financer ses valeurs immobilisées par ses seuls fonds propres, il sert à mesurer l'autofinancement.

[76]GRANDGUILLOT Béatrice et GRANGUILLO Francis « L'analyse financière : Analyse de l'activité et du risque d'exploitation, analyse fonctionnelle – analyse patrimoniale – ratios- tableaux de financement – élément prévisionnel », 21 édition .2017/2018P.P 23.24

Formule :

Fonds de Roulement propre (FPR)= Capitaux Propres – Actifs immobilisés Net

Son existence signifie que toutes les immobilisations sont financées par les capitaux propres. Or les capitaux propres constituent, avec les dettes à long et moyen terme, l'ensemble des capitaux à plus d'un an, (soit les capitaux permanents).

Dans ces conditions :

Capitaux permanents = Capitaux propres + dettes à long et moyen terme

Ou bien

Fonds de Roulement propre = Fonds de Roulement Net – Dettes à Long et Moyen Terme

1.5.1.1. Interprétation de fonds de roulement propre :

- **Un fonds de roulement propre positif**

FR Propre > 0 ⟶ Capitaux propres > Actifs immobilisés

Signifie en effet que les immobilisations sont intégralement financées sur ressources propres, donc de façon autonome.

- **Un fonds de roulement propre négatif**

FR Propre < 0 ⟶ Actifs immobilisés > Capitaux propres

Signifie que les immobilisations ne sont financées que partiellement sur ressources propres. L'entreprise doit alors faire appel à l'endettement pour le financement d'une partie de ses immobilisations.

1.5.2. Le Fonds de Roulement étranger (FRE) :

Le Fond de Roulement Etranger n'est que la différence entre le Fonds de Roulement Net et le Fonds de Roulement Propre. C'est la partie de fonds de roulement qui constituée par les dettes à long et moyen terme.

Formule :

Fonds de Roulement Etranger = Fonds de Roulement Net – Fonds de Roulement Propre = Dettes à long et moyen terme

1.5.3. Le Fonds de roulement total (FRT) :

C'est la somme des valeurs d'exploitation, des valeurs réelles et des valeurs disponibles qui serve à la constitution et la formation de l'actif circulant. Le Fonds de Roulement Total (FRT) peut se calculer par la formule suivante :

Fond de roulement total=Fond de roulement propre+Fond de roulement étranger.

Le fonds de roulent total = actif circulant = VE + VR +VD

2. Le Besoin en fonds de roulement (BFR)

Les opérations du cycle d'exploitation (achats, production, ventes) ainsi que les opérations hors exploitation, donnent naissance à des flux réels (de marchandises, de matières, de produits finis) ayant pour contrepartie des flux monétaires. Les décalages dans le temps qui existent entre ces deux catégories de flux expliquent l'existence de *créances* et de *dettes*.

2.1. Définitions du besoin en fonds de roulement

Selon Christophe THIBIBIERGE

Le BFR représente la différence entre les actifs d'exploitation (stocks et créances clients) et les dettes d'exploitation. Il s'exprime alors par la différence entre les besoins nés du cycle d'exploitation (financement des stocks et des créances) et les ressources d'exploitations (dettes à court terme)[77].

2.2. Mode de calcul du besoin en fonds de roulement :

Il se calcule par deux méthodes différentes :

- **La 1ère méthode :**

BFR= (Valeurs d'exploitation + Valeurs réalisables) – (Dettes à court terme – Dettes Financières)

- **La 2eme méthode :**

BFR= (Actif circulant- Valeur Disponible)- (Dettes à Court Terme- Dettes Financières)

2.3. Interprétation du besoin en fonds de roulement

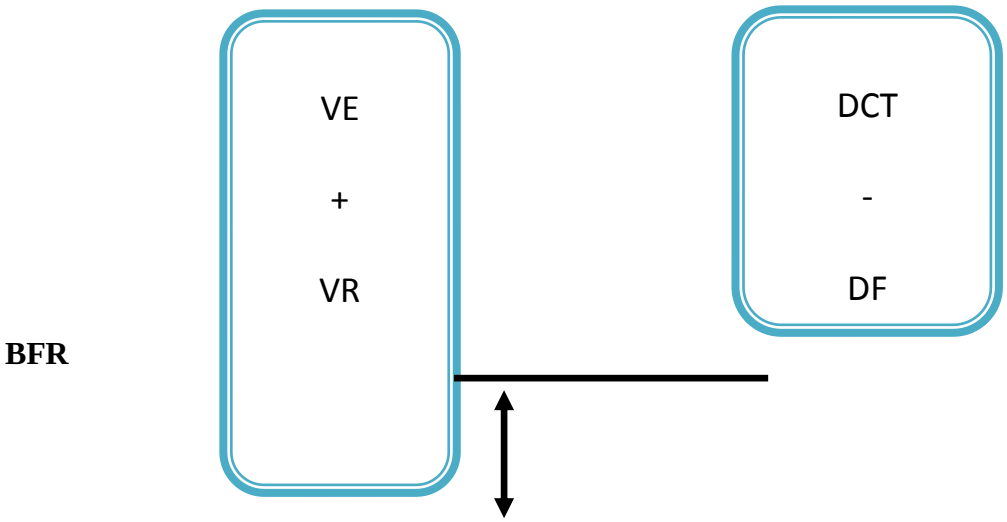
Il existe trois cas pour interpréter le BFR :

- **1er cas : si BFR>0 :**

Le BFR est positif : on dit que l'entreprise a un besoin de financement d'exploitation, donc les emplois cycliques sont supérieurs aux ressources cycliques.[78]

[77]THIBIERGE, Christophe. Analyse financière .Paris. décembre 2005. P.46.
[78]Idem P.48.

Schéma N°04 : Représentation du besoin en fonds de roulement positive

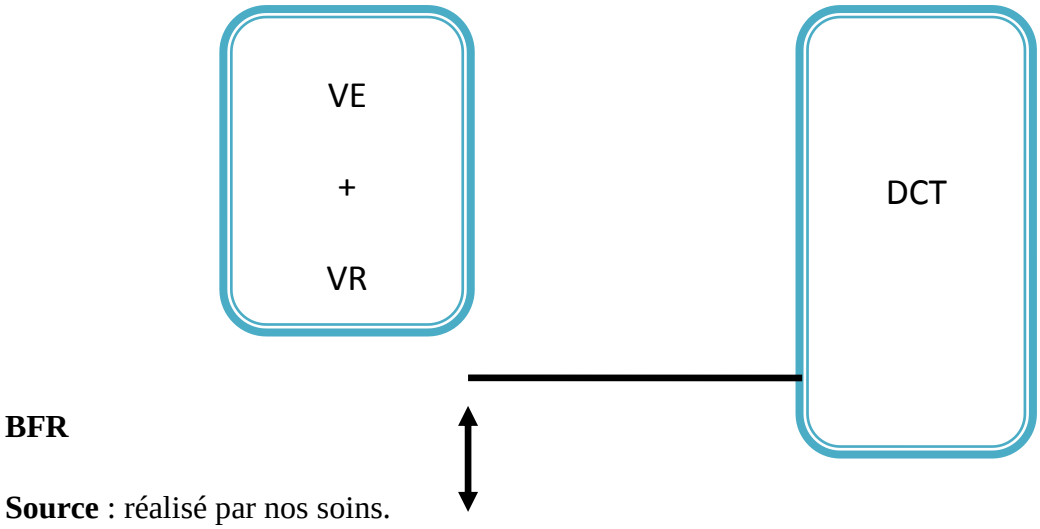


Source : réalisé par nos soins.

- **2eme cas : si BFR<0 :**

Le BFR est négatif signifie qu'il y a un excédent des ressources d'exploitations, dans ce cas les ressources cycliques (DCT) sont supérieurs aux emplois cycliques (VE+VR).

Schéma N°05 : Représentation du besoin en fonds de roulement négative



Source : réalisé par nos soins.

- **3eme cas : si BFR=0 :**

Cette situation signifie que les dettes à court terme arrivent juste à financer les emplois cycliques.

2.4. Types du besoin en fonds de roulement

Le besoin en fond de roulement comprend deux types :

2.4.1. Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE)[79] :

Il correspond à la partie de besoin du financement d'exploitation ou cyclique qui n'est pas financer par des ressources rées du cycle d'exploitation ou cycliques. Il se calcule par la formule mathématique suivante :

Besoin net d'exploitation = Emplois Cycliques – Ressources Cycliques

2.4.2. Le besoin en fonds de roulement hors exploitation (BFRHE) :

On parle du besoin net hors exploitation si les besoins hors exploitations sont supérieurs aux ressources hors d'exploitations. Il se calcule comme suit :

Besoin nets hors exploitation =Emplois nets hors exploitation - Ressources hors

Donc le besoin en fonds de roulement global (BFRG) pourra être défini comme la somme du BFRE et BFRHE.

Besoin en fonds de roulement net globale= Besoin du fonds de roulement d'exploitation + Besoin en fonds de roulement hors exploitation

[79]THIBIERGE, Christophe. Analyse financière .Paris. décembre 2005. P.46.

3. La trésorerie nette

Elle représente la différence entre la trésorerie-actif (banques, caisse…) et la trésorerie-passif (concours bancaires à très court terme).

3.1. Définitions de la trésorerie :

Selon EVERAERT ET SERGE :

La trésorerie nette est une mesure comptable de la position de trésorerie et correspond à l'excédent algébrique des ressources sur les emplois à l'exclusion des comptes du bilan (trésorerie actif et passif)[80].

Pour nous La trésorerie nette est l'ensemble des actifs dont dispose l'entreprise (liquidité) pour assurer ses paiements à court terme et faire face aux engagements engendrés par l'activité.

3.2. Mode du Calcul de la trésorerie nette :

On peut calculer la trésorerie nette par deux méthodes différentes :

- **1ere méthode :**

La trésorerie traduit la position globale de l'entreprise sur ses opérations financières à court terme. Généralement elle se calcule à partir du haut du bilan financier :

Trésorerie nette= Fonds de roulement (FR) - Besoin en Fond de Roulement (BFR)

- **2eme méthode :**

Elle se calcule par l'approche du bas du bilan financier selon la formule suivante :

Trésorerie nette= Disponibilité- Dettes Financière à Court Terme

[80]EVRAERT, Serge. Analyse et diagnostic financiers. 2eme Edition. Paris: EYROLLES.1992. P. 112.

3.3. Interprétation de la trésorerie nette :

- **1er cas : Si le TN> 0 c'est-à-dire FRN> BFR donc la Trésorerie est positive**

Une trésorerie positive, cela signifié que les capitaux permanents arrivent à financer les valeurs immobilisées et à dégager un surplus du fond de roulement qui sert à financer le besoin du fond de roulement.

- **2eme cas : Si le TN<0 c'est à dire FRN< BFR donc la Trésorerie est négative**

Une trésorerie négative, cela signifiée que les capitaux n'arrivent pas à financer les immobilisations soit un fond de roulement négatif, et une partie des valeurs immobilisées est financée par les dettes à court terme, ou un fond de roulement positif mais insuffisant pour couvrir le besoin en fond de roulement. Donc dans ce cas l'entreprise dispose d'une liquidité insuffisante.

- **3eme cas : Si le TN=0 c'est-à-dire FRN=BFR donc la Trésorerie est nulle**

Une trésorerie nulle, signifié que les capitaux arrivent à financer les valeurs immobilisées sans dégager un excèdent, dans ce cas il est préférable d'augmenter le fond de roulement et réduire le besoin en fonds de roulement.

Tableau N°11 : Présentation de la trésorerie nette

Besoins **Trésorerie** **Ressources**

Trésorerie active	Trésorerie passive
• Valeurs mobilières de placement (1) • Disponibilités	• Concours bancaires courants • Banque et organismes financiers « soldes créditeurs » • Effets escomptés non échus (hors bilan)

Source : GRANDGUILLOT, Béatrice et GRANDGUILLOT Francis « l'analyse financière : Analyse de l'activité et du risque exploitation, analyse fonctionnelle- analyse patrimonial – rations – tableaux de financement – éléments prévisionnels », 21 éme édition 2017/2018

(1) Les valeurs mobilières de placement peuvent faire partie de l'actif circulant hors exploitation.

4. Analyse de l'activité :

L'analyse de l'activité de l'entreprise par les Soldes intermédiaires de Gestion et la Capacité d'autofinancement, permet de dégager la performance de l'entreprise et de savoir si elle peut d'atteindre ses objectifs avec ses propres capacités.

4.1. Les Soldes Intermédiaires de Gestion (SIG) :

4.1.1. Définition :

« Les soldes intermédiaires de gestion sont des indicateurs d'analyse des éléments qui contribuent à la formation du résultat de l'exercice »[81].

Le résultat calculé par différence entre les comptes de produits et les comptes de charges classés par nature est un indicateur limité pour apprécier les performances économiques et financier globales de l'entreprise. Ce solde demeure essentiellement descriptif.

Sous l'application des soldes intermédiaires de gestion, le plan comptable général, dépasse les limites de l'approche patrimoniale en présentant dans son système développé un outil d'information et de gestion.

Les soldes intermédiaires de gestion sont obtenus après décomposition compte de résultat en groupes de produits et de charges de même nature. Une bonne compréhension de la signification économique et financière des différents soldes est indispensable pour apprécier la gestion de l'entreprise.

4.1.2. Les éléments de tableaux de (SIG)

Les différents SIG sont détermines de façon successive comme suit :

- La marge commerciale ;
- La production de l'exercice ;
- La valeur ajoutée produite ;
- L'excédent brut d'exploitation ;
- Le résultat d'exploitation ;
- Le résultat financier ;

[81] MELYON G, gestion financière, 4eEdition, Edition BREAL, 2007, p 96- 100.

- Le résultat courant avant impôts ;
- Le résultat exceptionnel ;
- Le résultat net de l'exercice.

❖ **La marge commerciale :**

La marge commerciale mesure la capacité de l'entreprise à dégager ses profits sur la revente de marchandises. Lorsqu'on la divise par le chiffre d'affaires hors taxe, on obtient un taux de marge qui permet de se comparer aux concurrents du même secteur.

Elle permet de calculer leur taux de marge, c'est-à-dire le résultat brut de leur activité.

Taux de marge = Marge commerciale ÷ prix d'achat HT

Taux de marge = Marge commerciale ÷ prix de vente HT

Marge Commerciale=ventedemarchandises–coûtsdesmarchandisesvendue

❖ **La production de l'exercice :**

Elle est réservée aux entreprise se industrielles, c'est-à-dire celles qu'ont une activité de transformation ou de fabrication de biens et de services. La production de l'exercice permet de mesurer l'activité de l'entreprise.

Elle inclut trois éléments principaux :

- La production vendue évaluée au prix de vente ;
- La production stockée évaluée au cout de production ;
- La production immobilisée évaluée au cout de revient.

Production de l'exercice = production vendues+ production stockée + production immobilisée

❖ **La valeur ajoutée :**

Elle mesure la richesse brute crée par l'entreprise et elle permet de rémunérer les différents acteurs ayant contribué à la production ; le personnel, l'Etat et les apporteurs de capitaux. L'excèdent sera conservée par l'entreprise elle-même pour financer ses investissements futurs.

VA=Marge commerciale+ Production de l'exercice-Consommations de l'exercice en provenance de tiers

Les consommations correspondent aux coûts d'achat de matières premières consommées, les services extérieurs et autre consommations.

❖ **L'excédent brut d'exploitation (EBE) :**

L'EBE représente la richesse et le flux potentiel de trésorerie générés par l'entreprise grâce à son activité principale. Ce solde ne tient pas compte ni la politique de financement et d'investissement de l'entreprise ni les éléments exceptionnels. Un excédent brut d'exploitation négatif (Insuffisance brut d'exploitation) signifie que l'activité économique de la firme n'est pas rentable.

EBE=Valeur ajoutée+Subventions d'exploitation-Impôts, taxes et versements assimilées-Charges de personnel

❖ **Le résultat d'exploitation :**

Il mesure la performance économique de l'entreprise et il détaille les produits et les charges d'exploitation de l'entreprise. Un résultat positif signifie d'un bénéfice (produits>charges) permettant l'entreprise de s'autofinancer et inversement un résultat négatif ou une perte signifie que les charges sont supérieurs aux produits.

Résultat d'exploitation=EBE+Reprises sur les provisions d'exploitation+Autre produits d'exploitation-Dotation aux

Le résultat financier est la différence entre les produits financiers et les charges financières. Il met en évidence les choix effectués en matière de financement (l'endettement et le placement) et l'impact du mode de financement sur le résultat de l'entreprise.

Résultat financier=Produits financiers-Charges financières

❖ Le **résultat courant avant impôt (RCAI) :**

Ce résultat (RCAI) est la somme du résultat d'exploitation et du résultat financier.

RCAI=Résultat d'exploitation +Résultat financier

❖ **Le résultat exceptionnel :**

Il est spécifique aux opérations exceptionnelles.

Résultat exceptionnel=Produits exceptionnels-Charges exceptionnelles

❖ **Le résultat net de l'exercice :**

Celui-ci est obtenu par addition du résultat courant avant impôt et du résultat exceptionnel et en soustrayant en suite la participation des salariés et l'impôt sur les bénéfices.

Résultat net= RCAI+Résultat exceptionnel - l'IBS - La participation des salariés

Tableau N°12 : Présentation du tableau des soldes intermédiaires de gestion

Produit / charges	Année N	Année N-1
Ventes de marchandises -Achats de marchandises -variation des stocks des marchandises		
marge commerciale		
Production vendue +Production stockée +Production immobilisée		

Production de l'exercice		
Marge commerciale +production de l'exercice -consommations de l'exercice en provenance de tiers		
Valeur ajoutée		
Valeur ajoutée +subventions d'exploitation –charges de personnel -Impôts et taxes		
EBE		
EBE -dotations aux amortissements, dépréciations et provisions d'exploitation(DADP) + reprises sur amortissements, dépréciations et provisions d'exploitation(RADP) -autres charges +autres produit		
Résultat d'exploitation		
Résultat d'exploitation + produits financiers -charges financières		
Résultat courant avant impôt		

Produit exceptionnel –Charges exceptionnelles		
Résultat exceptionnel		
Résultat courant avant impôt +Résultat exceptionnel -Participation des salariés -Impôts sur les bénéfices		
Résultat net de l'exercice		

Source : Béatrice et Francis Grand Guillot « Analyse financière », Edition galion, 4eme édition, Paris 2006, P55.

L'évaluation de la CAF permet de déterminer la part de richesse créée que l'entreprise retient pour elle-même comme ressource interne de financement. ... permet d'accroître l'indépendance financière de l'entreprise, renforce simultanément sa **capacité** d'endettement.

5. La Capacité d'Autofinancement (CAF) :

5.1. Définition :

La capacité d'autofinancement représente le montant des ressources réelles (ou surplus monétaire) dégagées par l'activité de l'entreprise.

Cette capacité d'autofinancement est généralement affectée au maintien ou au développement du potentiel économique de l'entreprise.

Pour P.RAMAGE « Elle est définie aussi comme l'excédent des produits encaissables sur les charges encaissables, et comme la somme des bénéfices de l'exercice et des charges non calculées qui ne correspondent pas à des décaissements »[82].

La CAF peut être calculée à partir de l'EBE (soustractive) ou être reconstruite à partir du résultat de l'exercice (additive) :

[82] RAMAGE P, « Analyse et diagnostic financier », Editions d'organisation, Paris, 2001, P13.

❖ **Méthode additive : Calcule à partir du résultat net.**

Cette méthode de calcul dite ascendante ou indirecte apparait plus simple que la précédente. Elle retraite le résultat pour neutraliser les charges et les produits, n'engendre pas de mouvement de trésorerie et l'impact des opérations en capital[83].

Pour ce qui suit nous allons présenter la méthode de calcule de la CAF à partir du résultat net dans le tableau suivant :

Tableau N°13 : Présentation schématique de la CAF à partir de résultat net.

Résultat net de l'exercice
+ Dotation aux amortissements, dépréciation et provisions
+ Valeur nette comptable des éléments d'actifs cédés
-Reprises sur amortissements, dépréciations et provisions
-Produit de cession d'élément d'actifs cédés
- Quote-part de subvention virée au résultat de l'exercice
= Capacité d'autofinancement

Source : DOV Ogien, « gestion financière de l'entreprise », Dunod, paris 2008, p31.

❖ **La méthode soustractive : Calcule à partir de l'EBE.**

Cette méthode est directe ou descendante. Elle est parfaitement conforme à l'objet qui est de faire ressortir les flux globaux qui expriment le surplus monétaire net potentiel de l'entreprise. Elle met en lumière les notions de produit encaissable et de la charge décaissable[84].

[83] HUBERT de la Bruslerie : « Analyse financière », 4éme Edition, Dunod, paris 2010, p177.
[84] HUBERT de la Bruslerie, op.cit, p177

Pour ce qui suit nous allons présenter la méthode de calcule de la CAF à partir de l'EBE dans le tableau suivant :

Tableau N°14 : Présentation schématique de la CAF à partir de l'EBE.

Excédent brut d'exploitation (EBE)
+ Autre produits de gestion courante
+ Quote-part de résultat sur opérations faite en commun
+ Produit financiers
+ Produits exceptionnels (sauf PCEAC et QPSVR)
+ Transfert de charges
- Autre charges de gestion courante
- Quote-part de résultat sur opérations faite en commun
- Charges financiers
- Charges exceptionnelles (sauf VNCEAC)
- Participation des salariés aux fruits de l'expansion
- Impôt sur les bénéfices
= Capacité d'autofinancement

Source : Dov Ogien, « Gestion financière de l'entreprise », 1 ère Edition, Dunod, paris 2008, p31.

5.2. La capacité d'autofinancement globale (CAFG):

Elle est l'excédent de monétaire engendré par l'activité de l'entreprise disponible pour financer des investissements.

CAFG = EBE – Charge décaissable restant + Produit encaissable restant.

5.3. L'autofinancement (AF) :

L'autofinancement est le flux de fonds correspondant aux ressources internes dégagées par l'entreprise au cours d'un exercice. Le compte de résultat mesure des coûts. L'autofinancement est un flux de fonds qui représente le surplus monétaire potentiel dégagé par l'entreprise au cours de l'exercice[85].

AF = CAF – les dividendes (distribuer aux actionnaires).

Autofinancement permet d'assurer la croissance de l'actif sans faire appel à des emprunts externes ; sans recourir à des tiers pour obtenir de nouveaux apports ou des prêts. Donc l'autofinancement est le moteur de la croissance de l'entreprise et la recherche d'un autofinancement élevé résulte d'un véritable instinct de conservation de l'entreprise, par conséquent de la politique financière et le maintien de l'autonomie.

6. l'analyse par la méthode des ratios :

L'analyse fondée sur les indicateurs de l'équilibre financier ne suffit pas pour porter un jugement définitif sur la santé financière d'une entreprise, ainsi on a recours à la deuxième approche de l'analyse financière, celle des ratios.

6.1. Définition d'un ratio :

« Un ratio est le rapport entre deux grandeurs, celles-ci peuvent recouvrir des données brutes telles que le stock ou un poste du bilan ainsi que des données plus élaborées telles que le fonds de roulement, la valeur ajoutée, l'excédent brut d'exploitation »[86].

Selon les éléments qui sont comparés, les ratios donneront une information susceptible d'informer l'analyste sur un des nombreux aspects de l'entreprise qu'il souhaite mettre en valeur : rentabilité, indépendance financière...etc.

Pour construire un ratio, certaines règles doivent être respectées :

[85] HUBERT de la Bruslerie, Op.cit, p175.
[86] VIZZAVONA.P, « Gestion financière » 9ème édition ATTOLS, Paris, 2004, P.49

Le ratio doit être significatif mieux que les grandeurs constructives ;

La sélection des ratios dépend de la nature de l'entreprise ;

Les deux grandeurs composantes d'un ratio doivent être homogènes.

6.2. Intérêt de l'analyse par la méthode des ratios :

- Le recours à la méthode des ratios traduit le souhait de déterminer des seuils, des normes qui devraient permettre de juger l'état d'une entreprise grâce à la comparaison entre la valeur de rations calculés sur ses comptes et des valeurs de référence ;
- L'analyse financière par ratios permet au responsable financier de suivre les progrès de son entreprise et de situer l'image qu'elle offre aux tiers intéressés tels que les actionnaires, les banquiers…
- Elle joue le rôle d'indicateur des points faibles et points forts qui caractérisent la Politique financière et Facilite la comparaison entre deux ou plusieurs entreprises similaires ;
- La réussite d'une décision financière repose sur l'aptitude qu'ont les responsables à prévoir les événements.
- L'objectif fondamental de la méthode des ratios consiste à mieux connaître l'entreprise et à évaluer précisément l'importance de ses qualités et de ses défauts.

6.3. Typologies des ratios

Comme nous l'avons précisé, chaque type d'analyse utilise un certain nombre de ratios qui sont, en effet, destinés à répondre à des préoccupations et objectifs bien précis.

Vu l'existence d'une pluralité des ratios, nous n'allons-nous intéresser qu'à ceux qui sont, plus couramment utilisés.

6.3.1. Les ratios de la situation financière[87]

Ils sont aussi appelés ratios de la structure financière, l'objectif de cette catégorie de ratios estd'étudierledegrédestabilitédelastructurefinancièredel'entreprise et de mesurer La solvabilité à court terme, et ce à travers l'étude des composants de celle-ci, nous distinguons dans cette catégorie :

[87] VIZZAVONA.P, « Gestion financière » 9ème édition ATTOLS, Paris, 2004, P.49

- **Ratio de financement permanent :**

Ratio de financement permanent = capitaux permanents / actif immobilisé.

Ce ratio est également appelé ratio de fonds de roulement. Il permet d'apprécier la part des capitaux permanents d'une entreprise dans le financement des valeurs immobilisées. Il est recommandé qu'il soit supérieur à 1 ce qui correspond à un fonds de roulement positif. Dans le cas où ce ratio est inférieur à 1, l'entreprise n'a pas pu financer ses valeurs immobilisées avec ses ressources permanentes.

- **Ratio de financement propre :**

Ratio de financement propre = capitaux propres / actif immobilisé

Ce ratio permet de mesurer la couverture de l'actif immobilisé par les capitaux propres. Il est aussi appelé ratio de fonds de roulement propre. Il faudrait que les ressources internes de l'entreprise (capitaux propres) financent au minimum la moitié de l'actif immobilisé.

- **Ratio de financement des immobilisations :**

Ratio de financement des immobilisations = actif immobilisée / total actif

R = AI / ∑actif

Ce ratio permet de porter un jugement sur la politique d'investissement adopté par l'entreprise. Cependant plus ce ratio est élevé plus l'actif est moins liquide.

- **Ratio de financement total :**

Ratio de financement total= capitaux propres / total passif

R = KPR / ∑passif

Ce ratio permet d'estimer et de comparer les ressources internes aux capitaux étrangers. Il permet d'avoir une vision préalable sur le degré de dépendance financière de l'entreprise. Il est recommandé que les capitaux propres soient supérieurs à 1/3 du total passif.

- **Ratio d'autonomie financière :**

Ratio d'autonomie financière = capitaux propres / total des dettes

R = KPR / ∑dettes

Ce ratio permet de faire une comparaison entre les ressources internes et externes. Il indique le degré d'indépendance de l'entreprise par rapport à ses créanciers. Plus ce ratio est élevé, plus l'entreprise est financièrement indépendante. Il est recommandé qu'il soit supérieur à1.

6.3.2. Les ratios de solvabilité et de liquidité [88]:

La solvabilité de l'entreprise est mesurée par son niveau d'endettement et par sa capacité à faire face aux changements résultants des dettes contractées. L'analyse de la solvabilité et de la liquidité d'une entreprise peut être réalisée à partir des ratios suivants :

[88] K.CHIHA. GESTION ET STRATEGIE FINANCIERE,2^{éme} édition 2006.P54.

- Ratio de liquidité générale :

Ratio de liquidité générale = actif circulant / dettes à court terme

R = AC / DCT

Ce ratio exprime la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes à court terme (les plus exigibles) et cela grâce à la transformation progressive de son actif circulant en liquidités. Ce ratio doit être supérieur à 1.

- Ratio de liquidité réduite :

Ratio de liquidité réduite = valeurs réalisables + valeurs disponibles / dettes à court terme

Ce ratio permet d'estimer la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements à court terme moyennant les composants de l'actif circulant les plus liquides (valeurs réalisables, valeurs disponibles).

- Ratio de liquidité immédiate :

Ratio de liquidité immédiate = valeurs disponibles / dettes à court terme.

R = VD / DCT

Ce ratio permet d'estimer la valeur des disponibilités qui représentent l'élément le plus liquide de l'actif par rapport aux dettes à court terme. L'objectif de ce ratio est de voir combien peut-on rembourser des dettes à court terme dans l'immédiat.

3. L'élaboration d'un business plan :

Avant de procéder à l'évaluation d'une entreprise, il faut s'intéresser aux perspectives de croissance et de rentabilité. L'établissement de prévisions financières est indispensable pour l'évaluation.[89]

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

L'ensemble de prévisions financières d'une entreprise est souvent dénomme ''business palan''. Le travail de l'évaluateur consiste à prendre en compte ces informations pour construire des états financiers prévisionnelles de la société à valoriser.

4. Choisir une méthode d'évaluation[90]

L'évaluateur doit sélectionner parmi les différentes méthodes d'évaluations celle à retenir pour valoriser l'entreprise et justifier également les méthodes d'évaluation à écarter. Le choix des méthodes est fonction de certains éléments tels que :

- L'information disponible.
- L'objectif de la valorisation.
- La taille de l'entreprise.
- La possibilité de faire des prévisions sur l'activité.

5. Détermination des hypothèses et les paramètres de l'évaluation :

En fonction des méthodes d'évaluation retenues, un certain nombre d'hypothèse et de retraitement doivent être effectué pour obtenir la valorisation finale de l'entreprise. Le tableau suivant récapitule les principales hypothèses relatives à l'estimation des paramètres de chounes des approches de l'évaluation.

Tableau N°15: Hypothèses et paramètres relatives aux méthodes d'évaluation.

Méthodes de valorisation	Hypothèses	Paramètres

[89] Franck Imbert, Jean-Etienne Palard, Guide pratique d'évaluation d'entreprise ; édition Eyrolles .P118.
[90] Idem.P107.

Actif net réévalué	• La valeur de la firme égale à la valeur de son patrimoine. • Les flux versé par l'exploitation des actifs sont limités au regard de la valeur de patrimoine.	• Réévaluation des actifs.
Méthode du Goodwill	• La valeur des actifs immatériels est forte au regard des autres actifs (corporels, exploitation)	• Evaluation de la rente de GOOD WILL. • Taux d'actualisation du GOOD WILL. • Durée d'estimation.
Méthode des comparables	• La valeur d'une firme est déterminée à partir de la valeur des entreprises évoluant dans le même secteur d'activité.	• Choix de l'échantillon de sociétés ou des transactions comparables. • Choix des multiples et des agrégats opportuns
Méthode de dividendes actualisés	• La valeur dépend du niveau des bénéfices.	• Taux de croissance des bénéfices. • Taux de distribution. • Taux d'actualisation

Méthode DCF	• La valeur est égale à la somme des flux actualisés au cout du capital.	• Flux de trésorerie. • Cout moyen pondéré du capital. • Horizon du business plan • Valeur finale. • Taux de croissance des flux à l'infini.

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

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

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

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

7. Négocier et fixer un prix de cession

Une fois que les six premières étapes du processus d'évaluation ont été finalisées et qu'une fourchette de valorisation a été déterminée, la phase de négociation peut alors débuter entre les deux parties, la finalité du processus étant d'aboutir à un accord. Durant cette phase, un certain nombre de clauses relatives au contrat de cession vont être discutées, le prix de cession restant un élément déterminant mais non exclusif de ces discussions. On peut citer notamment :

- La première de cession ;
- La valeur d'entreprise globale et la valeur des capitaux propres ;
- Le nombre d'action et le pourcentage de contrôle cédés dans la transaction ;
- Le mode de financement de l'opération ;
- Les garanties de passif .

7.1. Les déterminants du prix lors d'une négociation

Lors d'une négociation, quatre facteurs exercent, selon Ceddaha(2010), une influence totale sur le déroulement d'une négociation et l'obtention du prix final[91] :

- Des objectifs industriels de l'acheteur et du vendeur, des contraintes réglementaires en matière de concurrence notamment et de l'environnement de la négociation.
- La fourchette d'évaluation qui dépond de la méthode utilisé et des hypothèses de calcul, chaque partie pouvant être assisté d'un conseil financier (banque d'affaire, cabinet de conseil, expert-comptable) et d'un avocat.
- Les conclusions des due diligences qui interviennent après qu'un préaccord d'exclusivité entre les partie ait été conclu pour une durée déterminée. Les due diligences peuvent être effectuées pour le compte de l'acheteur ou du cédant ;
- Le niveau de contrôle et les synergies anticipées par l'acheteur.

Pour mieux comprendre le processus de l'évaluation de l'entreprise et bien cerner le sujet, nous avons essayé de mettre l'accent sur certains points essentiels dans ce chapitre. En effet, l'évaluation d'entreprise est un mécanisme critique, qui intervient dans différentes opérations tel que : cession de l'entreprise, fusion, investissements, augmentation du capital… Cette diversité des opérations implique une diversité concernant les intervenants dans cette opération. Un diagnostic préalable à une évaluation est indispensable ainsi que l'élaboration d'un business plan.

L'objectif de l'évaluation reste la détermination d'une fourchette de valeur qui servira de base, pour les négociations engagées entre l'acheteur et le vendeur, pour arriver à un accord sur le prix de cession. Les avantages et les limites des différentes méthodes d'évaluation d'entreprise feront l'objet du deuxième chapitre.

[91] Pour une présentation plus précise, le lecteur pourra se référer au chapitre 12 « Enchère et négociation privées » et au chapitre 14 « les techniques de négociation » de l'ouvrage de Franck Ceddaha, Fusions-Acquisition, Economica,3éme édition.2010.

Section 03 : Méthodes d'évaluation

L'évaluation des entreprises présente un grand intérêt pour l'activité économique et le fonctionnement du marché financier, de ce fait la valeur de l'entreprise peut être dégager selon différentes méthodes basées aussi bien sur le passé faisant essentiellement références aux donnée comptables ainsi que sur des approches axée sur le devenir de l'entreprise considérant que la valeur d'une action et avant tout liée à sa rentabilité futur, c'est-à-dire aux dividendes.

Chaque approche est plus ou moins utilisée par les professionnels et plus ou moins influente sur la valorisation finale en fonction du secteur et de la taille de la société.

L'objet de cette section est de présenter les 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.

➢ L'évaluation par l'approche patrimoniale

Il s'agit de déterminer ce que l'entreprise vaut en évaluant ce qu'elle possède. Ce type d'approche se base sur une photo comptable de l'entreprise au moment de l'évaluation avec différentes variantes pouvant intégrer des éléments plus complexes. Les méthodes seront présentées dans leur ordre de complexité.

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. Il s'agit d'une approche plutôt statique ; par opposition aux approches prévisionnels ou prospectives fondées sur l'estimation des flux futurs de bénéfices, de dividende ou de cash-flow de l'entreprise »[92].

Les principes sur lesquels est fondée l'évaluation du patrimoine sont :

- La comparaison entre les inventaires physiques des investissements et des stocks, et les inventaires comptable, pour s'assurer de la réalité des éléments du patrimoine ;
- Reclasser les éléments du patrimoine en fonction de leur nature (exploitation /hors exploitation) ;

[92] TCHEMENI.E : « évaluation des entreprises », édition Economica ;2003,p8.

- Vérifier l'état général des immeubles, des équipements et des matériels (vétusté, état, qualité de l'entretien, dépréciation…).

Le calcul de la valeur de l'entreprise par l'approche patrimoniale se fait selon la valeur actuelle des éléments portée sur son bilan que l'on aura retraité auparavant.

1. L`actif net comptable (ANC) :

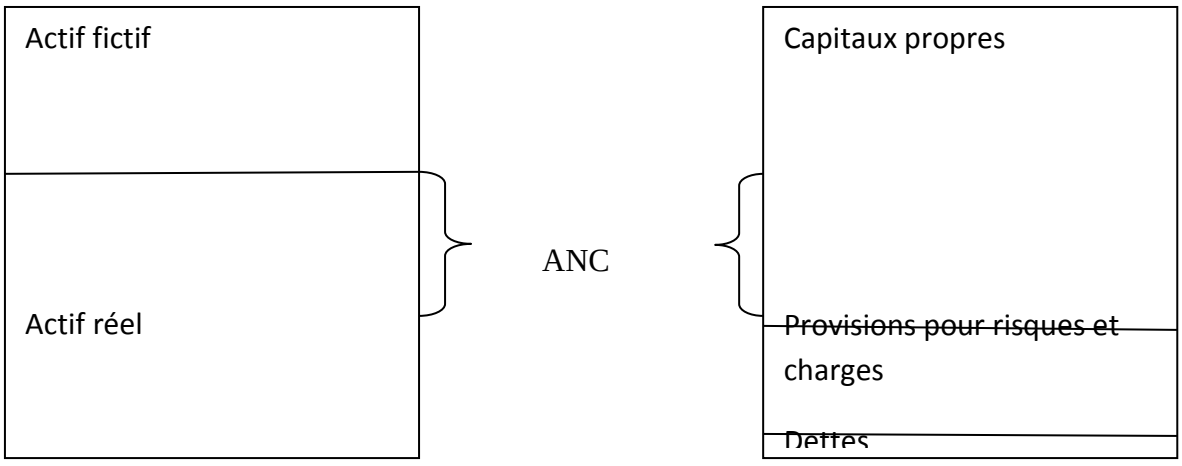
Selon VIZZAVONA, la méthode de l'actif net comptable « consisté à fixer la valeur de l'entreprise au niveau de la situation nette »[93].

« L`ANC représente l`excèdent des biens et des créances détenues par l`entreprise, qui forment l`actif du bilan, sur les dettes du passif exigible, qu`elle a envers les tiers »[94].

L'actif net comptable correspond à la différence entre les actifs réels (c'est-à-dire qui ont une valeur marchande) et les dettes réelles. Dans cette approche, les actifs et les dettes sont retenus pour leur valeur comptable.

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

Schéma N°06 : La notion de l'actif net comptable (ANC)



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

[93] VIZZAVONA.P « Evaluation des entreprises » cours et étude de cas corrigés, édition Berti.p4.
[94] REFAIT. M, « L`évaluation de l`entreprise », presse universitaire de France, 1994, p70

1.1. Calcul de l`ANC :

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

- **Méthode 01 :**

Actif Net Comptable = Actif réel - Dettes et provision pour risques et charges.

- **Méthode 02 :**

Actif Net Comptable = Capitaux propres - Actifs fictifs

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

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

ANC =

∑actifs - ∑dettes

2. L'Actif Net Comptable corrigé (ANCC):

Selon LEGROS.G « la méthode de l'actif net comptable corrigé (ANCC) se fonde sur les données comptables 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'ils soient comptabilisés ou

non, exprimés en valeur actuelle au jour de l'évaluation»[95]. Il existe deux méthodes de calcul pour obtenir l'ANCC :

- **Méthode 01 :** l'ANCC égale la somme des capitaux propres comptables et des retraitements appliqués aux valeurs comptables pour les amener aux valeurs réelles.

L'ANCC = les capitaux propres + les plus-values – les moins-values – l'actif fictif

- **Méthode 02 :** L'ANCC égale la somme des valeurs réelles des différents éléments de l'actif diminuée des dettes réelles

L'ANCC = l'actif réel corrigé- les dettes réelles

Avec : l'actif réel corrigé = l'actif réel + les plus-values – les moins-values.

2.1. Les postes à modifier :

Afin d'obtenir une valeur patrimoniale plus proche de la réalité que la valeur comptable, il convient d'effectuer un travail de réévaluation ou d'élimination sur certains postes du bilan.

L'examen de chaque poste du bilan conduit à une vision plus exacte de la valeur de l'entreprise, il va faire ressortir que certains postes sont surévalués et que d'autre sont sous évalués.

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

- **Les immobilisations corporelles**

Les immobilisations corporelles sont comptabilisées dans les comptes à leurs coûts historiques, cette valeur correspond à la valeur d'entrée du bien dans le patrimoine de

[95]Legros. G « L'évaluation des entreprises», édition Dunod, paris, 2011, p47 .

l'entreprise, c'est-à-dire, sa valeur d'acquisition. Ces actifs doivent être considérés à leur valeur de marché.

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

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

Tableau N°16 : Traitement de l'immobilisation corporelle :

Type d'actif corporel	**Description**	**Normes IAS IFRS**	**Méthode d'évaluation**
Terrains (IAS 16)	Les terrains peuvent être : Bâtis, constructibles ou non constructibles Utilisés pour l'exploitation ou loués à des tiers	Non amortissables	
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 (argus20, cotation sur un marché d'occasion).
Autres actifs corporels (IAS 16)	Installations générales et aménagements	Amortissables	Valeur nette comptable (VNC). Réévaluation à la valeur de marché en cas de revente.

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

- **Actif incorporel :**

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

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

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

- **Les stocks :**

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

- **Les comptes clients :**

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

- **Les actifs fictifs**

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

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

3. La méthode du Good Will

L'approche patrimoniale mise en œuvre dans la méthode de l'actif net comptable corrigé ou réévalué (ANR) ne rend pas compte de la valeur globale de l'entreprise. Une fraction de cette valeur est liée à des éléments incorporels non détachables de l'entité et non évaluable séparément. Ces éléments constituent le goodwill[96]ou survaleur. Autrement dit, le goodwill représente l'ensemble des éléments nécessairement incorporels qui concourent à donner à l'entreprise à celle de ses composants corporels et incorporels identifiés et évalués.

3.1. La notion du Good Will

Selon Philippe de la chapelle : « En matière d'évaluation, le goodwill sera appréhendé selon la problématique suivante : au-delà des valeurs de marché des actifs et passifs tangibles du bilan, il peut exister une valeur supplémentaire, par nature incorporelle, appelé goodwill. Son existence sera liée à l'usage plus au moins efficace que l'entreprise fait de ses actifs ».[97]

3.1.1. Evaluation par le Good Will et méthodes de son calcul

[96] Le goodwill est proche de l'écart d'acquisition constaté lors de la première consolidation d'une entreprise acquise. Rappelons que l'écart d'acquissions est égal à la différence entre le cout d'acquisition des titres (prix payé lors du rachat) et la quote-part correspondante de l'acheteur dans la juste valeur nette des actifs et passifs identifiable de l'entreprise acquise.

[97]DE LA CHAPELLE. PH, *Op*.cit., p70

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

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

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

Ve = ANCC + GW

D'où **: GW = Ve – ANCC**

Avec :

Ve : valeur de l`entreprise

ANCC : Actif Net Comptable Corrigé

GW : Good Will

3.1.2. La méthode de calcul du Good Will :

Il existe différente modes de calcul du goodwill : la méthode indirecte d'origine allemande, dite méthode des praticiens, la méthode directe d'origine anglo-saxonne, les méthodes de la rente abrégée du goodwill.

- **La méthode directe : (dite des Anglo-Saxons)**

Elle consiste à déterminer directement le superprofit pour calculer le goodwill. Ce superprofit ou rente goodwill est égal à la différence entre le résultat net courant anticipé et la rémunération de l'actif net comptable réévalué soit au taux sans risqueR_f, soit au cout des capitaux propres R_J .

Superprofit (SP)=

Résultat net courant - (ANR×R_f ou R_j)

Le goodwill correspond à la valeur du superprofit actualisé à l'infinie au cout des fonds propres.

Le good Will correspond à la somme actualisée des superprofits (*superbénéfices ou rente de Good Will*) dégagés par l`entreprise.
La formule générale qui permet de calculer le good Will est la suivante :[98]

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

Avec :

KCP: Taux d`actualisation du GW (*coût des capitaux propres*) ;

i: Années.

Le superprofit(SP) est défini comme étant la différence entre la rentabilité dégagée par l`entreprise et celle exigée par les investisseurs qui devrait tirer des capitaux dont elle dispose pour fonctionner.[99]

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

SP =
Bénéfice net prévisionnel – KCP ×ANCC

Avec :

KCP: Coût des fonds propres ;

ANCC : Actif net comptable corrigé.

[98]SAIDI. A, « Méthodes d`évaluation d`entreprise : Le cas des entreprises algériennes cotées en bourse »[en ligne], mémoire de master en mathématiques financières, université de Boumerdes, 2017, p29
[99]DE LA CHAPELLE. PH, *Op*.cit., p70.

Le taux d`actualisation de la rente du good Will est le taux de rendement exigé par l`investisseur (*coût des fonds propres*), qui est égal aux taux sans risque majoré d`une prime de risque, cette dernière est égale à la différence entre le taux espéré du marché et le taux sans risque.[100]

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

$$Kcp = Rf + [E(Rm) - Rf] \times ßi$$

Avec :

Rf : Taux sans risque.

Rm : Risque de marche.

ßi : Coefficient de sensibilité au risque

- **La méthode indirecte :(dite des praticiens)**

La valeur de l'entreprise correspond à la moyenne arithmétique de la valeur de l'actif net comptable réévalué et de la valeur de rendement. Celle-ci est obtenue par actualisation à l'infini au cout des fonds propres (ou capitalisation) du bénéfice futur.

$$VE = (ANR + VR)/2$$

Avec :

ANR : actif net comptable corrigé ou réévalué

VR : valeur de rendement, soit bénéfice futur/ taux d'actualisation (cout des fonds propres).

La valeur de rendement est égale au dernier résultat courant avant impôt divisé par le coût du capital.[101]

[100]PALOU. J-M, *Op*.cit., p89.
[101]SAIDI. A, *Op*.cit., p31.

$$\text{Valeur de rendement} = \frac{\text{RCAI}}{\text{Kcp}}$$

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

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

On obtient alors la formule de calcul suivante :

$$\text{GW} = \frac{\text{valeurdel`entreprise} - \text{ANCC}}{2}$$

4. Les avantages et les limites de la valeur patrimoniale :

✓ Les avantages de la valeur patrimoniale:

- La valeur patrimoniale présente l'avantage de la simplicité et cherche à refléter la réalité des actifs détenus ou investis dans l'entreprise et aussi la disponibilité de l'information.
- La valeur patrimoniale représente une valeur planchée-assez facile à calculer. elle est nécessaire dans une première étape et considérée comme un point de passage obligé dans la démarche de l'évaluateur.
- Elle s'applique bien lorsque les actifs de l'entreprise sont liquidés.
- Permet de réaliser un inventaire des actifs, passifs et autres hors bilan de l'entreprise qui peuvent parfois réserver des surprises.
- Elle précise la valeur réelle des actifs de l'entreprise (valeur des bâtiments, valeur du matériel, valeurs des stocks et actifs incorporels).

- L'évaluation patrimoniale est d'une grande utilité pour l'ensemble des parties à la négociation[102], elle servira de base de négociation.

✓ Limites de la valeur patrimoniale:

- La valeur patrimoniale permet d'estimer l'entreprise de façon ponctuelle et stratégique, uniquement les acquis soient pris en compte et ne reflète pas le mouvement futur, alors que l'entreprise est un organisme vivant qu'on doit le considérer à partir de son avenir c'est-à-dire sa capacité à générer les revenus garantissant sur le long terme sa conservation.
- Cette approche prend donc très peu en compte le dynamisme de la société en termes d'activité et de rentabilité, et aussi des perspectives de développement.
- La rareté des réévaluations de bilan.
- Cette méthode apparait très fragile car elle fait un écart important entre un présent qu'elle ne veut que voir et un avenir qu'elle veut inaugurer.

➢ L'évaluation par les méthodes prospectives :

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

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

1. La méthode des flux financiers :[103]

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

1.1. La méthode d`Irving Fisher :

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

L`actualisation se fait au coût des fonds propres de la société. Il a également supposé que les dividendes à recevoir sont constants.

[102]M.C. BARBOT, « évaluation des PME défaillantes », revue française de gestion, n140, 2002, p 129
[103] Imbert Franck ,Palard Jean-Etienne, « GUIDE PRATIQUE D'EVALUATION D'ENTREPRISE » édition EYROLLES, 2013.p191.

La formule d`évaluation s`établit comme suit :

$$\text{Valeur de l`action} = \sum_{t=1}^{n} \frac{\mathbf{Div}}{(\mathbf{1+i})\mathbf{t}} + \frac{\mathbf{Vn}}{(\mathbf{1+i})\mathbf{n}}$$

Avec :

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

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

n : Nombre de période ;

Vn : La valeur résiduelle.

Or, le prix de l`action est lui-même en fonction des dividendes qui seront versés, ainsi, la valeur de l`action est égale à la valeur actualisée des dividendes à l`infini. Mais l`application de ce modèle est impossible. Donc la valeur de l'entreprise devient

$$\mathbf{Ve} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\boldsymbol{DIV}}{(\mathbf{1+i})\mathbf{t}}$$

1.2. Méthode de Gordon et Shapiro

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

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

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

$$\mathbf{Ve} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\boldsymbol{DIV}}{(\mathbf{1+i})\mathbf{t}}$$

Avec :

Div : premier dividende à recevoir.

2. La méthode des flux économiques

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

Nous allons développer les principales méthodes des flux économiques utilisées :

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

2.1. La méthode des cash-flows actualisés :

La définition la plus simple du cash-flow est celle qui le définit comme étant « un flux net de trésorerie que l'activité d'une entreprise secrète au cours d'une période »[104].

Le cash-flow représente l'ensemble des flux de liquidités générés par les activités d'une société. Pour les analystes et les créanciers, il constitue un bon moyen d'appréhender la solvabilité et la pérennité d'une entreprise. C'est également un indicateur permettant de connaître l'aptitude de l'entreprise à financer ses investissements à partir de son exploitation ou encore sa capacité à distribuer des dividendes à ses actionnaires.

La méthode des cash-flows actualisés est une méthode standard d'évaluation de l'entreprise et de l'investissement, qui a commencé à voir le jour à partir des années 1970. Cette méthode consiste à traiter l'actif économique d'une entreprise comme un investissement global à l'origine du cash-flow récurrent. On peut distinguer deux méthodes :

2.1.1. Méthode des cash-flows simples

Qui se base sur le cash-flow futur ordinaire, soit le résultat d'exploitation auquel on ajoute les amortissements.

[104]COUSSERGUES .S :« Synthèse : Autofinancement ; Cash-flow ; Excédent de trésorerie d'exploitation», édition banque, paris. 1984, p 23

$$Ve = \sum \frac{CFt}{(1+K)t} + \frac{VT}{(1+K)T}$$

Avec :

Ve : la valeur de l'entreprise ;

CFt : cash-flow de l'année t ;

K : taux d'actualisation ;

Vt : valeur résiduelle en l'année T ;

T : année suivant la fin de période prévisionnelle.

2.1.2. Méthode des cash-flows disponibles (discounted cash-flow):

Cette méthode consiste à calculer par actualisation, la valeur actuelle des flux de trésorerie attendus per l'ensemble des apporteurs de fonds. La valeur de l'entreprise est alors estimée selon la formule suivante :

$$ve = \sum \frac{CFt}{(1+CMPC)t} + \frac{VR}{(1+CMPC)n}$$

Avec :

Ve : la valeur de l'entreprise ;

CFt : cash-flow généré par l'exploitation ;

CMPC : cout moyen pondéré du capital.

Cette méthode suppose dans un premier temps, de déterminer les flux de trésorerie que l'entreprise aura générés dans le futur. Cette évaluation repose sur les prévisions d'activité effectuées à l'aide des différents diagnostiques. « Les flux nets de trésorerie en provenance de

la gestion des actifs patrimoniaux sont jugés sur la durée du business plan, qui est déduit d'une période relativement bien contrôlée par le management de l'entreprise »[105].

Les discounted cash-flow sont calculés de la manière suivante :

DFC= le résultat d'exploitation – l'impôt sur le résultat d'exploitation + Dotation aux amortissements – l'investissement - Δ BFR

2.1.3. Les avantages et les inconvénients de la méthode DCF :

✓ Avantages de cette méthode :

- L'avantage de cette méthode réside : dans la valeur financière de l'entreprise qui est comprise comme la somme actualisée de flux générés dans le futur ;
- Cette méthode reste plus utilisée dans le monde de la finance, parce que les informations collectées et l'étude approfondie de l'entreprise permettent d'introduire plusieurs hypothèses, ce qui rend cette méthode flexible et facile à l'adapter à différents profils d'entreprise et permet à l'évaluateur de prendre connaissance de tous les aspects opérationnels de l'entreprise afin de mettre en lumière ses principaux inducteurs de valeur et les relations qui les lient ;
- Elle permet de piloter l'entreprise par la valeur ;
- Elle ramène à la réalité des performances économiques de l'entreprise ;[106]
- Elle permet une intégration globale de flux ;
- C'est une méthode cohérente avec la théorie financière, contrairement à l'approche patrimoniale ;
- Cette méthode permet aux responsable financiers et aux dirigeants de prendre des décisions concernant les opérations financières parce qu'ils sont très bien informés et éclairés ;

[105]PARIENTE, S : « analyse financière et évaluation d'entreprise méthodologie diagnostique –prix d'offre» Pearson France ,2013.p 233
[106]P. VERNMMEN, op cit, p 849.

✓ Inconvénients

- Cette méthode repose sur des incertitudes liées aux prévisions .ces incertitudes représentent un inconvénient majeur grâce à la fragilité de ces prévisions d'exploitation et financières.
- Les limites de cette méthode résident dans le fait que les hypothèses induisent les résultats :
  - L'horizon des prévisions à retenir va influencer le calcul qui dépend de la visibilité de l'entreprise dans le futur ;
  - L'importance de la valeur résiduelle dans l'évaluation de l'entreprise (plus d'horizon sera court et le taux d'actualisation faible, plus la valeur résiduelle est important dans l'évaluation de l'entreprise)[107] ;
  - La valeur résiduelle calculée par actualisation ou capitalisation d'un solde de résultats en fin de période de prévisions ;
  - Il n'est pas toujours aisé de réaliser un plan d'affaires sur une période suffisante : l'information fait souvent défaut pour l'analyste externe.[108]

2.2. La méthode de la valeur ajoutée économique(EVA) et de la valeur économique de marché(MVA) :

2.2.1. Concept de la valeur économique ajoutée(EVA) :

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

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

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

[107]G. CHAPLAIN, op cit, p 115.
[108] Idem.P.117.

$$EVA = NOPAT - (CMPC \times CI)$$

Avec :

NOPAT : Résultat net d`Exploitation Après Impôt ;

CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital ;

CI : Capital investi.

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

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

$$ROCE = RE / CE$$

L'EVA correspond également au résultat d'exploitation après impôt diminué de la rémunération des capitaux investis.[109]

$$EVA = RE \times (1 - t) - CMPC \times CI$$

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

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

Trois cas de calcul de l`EVA peuvent se révéler[110] :

1^{er} cas
**L`EVA > 0** : dans ce cas les capitaux investis dégagent un rendement supérieur à la rémunération des bailleurs de fonds donc il y a une création de richesse pour l`actionnaire.
$2^{éme}$ cas
**L`EVA < 0** : Dans ce cas la rentabilité des capitaux investis est inférieure à la rémunération exigée par les bailleurs de fonds donc il y a une destruction de la valeur pour l`actionnaire.
$3^{éme}$ cas
L'EVA = 0 : Dans ce cas il n'y a pas de création de richesse pour l'actionnaire.

2.2.2. La valeur de l'entreprise

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

Valeur de l'entreprise =

Capitaux investis + valeur actuelle des profits économiques

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

$$VR = \frac{EVAn}{CMPC}$$

Avec :

VR : valeur résiduelle.

EVAn**:** L'EVA de la dernière année de prévision.

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

[110] DE LA CHAPELLE. PH, Op.cit., 96.

$$VR = \frac{EVAn(1+g)}{CMPC-g}$$

Ainsi la formule de valorisation d'une entreprise selon cette méthode est donnée comme suit[111] :

$$VE = CI_0 + \sum_{i=1}^{n} \frac{EVAi}{(1+CMPC)i} + \frac{VR}{VR(1+CMPC)n}$$

VE = valeur de l'entreprise.

CI0 = capitaux investi initial.

VR = valeur terminale.

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

V = Actif économique + MVA

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

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

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

MVA = capitalisation boursière + valeur de la dette – actif économique

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

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

Vcp = Valeur de l'entreprise – Endettement net

Vcp: Valeur des capitaux propres.

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

- **Intérêt et limite**

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

Conclusion

L'évaluation a pour but de déterminer la valeur de l'entreprise. Cette valeur s'inscrit dans une fourchette qui peut être assez large.

L'évaluation d'une entreprise est fonction de facteurs intrinsèques, de facteurs extrinsèques et des différentes motivations des partenaires. Elle nécessite une connaissance des différentes méthodes d'évaluation et aussi la disponibilité d'informations nécessaires.

Le choix de méthodes d'évaluation dépend des caractéristiques de l'entreprise, l'objectif des repreneurs et de la disponibilité des données et aussi des conditions de marché au moment de l'évaluation. Le choix des méthodes appliquées est justifié par les professionnels, en fonction de la mission et de l'opération pour laquelle l'évaluation doit servir.

L'évaluation de l'entreprise se base soit sur ses moyens (approche statique de la valeur), soit sur ses résultats (approche dynamique de la valeur).L'approche patrimoniale est fondée sur la réévaluation des actifs et le calcul de la rente goodwill. Elle est statique et basée sur la valeur du bilan ; Les méthodes actuarielles sont fondées sur l'actualisation des dividendes au coût des capitaux propres ou l'actualisation des flux de trésorerie disponible au coût du capital. Elles sont dynamiques et fondées sur les flux futurs de revenus actualisés.

Introduction

D'après les aspects théoriques que nous avons vus dans les deux chapitres précédents liées aux fondements théoriques de la valorisation de l'entreprise et l'évaluation de l'entreprise, nous passons à l'étude empirique au sien de la société du Groupe SAIDAL.

Nous allons, dans ce chapitre, étudier et évaluer l'entreprise SAIDAL Ce chapitre comporte trois sections: la première, est consacrée à la présentation de l'entreprise à travers sa création et son historique. La deuxième comprend les différents diagnostics réalisés au niveau de ses différents services. Quant à la troisième section, elle traite de l'évaluation proprement dite, en appliquant quelques méthodes à l'entreprise SAIDAL.

Section 01 : La présentation de groupe SAIDAL

Le groupe industriel SAIDAL est spécialisé dans la fabrication des produits pharmaceutiques, il est considéré comme le leader de l'industrie pharmaceutique en Algérie et un important rôle industriel en méditerranée.

Il dispose d'importantes capacités de production et une équipe dynamique de cadre Spécialisé ayant pour mission le développement des médicaments et des centres de distribution pour assurer un meilleur service de vente au client.

Comme toutes les entreprises industrielles importantes qui existent, SAIDAL a connu plusieurs restructurations durant son existence, ces transformations multiples (organique, industrielle, juridiques et financières) ont été décidées par les pouvoirs publics, et ont donné une place importante pour le groupe SAIDAL dans le domaine pharmaceutique.

1. Présentation de l'entreprise

SAIDAL est une société par actions, a été créée en avril 1982, son chiffre d'affaire est de 9 610 663 720,30 DA en 2017, au capital de 2 500 000 000 dinars algériens. 80% du capital du groupe SAIDAL sont détenus par l'Etat et les 20% restants ont été cédés en 1999 par le biais de la Bourse à des investisseurs institutionnels et à des personnes physiques. Organisé en groupe industriel, SAIDAL a pour missions de développer, de produire et de commercialiser des produits pharmaceutiques à usage humain. [1]

[1] http://www.saidalgroupe.dz/présentation.htm (consulté le 18/09/2020).

Le groupe SAIDAL a pour objectif stratégique de consolider sa position de leader dans la production de médicaments génériques et de contribuer, ce faisant, à la concrétisation de la politique nationale du médicament mise en œuvre par les pouvoirs publics.

La qualité de l'entreprise publique confère à SAIDAL une double vocation :

- Assurer son autonomie financière et sa pérennité en sauvegardant ses équilibres financiers, en veillant à améliorer en permanence la compétitivité de ses produits, à réaliser ses objectifs de croissance et à développer ses ressources humaines.
- Réaliser les objectifs qui lui sont assignés par l'Etat, en sa qualité d'actionnaire principal.

Au titre de sa mission première, SAIDAL a défini les lignes d'actions devant lui permettre d'assurer sa croissance et de conforter sa position de leader dans la production de médicaments génériques.

Au premier rang de ces lignes d'action , figure un plan global et intégré de développement qui accompagne l'expansion du groupe avec un programme d'actions centré sur la valorisation des ressources humaines, l'amélioration de l'organisation et du système d'information, la promotion de la culture d'entreprise et la mise en œuvre d'une politique efficace de communication :

- Promouvoir des règles éthiques tendant à la régulation et à l'assainissement du marché du médicament.
- S'ouvrir sur les marchés extérieurs,
- Accroitre le degré de satisfaction des consommateurs.

2. Historique du groupe SAIDAL

SAIDAL a été créée en avril 1982 à la suite de la restructuration de la Pharmacie Centrale Algérienne (PCA) et a bénéficié, dans ce cadre, du transfert des usines d'EL Harrach, de Dar El Beida et de Gué Constantine. Il lui a été également transféré en 1988, le complexe « Antibiotique » de Médéa dont la réalisation venait d'être achevée par la SNIC (Société National des Industries Chimiques).

En 1989 et à la mise en œuvre des réformes économiques, SAIDAL devint une entreprise, lui permettant de participer à toute opération industrielle ou commerciale pouvant se rattacher à l'objet social par voie de création de sociétés nouvelles ou de filiales.

En 1997, la société SAIDAL à mise en œuvre un plan de restructuration qui s'est traduit par sa transformation en groupe industriel regroupant trois filiales (Pharmal,Antibiotical &Biotic).

En 2009, SAIDAL a augmenté sa part dans la capitale de SOMEDIAL à hauteur de 59%.En 2010, elle a acquis 20%du capital d'IBERAL et sa part dans le capital de TAPHCO est passée de 38,75% à 44,51%.

En 2011, SAIDAL a augmenté sa part dans le capital d'IBERAL à hauteur de 60%.

En janvier 2014, SAIDAL a procédé par voie d'absorption, à la fusion de ses filiales détenues à 100% : Pharmal, Antibiotical et Biotic.

3. Mission du groupe SAIDAL[2]

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.

4. Centre de recherche et de développement (CRD) :

En 1975, un laboratoire de recherche et de développement est créé par la Pharmacie Centrale Algérienne, entreprise national détenant le monopole de l'importation, de la distribution, de la production des médicaments et des produits pharmaceutiques.

Les missions principales de ce laboratoire sont la formulation des formes pommades et les études de faisabilité sur sites de certains médicaments fabriqués sous licence.

[2]http://www.saidalgroupe.dz/présentation.htm (consulté le 18/09/2020).

Après restructuration de la Pharmacie Centrale Algérienne, et la création de l'entreprise national de production pharmaceutique SAIDAL, cette dernière procède à la transformation du laboratoire de recherche en une entité de recherche en médicaments et techniques pharmaceutiques (URMTP) .Celle-ci créée par arrêté ministériel du 13 septembre 1987.

Cette entité scientifique est chargé notamment de la recherche et du développement des médicaments et des techniques pharmaceutiques par :

- La formulation des médicaments génériques répondants aux besoins de santé publique
- L'intégration des matières premières locales (d'origine chimique et végétale) ;
- Le développement des techniques de fabrication et des méthodes de contrôles en vue d'assurer la qualité du produit pharmaceutique national ;
- Le suivi permanent des médicaments fabriqués par l'entreprise et la diffusion des renseignements économiques et scientifiques les concernant ;
- La contribution à l'élaboration d'une pharmacopée nationale ;
- La contribution à la formation graduée et post-graduée et aux actions de recyclage et de perfectionnement.

Le groupe a connu ces dernières années de profonds changements qui s'inscrivent dans le contexte économique marqué par l'ouverture du marché à la concurrence et la mondialisation, vécue plus particulièrement par le secteur de l'industrie pharmaceutique.

Parmi les défis que devrait relever le groupe, visant à assurer sa survie et sa pérennité à travers l'accentuation de ses activités de développements et de recherche, en vue d'élargir, de moderniser et d'innover la gamme de ses produits en y intégrant des médicaments générique récents, à forme d'administration moderne et répondant aux principes pathologie, ainsi qu'aux mutations du marché national et international.

Ainsi a muri l'idée de transformer l'URMTP en CRD, outil permettant l'atteinte des objectifs fixés par décision N°PDG /AA /SG/99 /397 du président directeur général du groupe, le CRD est créé le 27 juillet 1998.Le CRD a annuellement développé cinq(05) à six (06)produits génériques qui sont intégrés dans la gamme de production des déférentes filiales du groupe.il emploie 165 personnes dont 70% des cadres constitue l'équipe spécialisé du groupe dans la recherche et le développements de nouveaux produits pharmaceutiques .

5. Les filiales de groupe SAIDAL

5.1. SOMEDIAL

Situé dans la zone industrielle d'oued Smar, SOMEDIAL est le résultat d'un partenariat entre le groupe SIADAL (59%), le groupe pharmaceutique Européen (36,45%) et FINALEP (4,55%).

L'unité de production SOMEDIAL dispose de trois départements :

- Un département spécifique pour la fabrication des produits hormonaux ;
- Un département spécifique pour la fabrication des liquides (sirops et solution buvables) ;
- Un département pour la fabrication des formes sèches (gélules et comprimés).

5.2. IBERAL

IBERAL est une société par actions issue d'un partenariat public /privé :

- Groupe SAIDAL : 60%
- Flache Algérie, spécialistes dans l'agro-alimentaire : 40%

IBERAL SPA a pour missions principal de réaliser et d'exploiter un projet d'industrie de production de spécialités pharmaceutique à usage de médecine humaine.

6. Les activités du groupe SAIDAL[3] :

Le Groupe SAIDAL est spécialisé dans la fabrication de produits pharmaceutiques ; ses activités se définissent par la production et la commercialisation de spécialités pharmaceutique et substances chimiques sous forme de matière premières, produits semi-finis et produits finis.

Il prend part également dans le marketing, la promotion médicale, la certification, le partenariat et la communication, ainsi que dans les activités de recherche et de développement. On peut enfin compter les activités financières du Groupe SAIDAL telle que la prise de participation et la gestion du portefeuille financier.

Tableau N°17: Les métiers du Groupe SAIDAL par activité

Activité principal	Activité auxiliaires
• Production des spécialités pharmaceutiques. • Production des principes actifs	• Production de produits d'emballages (imprimerie). • Transit et transport de marchandises.

[3]Manuelle de SMQ du Groupe SAIDAL, P.9

antibiotiques. • Commercialisation, Distribution, Marketing. • Recherche appliquée et développement de produits génériques.	• Prestation des services (façonnage et analyse). • Maintenance de l'équipement de production et de manutention.

Source : Document interne « stratégie à long terme 2002-2011 ».

7. L'organisation du Groupe SAIDAL

Le Groupe SAIDAL a procédé en janvier 2014 à la fusion, par voie d'absorption, des filiales ANTIBIOTICAL, PHARMAL & BIOTIC. Cette décision approuvée par ses organes sociaux a donné lieu à une nouvelle organisation s'articulant autour de : [4]

- La DIRECTION GENERALE DU GROUPE ;
- Structure décisionnelle regroupant les Directions Centrales ;
- Direction de la gestion des programmes ;
- Direction de Stratégie et de l'organisation ;
- Direction du Marketing et des ventes ;
- Centre de recherche et Développement ;
- Centre de la Bioéquivalence ;
- Direction des achats ;
- Direction de l'assurance qualité ;
- Direction des affaires Pharmaceutiques ;
- Direction des systèmes d'Information ;
- Direction des finances et de la comptabilité ;
- Direction du patrimoine et des moyens Généraux ;
- Direction de la communication ; Direction des opérations
- Direction du développement industriel ;
- Direction du personnel ;
- Direction de la formation ;
- Direction juridique.

[4] http://www.saidalgroupe.dz/présentation1.htm (consulté le 08/09/2020)

8. Politique de partenariat

8.1. Le développement du partenariat

Pour le Groupe SAIDAL engagé actuellement dans un ambitieux programme d'expansion, le développement du partenariat constitue un axe stratégique en prise avec ses besoins mais aussi avec la réalité des marchés et les objectifs de ses partenaires. Tirant les enseignements des alliances réalisées, nous avons affiné la démarche en nouant des nouvelles relations fondées sur la complémentarité des partenaires, la rentabilité et la durabilité des opérations engagées.

Le Groupe SAIDAL présent actuellement en qualité d'actionnaire minoritaire dans trois (03), sociétés, possède la qualité d'actionnaire majoritaire dans une (01) société.

Il est également présent comme actionnaires principal ou majoritaire dans trois (03) sociétés en cours de réalisation. Des discussions sont en cours avec d'autres partenaires pour la réaliser deux (02) nouvelles sociétés couvrant des classes thérapeutiques différentes.

Les associations des paramètres qui déterminent chaque association, figurent à la base, la crédibilité des partenaires, la loyauté des engagements et la confiance mutuelle.

La qualité des accords relatifs aux projets d'insuline et d'oncologie réalisés récemment et le déroulement de leur programme d'exécution attestent, s'il en était besoin, de la validité de la démarche.

8.2. Les partenaires du Groupe SAIDAL

Les partenariats conclus par le Groupe du SAIDAL sont de nombre de 07, recouverts plusieurs formes (commerciales, industrielles, etc.).

- **ACDIMA** (Ligue arabe)- **SPIMACO** (Arabie saoudite) et **JPM** (Jordanie).
- **Julphar** : Premier groupe pharmaceutique émirati et leader dans la région du Moyen-Orient.
- **SERVIER** : est le premier groupe pharmaceutique indépendant français spécialisé dans différents domaines.
- **SANOFI** : C'est la première entreprise pharmaceutique française et le numéro 4 mondial en 2012.
- **PFIZER** : Groupe pharmaceutique américain, leader mondial dans son secteur, présent dans 150 pays.
- **Novo Nordisk** : spécialiste mondial de la santé, Novo Nordisk est un chef de file de l'innovation et un leader mondial du traitement du diabète depuis 88ans.

- **NORTHAFR CA :** société koweitienne d'investissement exerçant en Afrique du Nord dans plusieurs secteurs.

8.3. Autres participations

- ACDIMA : 0,43% ;
- Algérie- clearing : 2,34% ;
- NOVER : 4,40%.

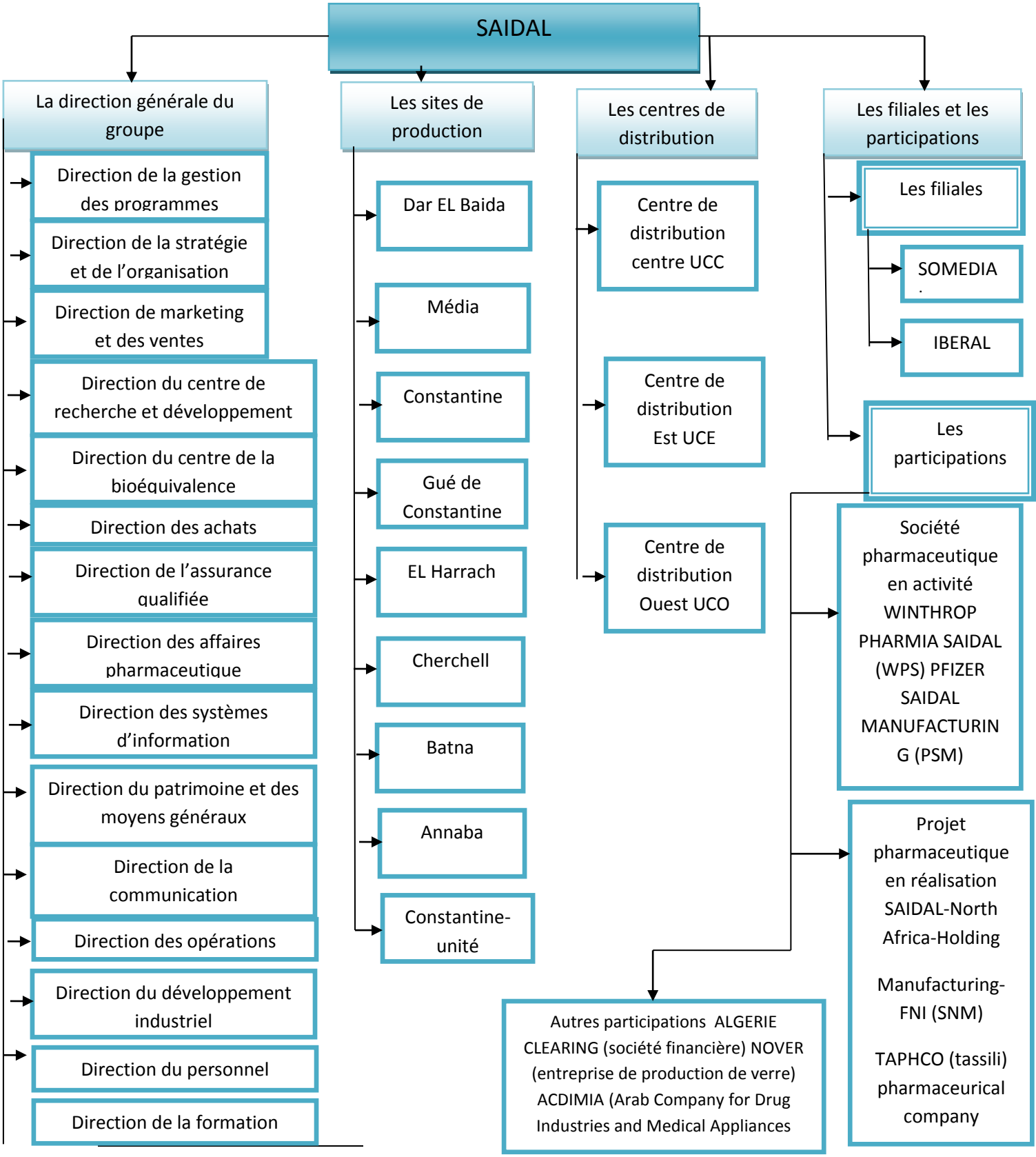
8.4. La gamme des produits

Les principales familles de médicaments produits :

- Anti – inflammatoires non stéroïdiens.
- Antihypertenseurs-Diurétiques.
- Anti – Inflammatoires (corticoïdes).
- Antitussifs, Mucolytiques , Antiseptiques pulmonaires et Broncho dilatateurs
- Antihistaminiques, Antiallergiques.
- Neuroleptique, Sédatifs.
- Antipyrétiques, Antalgiques.
- Antifongiques.
- Vitamines, Antianémiques.
- Hypoglycémiants, Antidiabétiques.
- Inhibiteur de la pompe à proton.
- Antispasmodiques, Antiacides.
- Antiseptiques, Lotion dermiques, Cicatrisants.

8.5. Organigramme du Groupe SAIDAL [5]

Schéma N°07: Organisation du groupe SAIDAL



[5] http://www.saidalgroupe.dz/présentation1.htm

La présentation de l'entreprise est une approche préalable et importante à l'évaluation d'une entreprise qui permettra de comprendre le fonctionnement et caractéristiques du groupe SAIDAL dans son ensemble. Toutefois, dans la deuxième section de ce chapitre, nous entamons l'analyse de la structure financière du groupe SAIDAL tout en respectant la démarche pré-expliquée au chapitre deux du présent travail de recherche.

Section 02 : Analyse de la structure financière du groupe SAIDAL

A partir des données financières de 2017 à 2019 du Groupe SAIDAL, nous établissons une analyse sur la structure financière de cette dernière

1. Analyse par les bilans financiers pour la période allant de 2017 à 2019

1.1. Présentation des bilans :

Tableau N°18: Les emplois du groupe SAIDAL de 2017 à 2019 **DA**

ACTIF	2017	2018	2019
Actif non courant			
Ecart d'acquisition (GW)	**115 414 200.00**	**115 414 200.00**	**141 648 564.00**
Immobilisations incorporelles	**13 643 850.95**	**139 733 986.51**	**174 057 244.76**
Immobilisation corporelles			
Terrains	**10 383 338 837.77**	**2 391 687 791.42**	**3 805 721 423.42**
Bâtiments	**1 766 306 904.14**	**2 312 989 288.09**	**7 492 164 949.94**
Autres immobilisations corporelles	**1 351 564 152.29**	**3 976 090 139.77**	**5 632 128 168.46**
Immobilisations en concession	**276 361 487.38**	**0.00**	**0.00**
Immobilisations en cours	**13 501 512 857.53**	**10 759 890 495.72**	**3 580 260 802.98**
Immobilisation financières			
Titres mis en équivalences-entreprise associées	**1 466 608 492.92**	**1 433 217 458.23**	**2 960 993 718.84**
Autres participations et créances rattachées	**630 537 294.94**	**223 859 928.10**	**48 760 055.87**
Autres titres immobilisés	**4 000 000 000.00**	**3 000 000 000.00**	**2 500 000 000.00**
Prêts et autres actifs financier non courant	**157 814 646.73**	**152 869 240.73**	**107 512 187.56**

Impôts différés actifs	**296 251 741.16**	**324 860 044.51**	**329 960 563.53**
Total actif non courant	**33 959 354 465.81**	**24 830 612 573.08**	**26 773 207 679.36**
Actif courant			
Stocks et en cours	**4 883 145 010.78**	**6 288 271 950.21**	**6 887 530 621.19**
Créances et emplois assimilés			
Clients	**3 192 081 776 .57**	**3 681 013 225.61**	**3 177 533 740.40**
Autres débiteurs	**1 357 618 287.35**	**1 391490 814.49**	**1 436 533 740.40**
Impôts	**169 292 263.58**	**228 705 651.05**	**222 336 344.63**
Autres actifs courants	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Disponibilité et assimilés			
Placements et autres actifs financier courants	**18 559 989.19**	**18 559 989.19**	**18 559 989.19**
Trésorerie	**4 738 892 796.95**	**3 135 689 758.29**	**1 918 151 410.71**
Total actif courant	**14 359 590 124.42**	**14 743731 388.84**	**13 660 971 197.91**
Total générale actif	**48 318 944 590.23**	**39 574 343 961.92**	**40 434 178 877.27**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice 2017

En analysant l'actif des bilans, nous constatons que :

1. Les actifs non courants dépassent durant 60% durant les périodes 2017 ; 2018 et 2019, ceci explique une forte capacité d'investissement dans les immobilisations.
2. Les valeurs d'exploitation prennent une part considérable dans l'actif des bilans, ce qui est normal vu la nature d'activité de l'entreprise.
3. La gestion de trésorerie pour les trois (03) années d'études reflète une bonne de maitrise, les valeurs peuvent couvrir les dettes à court terme, puisqu'elles représentent une partie suffisante du passif de l'entreprise.

Tableau N°19: Les ressources du groupe SAIDAL de 2017 à 2019 DA

PASSIF	2017	2018	2019
Capitaux propres			
Capital émis	**2 500 000 000 .00**	**2 500 000 000 .00**	**2 500 000 000 .00**
Capital non appelé	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Autres fonds propres	**8 721 856 492.20**	**411 677 000.00**	**411 677 000.00**
Primes et réserves	**12 991 033 164.36**	**13 461 406 696.77**	**14 047 153 641.65**
Ecart de réévaluation	**1 585 712 860.28**	**1 272 192 408 .65**	**2 286 752 011.24**
Ecart d'équivalence	**955 727 524.41**	**1 016 986 928.55**	**1 905 284 336.88**
Résultat net	**1 376 295 647.88**	**1 174 214 390.98**	**793 514 004.08**
Autres capitaux propres – report à nouveau	**-080 714 611.43**	**-866 679 031.92**	**-1 178 074 235.34**
Intérêts minoritaires	**881 619 980.04**	**826 612 003.56**	**609 971 657.90**
TOTAL capitaux propre ……..I	**27 931 531 057.73**	**19 796 410 396.58**	**21 776 278 416.42**
Passif non courant			
Emprunts et dettes financières	**10 894 562 658.08**	**10 923 905 958.66**	**10 403 266 267.81**
Impôts	**17 509 995.00**	**19 887 217.01**	**21 011 203.32**
Autres dettes non courant	**1 057 992 788.80**	**593 645 268.24**	**593 645 268.24**
Provisions et produits comptabilisés d'avance	**1 346 632 170.47**	**1 433 885 167.65**	**1 446 788 017.73**
Total passif non courant ……..II	**13 318 697 612.35**	**12 971 323 611.56**	**12 464 710 757.10**
Passif courant			
Fournisseurs et compte rattachés	**1 436 731 269.94**	**2 249 615 538.04**	**1 556 885 668.31**
Impôts	**726 697 526.43**	**201 334 246.61**	**116 625 268.50**
Autres dettes	**4 107 579 876.69**	**3 734 753 856.30**	**3 708 972 235.69**
Trésorerie passif	**797 707 247.08**	**620 906 312.83**	**810 706 531.25**
Total passif courant ……III	**7 068 715 920.14**	**6 806 609 953.78**	**6 193 189 703.75**
Total général passif	**48 318 944 590.23**	**39 574 343 961.92**	**40 434 178 877.27**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice 2017.

NB : En absence des informations complémentaires et les retraitements nous avons considéré le bilan comptable comme étant bilan financier.

En analysant le passif des bilans, nous constatons ce qui suit :

1. Les capitaux propres dépassent 50 % pour la période étudiée. Ce qui signifie que l'entreprise possède une capacité d'autofinancement forte.
2. Le pourcentage des dettes à moyen et long terme est moyen ne dépasse pas 32%.
3. Les dettes à court terme représentent un taux moyen qui est de 14.62% en 2017 ; 17.19% en 2018 et 15.31% en 2019, ce qui signifie que la société fait recours aux dettes à court terme pour financer son activité.

2. Les bilans condensés :

Tableau N°20 : Bilan condensé 31/12/2017 DA

Actif	Montants	%	Passif	Montants	%
V. immobilisées	33 959 354 465.8	70.28%	FP	27 931 531 057.73	57.80%
V d'exploitation	4 883 145 010.78	10.10%	DLMT	13 318 697 612.35	27.56%
V. réalisables	4 718 992 327.5	9.76%	DCT	7 068 715 920.14	14.62%
V. disponibles	4 757 452 786.14	9.84%			
Total	48 318 944 590.23	**100%**	**Total**	48 318 944 590.23	**100%**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020

Tableau N°21 : Bilan condensé 31/12 /2018 DA

Actif	Montants	%	Passif	Montants	%
V. immobilisées	24 830 612 573.08	62.74%	FP	19 796 410 396.58	50.02%
V d'exploitation	6 288 271 950.21	15.88%	DLMT	12 971 323 611.56	32.77%
V. réalisables	5 301 209 691.15	13.39%	DCT	6 806 609 953.78	17.19%
V. disponibles	3 154 249 747.48	7.97%			
Total	39 574 343 961.92	**100%**	**Total**	39 574 343 961.92	**100%**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

Tableau N°22: Bilan condensé 31/12 /2019 DA

Actif	Montants	%	Passif	Montants	%
V. immobilisées	26 773 207 679.36	66.21%	FP	21 776 278 416.42	53.86%
V d'exploitation	6 887 530 621.19	17.03%	DLMT	12 464 710 757.10	30.83%
V. réalisables	4 836 729 176.82	11.96%	DCT	6 193 189 703.75	15.31%
V. disponibles	1 936 711 399.9	4.79%			
Total	40 434 178 877.27	**100%**	**Total**	40 434 178 877.27	**100%**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

3. L'analyse par les équilibres financiers

A partir des résultats obtenus dans les bilans financiers, nous allons enchaîner par l'analyse de la structure financière moyennant les indicateurs de l'équilibre financier et les ratios.

Nous allons procéder à une analyse financière de la situation financière de Groupe SAIDAL. Ceci, en calculant le Fonds de Roulement, le Besoin en Fonds de Roulement et la Trésorerie.

3.1. Etude du fonds de roulement net

L'objet de ce calcul est d'étudier et analyser la marge de sécurité de l'entreprise SAIDAL c'est-à-dire la partie des ressources permanentes qui financent l'actif circulant après couverture des emplois permanents.

Le fonds de roulement net : il existe deux méthodes de calcul du fonds de roulement net par le haut du bilan et par le bas du bilan.

- **Calcul par le haut du bilan :**

$$FRN = (FP + DLMT) - VI$$

Avec :

FRN : fonds de roulement ;

FP : fonds propre ;

DLMT : Dette à long et moyen terme ;

VI : Valeur immobilisé.

Tableau N°23: Evolution du FR du groupe SAIDAL **DA**

Désignation	2017	2018	2019
FP	27 931 531 057.73	19 796 410 396.58	21 776 278 416.42
DLMT	13 318 697 612.35	12 971 323 611.56	12 464 710 757.10
VI	33 353 354 465.8	24 830 612 573.08	26 773 207 679.36
FRN= (FP+DLMT)-VI	**7 290 874 204.28**	**7 937 121 435.06**	**7464 781 494.16**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

- **Calcul par le bas du bilan :**

FRN = (VE + VR + VD) - DCT

Tableau N°24 : Calcul du FRN **DA**

Désignation	2017	2008	2019
VE	4 883 145 010.78	6 288 271 950.21	6 887 530 621.19
VR	4 718 992 327.5	5 301 209 691.15	4 836 729 176.82
VD	4 757 452 786.14	3 154 249 747.48	1 936 711 399.9
DCT	7 068 715 920.14	6 806 609 953.78	6 193 189 703.75
FRN= (VE+VR+VD)-DCT	7 290 874 204.8	7 937 121 435.06	7 467 781 494.16

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

Nous constatons que durant les trois années de notre étude, le fonds de roulement est suffisant et positifs. Ce que signifie que le groupe SAIDAL dégage une marge de sécurité, ce principe veut dire que le groupe arrive à financer non seulement l'ensemble de ses immobilisations, mais également une partie de ses besoins d'exploitation, ceci constitue déjà un bon signe qui traduit une bonne structure financière.

3.2. Calcul du besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement est le montant des capitaux investis dans le cycle d'exploitation non couvert par les dettes à court terme.

BFR = (VE + VR) – DCT

Tableau N°25: Evolution du BFR du groupe SAIDAL DA

Désignation	2017	2018	2019
VE (1)	4 883 145 010.78	6 288 271 950.21	6 887 530 621.19
VR (2)	4 718 992 327.5	5 301 209 691.15	4 836 729 176.82
DCT (3)	7 068 715 920.14	6 806 609 953.78	6 193 189 703.75
BFR= (1+2) - 3	2 533 421 418.14	4 782 871 687.6	5 531 070 094.3

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

Avec :

VE : Valeur d'exploitation ;

VR : Valeur réalisable ;

DCT : Dette à court terme.

On remarque que pendant les trois années de notre étude, les besoins en fonds de roulement sont positifs, cela signifie que les ressources d'exploitation ne couvrent pas la totalité des besoins d'exploitation, elle est équilibrée à court terme.

3.3. Analyse des équilibres immédiats

Cette partie examine l'ensemble des actifs rapidement transformables en liquidités pour le règlement des dettes à court terme, donc c'est la différence entre la somme des ressources dont dispose l'entreprise et la somme des besoins à couvrir. La trésorerie renseigne sur la liquidité de l'entreprise.

- **Calcul de la trésorerie nette**

TN = FRN -BFR

Avec :

TN : Trésorerie nette ;

FRN : Fonds de roulement ;

BFR : Besoin en fonds de roulement.

Tableau N°26: Evolution de la TN du groupe SAIDAL DA

Désignation	2017	2018	2019
FRN	7 290 874 204.8	7 937 121 435.06	7 467 781 494.16
BFR	2 533 421 418.14	4 782 871 687.6	5 531 070 094.3
TN=FRN-BFR	**4 757 452 786.66**	**3 154 249 747.46**	**1 936 711 399.86**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

D'après les résultats obtenus dans le tableau ci-dessus, nous constatons que le groupe SAIDAL à réaliser son équilibre immédiat pour les trois exercices considérés, sa trésorerie nette est positive, c'est-à-dire que la trésorerie de l'actif couvre la totalité de la trésorerie du passif, ou d'une autre manière, le fonds de roulement couvre la totalité du besoin en fonds de roulement ; ce qui signifie aussi que l'entreprise dégage une trésorerie nette excédentaire ce qui nous donne une situation saine et équilibrée.

4. L'analyse des ratios de liquidité

4.1. Liquidité générale

Liquidité générale = Actif Courant / Dettes à Court Terme

Ratio	2017	2018	2019
Liquidité Générale	**2.03**	**2.16**	**2.20**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

Le résultat est supérieur à 1 cela veut dire que l'entreprise est solvable, quelle peut donc payer ses dettes à cout terme.

4.2. Liquidité restreinte

Liquidité restreinte= (actif courant + Disponibilités)/Dettes à court terme

Ratio	2017	2018	2019
Liquidité restreinte	1.34	1.24	1.09

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

Le ratio est supérieur à 1 durant les trois années, il mesure la capacité de l'entreprise à faire face à ses dettes à court terme par les valeurs d'exploitation et celles disponibles.

4.3. Liquidité immédiate

Liquidité immédiate = Disponibilités/Dettes à court terme

Ratio	2017	2018	2019
Liquidité immédiat	0.97	0.46	0.31

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

Nous constatons que, Ce ratio est inférieur à 1 durant (2017 /2019) ce que signifie l'entreprise ne peut pas faire face à ses dettes à court terme avec ses disponibilités.

5. Analyse des ratios de structure financière :

5.1. Ratio d'autonomie financière :

Autonomie financière = Capitaux propres/ Total des dettes

Ratio	2017	2018	2019
Autonomie financière	1.37	1.00	1.10

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

D'après les résultats obtenus nous constatons que l'entreprise SAIDAL arrive à couvrir ses dettes avec ses propres ressources durant les trois années (2017-2019) puisque le ratio est Supérieur à 1.

5.2. Ratio d'endettement

Endettement = Total des dettes/ Total passif

Ratio	2017	2018	2019
Endettement	0.42	0.52	0.48

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

Ce ratio représente la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes à long terme avec ses fonds propre, dans ce cas se ratio inférieur à 1 donc, elle ne peut pas les rembourser dans sa globalité.

5.3. Ratio de solvabilité

Solvabilité = Total actif / Total dettes

Ratio	2017	2018	2019
Solvabilité	2.37	1.90	2.05

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

À travers ce ratio, nous constatons clairement que l'actif de l'entreprise couvre largement tous ses engagements externes, ce qui nous permet de conclure que l'entreprise est solvable de manière générale.

6. Analyse de la rentabilité du groupe SAIDAL

Par cette analyse nous voulons mesurer la performance de l'entreprise SAIDAL, par l'étude des différents ratios de rentabilité, puis l'analyse des soldes intermédiaires de gestion et enfin l'analyse de la capacité d'autofinancement.

6.1. Ratio de rentabilité économique

Ce ratio mesure la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation de l'ensemble de son capital employé.

Rentabilité économique= EBE / (VI+BFR)

Ratio	2017	2018	2019
Taux de Rentabilité économique	5.02%	4.72%	3.46%

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

À partir du tableau, nous constatons que le groupe SAIDAL a une diminution de la rentabilité économique pendant les trois années d'étude et elle se représente respectivement de5.02% en 2017 ; 4,72 % en 2018 et 3,46% en 2019.

Ce recul s'explique par la baisse de l'activité du groupe SAIDAL influencée par des variables macroéconomique.

6.2. Ratio de rentabilité financière

Cette rentabilité exprime à quel point les dettes financières peuvent améliorer la profitabilité des actionnaires ainsi la rentabilité de l'entreprise dans un sens global.

Rentabilité financière =Résultat net/FP

Ratio	2017	2018	2019
Taux de Rentabilité financière	4.92%	5.93%	3.64%

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

D'après ce tableau ci-dessous, nous constatons que la rentabilité financière de l'entreprise SAIDAL est positive durant les années d'études, elle a, 4.92% en 2017, 5.93%en 2018, et 3.64% en 2019, cela signifie que les capitaux internes engagés sont rentables.

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

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

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

L'analyse par la méthode des ratios permet de calculer et d'interpréter un ensemble de ratios significatifs, afin de donner une évaluation sur la situation financière de l'entreprise et facilite les comparaisons dans le temps ou avec des entreprises de même secteur.

7. Analyse du TCR du groupe SAIDAL

L'analyse de l'activité de l'entreprise consiste à s'interroger sur les résultats dégagés par l'activité globale de celle-ci. Il s'agira donc de procéder à une analyse quantitative. A cet effet l'entreprise dispose de plusieurs outils lui permettant d'effectuer cette analyse : Les soldes intermédiaires de gestion et la capacité d'autofinancement.

L'analyse de l'activité de l'entreprise constitue le point de départ de tout diagnostic, elle permet d'apprécier la croissance de l'entreprise et de mesurer l'aptitude à dégager des profits. Cette analyse présente un triple objectif :

- Tout d'abord, analyser les marges de l'entreprise et déterminer des résultats intermédiaires facilitant l'élaboration du diagnostic de l'entreprise ;
- Evaluer l'activité d'une entreprise et sa capacité à être profitable et rentable ;
- Déterminer les ressources internes dégagées par l'entreprise et lui permettant d'autofinancer ses activités.

Pour analyser le compte de résultat du groupe SAIDAL, nous procédons à sa présentation comme suit :

Tableau N° 27: Tableau du compte de résultat du groupe SAIDAL (2017.2018 et 2019

Rubrique	2017	2018	2019	EVO 18/17	EVO 19/18
Chiffre d'affaire	9 627 663 617.30	10 317 577 775.54	9 392 750 935.10	0.18%	-8.96%
Variation stocks produits finis et en cour	-445 404 405.32	206 569 542.16	1 085 935 007.08	146.38%	299.06%
Production immobilisée	0.00	0.00	0.00	/	/
Subvention d'exploitation	0.00	0.00	0.00	/	/
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 165 259 314.98	10 111 008 233.38	10 478 685 942.18	7.30%	6.15%
Achats consommés	-3 382 283 278.19	-4 143 149 298.10	- 4 577 729 592.68	22.50%	-1.00%
Services extérieurs et autres consommations	-952 170 610.90	-1 012 879 210.65	- 1 113 922 480.89	6.38%	4.35%
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE	**-4 334 453 889.09**	**-5 156 028 508.75**	**-5 691 652 073.57**	**18.95%**	**0.00%**
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	**4 830 805 425.89**	**4 678 210 650.71**	**4 787 033 868.61**	**-3.16%**	**-2.27%**
Charges de personnel	-2 709 238 895.90	-3 186 097 946.17	-3 514 951 683.35	17.60%	5.56%
Impôts, taxes et versement assimilés	-158 926 511.12	-160 057 490.45	-154 310 399.06	0.71%	-9.22%
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**1 962 640 018.87**	**1 332 055 214.09**	**1 117 771 786.20**	**-32.13%**	**-20.06%**
Autres produits opérationnels	114 704 843.76	1 142 352 643.62	687 941 345.58	895.91%	-40.63%
Autres charges opérationnels	-51 702 530.63	-142 890 390.41	-75 628 723.04	176.37%	-59.95%
Dotations aux amortissements, provisions	-735 099 379.24	-1 287 214 651.31	-1 399 508 839.03	75.11%	-3.80%

Reprise sur perte de valeurs et provisions	362 742 047.22	321 577 514.29	664 533 494.03	-11.35%	74.86%
V-RESULTAT OPERATIONNEL	**1 653 284 999.98**	**1 365 880 330.28**	**995 109 063.74**	**-17.38%**	**-23.09%**
Produits financiers	162 892 992.61	191 627 016.37	152 968 301.58	17.64%	-23.52%
Charges financières	-101 670 170.27	-159 258 487.69	-343 123 098.91	56.64%	34.58%
VI-RESULTAT FINANCIER	**61 222 822.32**	**32 368 528.68**	**-190 154 797.33**	**-47.13%**	**246.12%**
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V+VI)	**1 714 507 822.32**	**1 398 248 858.96**	**804 954 266.41**	**-18.45%**	**-35.03%**
Impôt exigible sur résultat ordinaire	-277 572 318.00	-127 206 062.00	-77 823 533.00	-54.17%	-38.82%
Δ sur résultat ordinaire	3 594 175.27	-21 081 462.33	5 579 922.73	-686.55%	-126.28%
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 433 341 329.05**	**1 268 934 334.63**	**721 550 810.68**	**-9.85%**	**-36.31%**
IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	**1 433 341 329.05**	**1 268 934 334.63**	**793 514 004.08**	**-9.85%**	**-32.42%**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

7.1. L'interprétation du tableau du compte de résultat du groupe SAIDAL (2017.2018 et 2019)

Chiffre d'affaire

Le chiffre d'affaire a connu une croissance en 2018 par rapport à l'année 2017 avec un taux de 0.18%. Cette croissance est due à une augmentation au niveau des ventes relative à la croissance de la production en 2018.

Production de l'exercice

Durant les trois années de 2017 à 2019, le groupe SAIDAL a connu une augmentation dans la production. Elle est passée de 9 165 259 314.98 DA en 10 478 685 942.18 DA en 2019. Ceci s'explique par l'augmentation des ventes des produits, aussi par le raccordement de nouvelle clientèle.

La valeur ajoutée

La valeur ajoutée est un solde qui apprécier la capacité de l'entreprise à créer de la richesse, Nous constatons que l'entreprise SAIDAL a réalisé une valeur ajoutée positive durant les trois années d'étude de 2017 à 2019, sa baisse durant l'année 2018 est expliqué par l'augmentation des achats consommés, de la consommation de l'exercice et par la baisse des ventes de l'entreprise.

L'excédent brut d'exploitation

L'entreprise SAIDAL a dégagé un EBE positif durant les trois années d'études (2017– 2019) ; cela signifie que la valeur ajoutée est suffisante pour couvrir les charges du personnel, et le paiement des impôts et taxes. Nous remarquons une diminution durant (2017 – 2019) cette baisse est due à la hausse des charges par rapport à la valeur ajoutée.

Résultat d'exploitation

Une baisse du résultat d'exploitation qui traduit la baisse de la performance économique de l'entreprise et ce toujours dû à la baisse des produits de l'entreprise à savoir son chiffre d'affaire.

Résultat net de l'exercice

Nous constatons que les résultats des trois exercices de 2017 à 2019 sont positifs, ce qui est considéré comme un bon indicateur de la rentabilité générale de l'entreprise, et arrive à dégager un bénéfice.

Celui-ci est obtenu par addition du résultat courant avant impôt et du résultat exceptionnel et en soustrayant en suite la participation des salariés et l'impôt sur les bénéfices.

Seule la partie d'exploitation du compte résultat sépare convenablement les flux externes des flux internes. C'est ainsi que la valeur ajoutée sont des soldes encaissables, voire décaissable, alors que le résultat brut d'exploitation est un résultat qui subit une influence des flux internes. Une telle considération des opérations de gestion facilite le calcul de la CAF.

8. Analyse de l'activité du groupe SAIDAL

8.1. Calcul de la capacité d'autofinancement du groupe SAIDAL

La capacité d'autofinancement (CAF) est un calcul complémentaire aux ratios qui permet de juger la capacité de l'entreprise à autofinancer sa croissance. C'est un indicateur monétaire du résultat de l'exercice.

On peut calculer la CAF par deux méthodes

- Selon la méthode additive ;
- Selon la méthode soustractive.

- **Par la méthode additive**

Le tableau ci-après nous permet de constater l'évolution de la CAF durant la période 2017- 2019.selon la méthode additive

Tableau N°28: calcul de la CAF par la méthode additive

Désignation	2017	2018	2019
Résultat Net	**1 376 295 647.88**	**1 174 214 390.98**	**793 541 004.08**
(+) Dotation aux amortissements, provision et perte de valeurs	**22 724 919 388.25**	**22 933 056 460.34**	**23 582 078 672.49**
(+) La valeur nette comptable des actifs cédés	**0,00**	**0,00**	**0,00**
(-)Reprise sur perte de valeur et provision	**362 742 047.22**	**664 533 494.03**	**380 039 983.32**
(-)Quote-part des subventions d'investissements virés au résultat	**0,00**	**0,00**	**0,00**
(-) Produit de cession d'élément de l'actif	**0,00**	**0,00**	**0,00**
(=) CAF	**23 738 47 2 988.8**	**23 442 736 902.2**	**23 995 579 693.1**

Source : Etabli par nos soins à partir des documents internes à l'entreprise, consulté le 18/11/2020.

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

Section 03 : Evaluation de l'entreprise SAIDAL

Comme on l'a déjà vu dans le deuxième chapitre, l'évaluation d'une entreprise peut se faire selon plusieurs méthodes. Dans notre cas on va essayer d'évaluer le groupe SAIDAL selon l'approche patrimoniale, les méthodes basé sur le Goodwill et enfin les méthodes dynamiques (DCF).

1. L'évaluation par l'approche patrimoniale

En absence des informations complémentaire et retraitements nous avons considéré le bilan comptable comme étant bilan financier.

1.1. Calcul de l'actif net comptable

Consiste en une méthode qui donne une image approximative de la valeur de l'entreprise. Elle est plus rapide à mettre en œuvre et déterminer sur la base de la valeur comptable des éléments à partir du tableau suivant :

Tableau N°29: Calcul de l'actif net comptable DA

Actif	Valeur comptable	Passif	Valeur comptable
Actif non courant	**85 563 174 718.1**	**Fonds propres**	**69 504 219 870.6**
Actif courant	**14 359 590 124.42**	**DLMT**	**38 754 731 980.9**
		DCT	**20 068 515 577.6**
Total actif	**128 327 467 429**	**Total passif**	**128 327 467 429**

Sur la base de bilan on déduit que :

ANC=∑Actif -∑Passif

ANC =∑Actif-(DLMT+DCT)

ANC= 128 327 467 429 – 58 823 247 558.5

ANC=69 504 219 871 DA

ANC	**69 504 219 871**
Nombre d'action	10 000 000
Valeur de l'action	**6950.42 DA**

L`ANC de l`entreprise s`élève à 69 504 219 871 DA

Donc la valeur de l`action selon la méthode de l`ANC est **6950.42** DA.

1.2. Calcul de l'actif net comptable corrigé :

On va procéder au calcul de l'ANCC par deux méthodes :

1^{ére}Méthode :

ANCC = Actif Réel – DLMT –DCT

Avec : (Actif réel = Actif Total – Actif Fictif – Moins Value +Plus Value)

2^{éme}Méthode :

ANCC = CP-Actif Fictif –Moins Value + Plus Value+ Réserve

En absence des informations complémentaires et retraitement on ne peut pas calculer l'ANCC.

Donc **ANC= ANCC= 69 504 219 871 DA**

ANCC	69 504 219 871
Nombre d'action	10 000 000
Valeur de l'action	**6950.42 DA**

L`ANCC de l`entreprise s`élève à 69 504 219 871 DA

Donc la valeur de l`action selon la méthode de l`ANC est **6950.42** DA.

1.3. Méthode de la Valeur Substantielle Brute (VSB)

La Valeur Substantielle Brute **VSB** comporte la totalité de l'actif servant à l'exploitation, corrigé de la surévaluation et de la sous-évaluation de certains biens, augmenté des endettements. Elle se calcule comme suit :

VSB=ANCC + DCT + DLMT +Compléments de substances (Bien de location, Bien de crédit, EENE) + Frais d'établissement –Frais de réparation à engager pour maintenir certains biens en état de fonctionnement.

Dans le cas de SAIDAL la Valeur Substantielle Brute se calcul comme suit :

VSB=ANC + DLMT + DCT

Avec :

VSB : Valeur substantielle brute ;

ANC : Actif net comptable.

VSB = 69 504 219 871 + 38 754 731 980.9 + 20 068 515 577.6

VSB = 128 327 467 429 DA

1.4. Capitaux Permanents Nécessaire à l'exploitation (CPNE) :

CPNE = VSB – Dettes à CT – EENE

Dans notre cas le CPNE se calcule comme suit :

CPNE = VSB – DCT

CPNE= 128 327 467 429 – 20 068 515 577.6

CPNE = 108 258 951 852 DA

2. L'évaluation par les méthodes basées sur le goodwill :

2.1. La méthode abrégée :

Cette méthode reprend la valeur de l'action calculée par la méthode de l'actif net comptable corrigé et on lui ajoute la valeur du Goodwill.

Valeur de l'entreprise = ANCC + GW

=69 504 219 871 +GW

=69 504 219 871 + 372 476 864

La valeur de l'entreprise =69 876 696 735 DA

ANC + GW	**69 876 696 735**
Nombre d'action	10 000 000
Valeur de l'action	**6 987.66DA**

La valeur de l`entreprise s`élève à **69 876 696 735**DA

Donc la valeur de l`action selon la méthode de l`ANC est **6 987.66**DA.

2.2. La méthode des experts comptables européens

La valeur de l'entreprise =ANCC + (B-k_{cp}*ANCC) [$\frac{1-(1+CMPC)^{-n}}{CMPC}$]

Avec :

B : Le bénéfice moyen prévu 836 449 000 DA

k_{cp} **:** Le coût des capitaux propres

CMPC : le Coût Moyen Pondéré du Capital

n : Année.

Calcul du coût du capital de SAIDAL :

Le coût capital est calculé selon la formule suivante :

$$\text{CMPC} = kcp \frac{vcp}{vcp+vd} + kd\,(1\text{-}T) \frac{vd}{vcp+vd}$$

Avec :

Kcp= coût des fonds propres ;

Vcp= fonds propres ;

Vd= Endettement net ;

Kd= coût de la dette ;

T= taux d'imposition sur les bénéfices.

Calcul préliminaires :

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

$$E(R_{actif}) = R_f + \beta_{actif}\,[E(R_m - R_f]$$

Avec :

Rf : Taux de rentabilité de l'actif sans risque (Cfp)

E(Rm) : Taux de rendement espéré du marché financier ;

E(Rm) – Rf : Prime de risque de marché du groupe ;

β : Coefficient de risque systématique du titre ;

En suivant l'équation de MEDAF, le coût ou l'espérance de rendement des capitaux propres E(Rcp) est présenté dans le tableau suivant :

Tableau N°30: Calcul du coût des fonds propres pour les années 2017, 2018 et 2019.

désignation Année	2017	2018	2019
Rf	4%	5.75%	5.75%
E(Rm)	15%	15%	15%
E(Rm) – Rf	11%	9.25%	9.25%
β	1.38	1.38	1.38
E(Rcp)	19.18%	18.52%	18.52%

Source : Nos regroupements d'après les données collectées auprès de COSOB et SGBV.

- Coût de la dette :

Le taux de la dette (taux d'intérêt) était de 4.75% pour l'année 2017 et 6.5% pour les années 2018 et 2019.

Dans le calcul de coût du capital, on tient compte des économies d'impôts, cependant les taux d'intérêt deviennent :

- ✓ Pour2017 : kd (1-T) = 4.75%(1-19%) = 3.85%
- ✓ Pour 2018 et 2019 : kd (1- T) = 6.5% (1-19%)= 5.27%

Sachant que le taux d'imposition des trois années est de 19%.

Estimation de CMPC

Après avoir fait les calculs préliminaires, nous procédons à l'estimation de coût moyen pondéré du capital, qui se présente dans le tableau suivant :

Tableau N°31: Calcul du coût du capital pour les années 2017,2018 et 2019 :

Désignation	2017	2018	2019
kcp	19.18%	18.52%	18.52%
$\frac{vcp}{vcp+vd}$	$\frac{27931531057.74}{41250228669.82}$	$\frac{19796410396.58}{32767734008.14}$	$\frac{21776278416.42}{34240989173.52}$
Kd(1-T)	3.85%	5.27%	5.27%
$\frac{vd}{vcp+vd}$	$\frac{13318697612.35}{41250228669.82}$	$\frac{12971323611.56}{32767734008.14}$	$\frac{12464710757.10}{34240989173.52}$
CMPC	14.23%	13.28%	13.70%

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

Pour la valeur des capitaux propres (Vcp) on a pris le montant des capitaux propres, tel qu'il est donné dans le bilan passif ; on n'a procédé à aucun retraitement.

Quand à la valeur des dettes (Vd) on a pris le montant indiqué dans la rubrique passif non courant.

Donc la valeur de l'entreprise

$$=69\ 504\ 219\ 871+ (836\ 449\ 000- 19.18\%(69\ 504\ 219\ 871) \left[\frac{1-(1+13.73\%)^{-3}}{13.73\%}\right]$$

La valeur de l'entreprise =40392 127 205.96 DA

Valeur de l'entreprise	**40392 127 205.96**
Nombre d'action	10 000 000
Valeur de l'action	**4 039.21DA**

La valeur de l`entreprise s`élève à **40392 127 205.96 DA**

Donc la valeur de l`action est **4 039.21DA**

3. La méthode d'actualisation des cash-flows :

Cette méthode est la seule, qui prend en compte le mécanisme de « création de valeur généré par l'investissement qui dégagera à l'avenir une rentabilité supérieure aux taux de rendements attendue par l'investisseur »[6].Alors que les autres méthodes se limitent qu'aux indicateurs passé ou présent.

Cette méthode décrite précédemment, consiste à évaluer les flux financier futurs que les pourvoyeurs des capitaux peuvent aspirer retirer de leurs investissements dans la société et avant de passé à l'évaluation proprement dite, et après élaboration du diagnostic de l'entreprise, un business plan est réalisé.

Les objectifs futurs de l'entreprise sont :

- Etre leader du marché de médicaments générique ;
- Améliorer la production ;

[6] F.PIERRE, D'A BESANCON, valorisation d'entreprise et théorie financière, édition d'organisation, paris2004.p28.

- Diversifier la gamme de produits ;
- Nouvelles usines de production ;
- Exportation.

SAIDAL présente plusieurs points forts et opportunité tels que :

- Réalisation de nouveaux investissements ;
- Personnel expérimenté, qualifié ;
- Plusieurs gammes des produits, avec une image de marque à prix compétitif.
- Un centre d'étude de bioéquivalence, le premier en Afrique.
- Capacité de production importante dans la fabrication de produits finis, matières premières.
- Plus de 30 années d'expérience dans la production pharmaceutique.

Parmi les faiblesses, nous pouvons citer :

- Problème de maintenance ;
- Créance / clients en augmentation ;
- Les dettes fournisseurs en hausse.

3.1. La valorisation de l'entreprise par méthode DCF :

$$\text{La valorisation de l'entreprise} = \sum \text{FTD} (1+CMPC)^{-n} + \text{VTN} (1+ CMPC)^{-n}$$

Avec :

FTD= Flux de Trésorerie Disponible ;

CMPC=Coût Moyen Pondéré du Capital ;

VT= Valeur Terminal de l'entreprise ;

n=Période estimés des flux.

A partir du compte de résultat, les FTD d'une activité peuvent être déterminés en se basant sur la formule suivante :

FTD = Résultat d'exploitation après impôt + Dotation aux amortissements nets +Investissements nets + variation du BFR

Tableau N°32 : Calcul des flux de trésorerie disponible

Désignation	2017	2018	2019
Résultat d'exploitation (EBIT)	1 480 241 680.05	1 293 874 389.45	995 109 063.74
IBS (19%)	281 245 919.20	245 836 133.99	189 070 722.11
Résultat d'exploitation après impôt	1 198 995 760.85	1 048 038 157.45	806 038 341.63
DAV	868 249 692.56	1 454 793 798.08	1 399 508 839.03
Investissement nets	511 453 000.00	612 583 000.00	275 716 000.00
Variation du BFR	-	2 249 450 269.46	748 198 406.7
Flux de Trésorerie Disponible	**2 578 698 453.41**	**5 364 865224.99**	**3 229 461 587.36**

Après avoir déterminé les flux de trésorerie disponible, il convient ensuite de les actualiser. Le taux d'actualisation utilisé correspond généralement au Coût Moyen Pondéré du Capital.

Ce dernier tient compte de la structure financière de l'entreprise, ainsi que les paramètres du marché dans lequel elle opère (taux sans risque, prime de risque, béta, coût de l'endettement, etc.

Les Flux de Trésorerie Disponible actualisés par le CMPC sont présenté dans le tableau suivant :

Désignation	2017	2018	2019
Flux de Trésorerie Disponible	2 578 698 453.41	5 364 865224.99	3 229 461 587.36
CMPC	13.73%	13.73%	13.73%
Flux de Trésorerie Disponible actualisé	**2 267 386 312.67**	**4 147 713 382.38**	**2 195 356 253.192**

➢ **Calcul de la valeur de l'entreprise :**

Valeur résiduelle de l'entreprise =

$$\frac{\boldsymbol{DFC\ (dernière\ année)}}{\boldsymbol{CMPC}}$$

$$VR = \frac{3\ 229\ 461\ 587.36}{13.73\%}$$

VR = 23 521 206 025.9 DA

Donc la valeur de l'entreprise $= 2\ 578\ 698\ 453.41(1.1373)^{-1} +$

$5\ 364865224.99(1.1373)^{-2} + 3\ 229\ 461\ 587.36(1.1373)^{-3} + \frac{3\ 229\ 461\ 587.36}{13.73\%}$

=32 131 661 974.14 DA

La valeur de l'entreprise =32 131 661 974.14 DA

Valeur de l'entreprise	**32 131 661 974.14**
Nombre d'action	10 000 000
Valeur de l'action	**3213.16 DA**

La valeur de l`entreprise est **32 131 661 974.14 DA**

Donc la valeur de l`action est **3213.16 DA**

Tableau N°33: Synthèse de toutes les méthodes d`évaluation présentées

Méthodes utilisées	Valeurs de SAIDAL
Les méthodes patrimoniales : ANCC VSB CPNE	 **69 504 219 871 DA** **128 327 467 429 DA** **108 258 951 852 DA**
Les méthodes basées sur le Good Will La méthode des experts comptables européens La méthode abrégée	 **40 392 127 205 .96 DA** **69 876 696 735 DA**
La méthode dynamique	**32 131 661974.14 DA**

Source : Tableau fait à partir des valeurs calculées précédemment.

Approches	Méthode	Prix
Patrimoniale	ANC ANCC par le good Will : -méthode abrégée -méthode experts comptable européens	**6950.42** **6950.42** **6987.66** **4039.21**
Prospective	DCF	**3213.16**

Source : Etabli par nous-mêmes.

Cependant, SAIDAL ne fait appel qu'à deux méthodes pour déterminer la valeur de son action. Et par rapport aux autres méthodes on n'a pas des informations suffisantes.

Le tableau ci-dessus montre clairement la divergence qui existe entre les différentes valeurs obtenues par l'application des différentes méthodes.

- **La méthode patrimoniale** : Par l'approche patrimoniale on a pu calculer trois valeurs différentes.

La valeur de l'ANCC qui est de **69 504 219 871 DA** ; la valeur Substantielle Brute qui est de **128 327 467 429 DA,** est un peu augmenté par la prise en compte des dettes, pour cela-elle ne peut refléter la vraie valeur de l'entreprise.

La valeur des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation qui est de **108 258 951 852 DA** est raisonnable par rapport à la VSB. Ce montant peut intéresser l'acquéreur éventuel qui achète du tangible, car cette méthode néglige la capacité bénéficiaire de l'entreprise.

- **La méthode basée sur le Goodwill :**

La méthode du Goodwill est une méthode qui vise à corriger les valeurs patrimoniales pour tenir compte de la rentabilité économique anticipée de l'entreprise, notamment par rapport à son coût moyen pondéré du capital.

On a pu calculer deux valeurs différentes :

- Une valeur de 40 392 127 205.96 DA calculé par la méthode des experts comptable européens
- Une valeur de 69 786 696 735 DA calculée par la méthode abrégée.
- Une valeur de 32 131 661 974.14 DA calculé par la méthode DCF

Conclusion

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

Nous avons testé l'utilisation d'un certain nombre de méthodes d'évaluation afin de déterminer la valeur de SADAL, mais, par manque et insuffisance d'informations, nous n'avons pu appliquer toutes les méthodes.

Avec les différentes méthodes qu'on a pu appliquées, on a réussi à situer la valeur de SAIDAL dans un intervalle de 32 131 661 974.14 DA à 69 786 696 735 DA.

En conclusion, nous avons étudié à travers ce dernier un métier de la corporate finance, un métier qui attache une grande importance à la valeur et à l'enrichissement de l'entreprise. Nous avons pu apprendre à travers les trois (03) chapitres précédents quelques méthodes d'évaluation qui existe en théorie.

Evaluation de l'entreprise est la question principal que nous avons retenue au départ et qui a servi dans notre travaille afin de trouver les éléments de réponses à une tels problématique.

La méthode d'évaluation choisie, dépend des informations à collecter des caractéristique de l'entreprise et aussi, des objectifs de l'évaluation. Nous avons utilisé pour l'évaluation de la société SAIDAL, la méthode de l'actif net comptable ; la méthode du Goodwill, la méthode du flux de trésorerie.

La démarche de l'évaluation de l'entreprise nécessite plusieurs informations concernant le passé, le présent et les prospective de l'entreprise .L'utilisation des méthodes décrite précédemment et suscitées, nous ont permis de situer la valeur de l'entreprise entre 32 131 661 974.14 DA et 69 786 696 735 DA.

A l'aide des différentes informations collectées, nous avons pu réaliser les différentes diagnostics rencontrées lors de la réalisation de cette étapes et le manque d'accès à un certain nombre d'informations, nous ont conduit à négocier certaines méthodes, et donc à infirmer la première hypothèse formulée dans la problématique. Nous avions émis à travers cette dernière l'idée que « toutes les méthodes d'évaluation peuvent être utilisées pour évaluer l'entreprise SAIDAL.

En moyenne, l'entreprise SAIDAL à dégager une valeur d'environ quarante milliard de dinars. Une valeur assez importante qui reflète le véritable poids de l'entreprise sur le marché. Cela nous confirme la deuxième hypothèse.

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

Pour conclure, malgré des difficultés qui se présentent dans la réalisation et l'application de ce thème dans la réalité sur l'entreprise SAIDAL, il est à noter qu'il présente un fort intérêt et que notre travail a été une expérience extrêmement enrichissante pour nous.

Il nous a offert l'opportunité d'appliqué tout ce que nous avons vu en cours sur les fondements théorique de la valorisation des entreprises et l'évaluation d'entreprise en Master 1.

Référence bibliographies

Ouvrage :

- BETRICE et FRANCIS Grand Guild, « L'essentiel de l'analyse financière », 14 éme édition, 2016-2017.
- BOUKHLIFA .A « Analyse financière », édition houma, 2000.
- BRUNO.S « gestion financière » édition 5 NATHAN, Paris, 1997 ; P20.
- CHARREAUX.G « finance d'entreprise », EMS, 3éme édition .
- CHARREAUX.G, WRITZ Peter, « Gouvernance des entreprises », nouvelle perspectives, édition Economica, Paris 2006.
- CHERIF.M, DUBREUILLE, S « création de valeur et capital-investissement », Paris ; Pearson Education,2005.
- COUSSERGUES.S « Synthèse : Autofinancement ; cash flow ; Excédent de trésorerie d'exploitation », édition banque, Paris, 1984.
- DOV.O « Gestion financière de l'entreprise », 1ére édition, Dunod, Paris2008.
- COHEN.E, « Gestion financière et développement de l'entreprise, édition EDICEF, 1999.
- EVRAERT, Serge « Analyse et diagnostic financier », 2 éme édition, Paris EYROLLES, 1992.
- FLORENCE.P, « Valorisation d'entreprise et la théorie financière »,1993.
- GEORGE .L et MOLLET.M « manuel de gestion financière », édition Berti, Alger, 2011.
- GRANDGUILLOT, Béatrice et GRANDGUILLOT Francis, « L'analyse financière : Analyse de l'activité et du risque exploitation –analyse fonctionnelle-analyse patrimonial-ratios-tableaux de financement-éléments prévisionnels », 21 édition 2017/2018.

- HUBERT de la Bruslerie « Analyse financière et information financière et évaluation »,4éme édition, DUNOD.
- PALARD Jean-Etienne, FRANCK Imbert, « GUIDE D'EVALUATION D'ENTREPRISE », édition Eyrolles, 2013.
- JUGUER Vincent, GIRAUDON Philippe et ONNEE Stéphane, évaluation d'entreprise, Pearson, 2009.
- CHIHAK.K « Gestion et stratégie financière »,2 éme édition 2006.
- LYANI.S « L'essentiel des méthodes d'évaluation des sociétés et de leurs titres », Paris, édition,2015.
- LEGRO.G « L'évaluation des entreprises », édition DUNOD, Paris2011.p47.
- M.C.BRBOL, évaluation des PME défaillante, revue française de gestion ,2000.
- Myers.s.c. « the capital structure puzzle, the journal of finance39, n3july1984.
- PALARD.J-M et IMBERT.F, « guide pratique d'évaluation d'entreprise »,édition Eyrolles,2013.
- PALOU.J-M, « les méthodes d'évaluation d'entreprise »,groupe revue fiduciaire, Paris,2013.
- PEREZ Roland, la gouvernance de l'entreprise, édition .La Découverte, Paris2003.
- PRTIENTE.S « Analyse financière et évaluation d'entreprise », édition pearson,2003.
- RAMAGE Pierre, analyse et diagnostic financier, édition d'organisation, 2001.
- REFAIT.M, « l'évaluation de l'entreprise » ; presse universitaire de France, 1994.

- ROLAND.P « la gouvernance de l'entreprise »édition la découverte, Paris, 2003.
- SIMON Pariente, Analyse financière et évaluation d'entreprise,2 émé édition, Pearson, paris,2013.
- TCHEMNI.E, évaluation des entreprise, édition Economica,2003.
- THIBIERGE, Christophe, Analyse financière, Paris décembre 2005.
- TOURNIERGE J-C, évaluation d'entreprise, que vaut une entreprise, 3 éme édition, Paris,2002.
- VERNIMMEN.P, corporate finance theory and practice, 4th edition, 2013.
- VIZZAVONA.P, gestion financière, 9 éme edition ATTOLS, Paris2004.
- WILLIAMSON.O.E, corporate finance and corporate governance, 1988, journal of financev43.
- Yves-Alain ACH, Catherine DANIEL, Finance d'entreprise, edition HACHETTE, Paris2004.

Annexe 01 : Les emplois du groupe SAIDAL (2017) DA

ACTIF	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANT NETS
Actif non courant			
Ecart d'acquisition (GW)	115 414 200.00	**0.00**	**115 414 200.00**
Immobilisations incorporelles	**211 701 398.37**	**198 057 549.42**	**13 643 850.95**
Immobilisation corporelles			
Terrains	**10 383 338 837.77**	**0.00**	**10 383 338 837.77**
Bâtiments	**7 525 649 404.61**	**5 759 342 500.47**	**1 766 306 904.14**
Autres immobilisations corporelles	**15 441 341 953.87**	**14 089 777 801.58**	**1 351 564 152.29**
Immobilisations en concession	**280 023 210.00**	**3 661 722.62**	**276 361 487.38**
Immobilisations en cours	**13 501 512 857.53**	**0.00**	**13 501 512 857.53**
Immobilisation financières			
Titres mis en équivalences-entreprise associées	**1 466 608 492.92**	**0.00**	**1 466 608 492.92**
Autres participations et créances rattachées	**691 518 175.00**	**60 980 880.06**	**630 537 294.94**
Autres titres immobilisés	**4 000 000 000.00**	**0.00**	**4 000 000 000 .00**
Prêts et autres actifs financier non courant	**157 814 646.73**	**0.00**	**157 814 646.73**
Impôts différés actifs	**286 251 741.16**	**0.00**	**296 251 741.16**
Total actif non courant	**54 071 174 917.96**	**20 111 820 452.15**	**33 959 354 465.81**
Actif courant			
Stocks et en cours	**5 512 385 275.34**	**629 240 246.56**	**4 883 145 010.78**
Créances et emplois assimilés			
Clients	**5 077 251 577.03**	**1 885 169 800.46**	**3 192 081 776.57**
Autres débiteurs	**1 357 995 866.76**	**377 572.41**	**1 357 618 287.35**
Impôts	**181 290 731 .18**	**11 998 467.60**	**169 292 263.58**
Autres actifs courants	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Disponibilité et assimilés			
Placements et autres actifs financier courants	**18 559 989 .19**	**0.00**	**18 559 989.19**
Trésorerie	**4 825 205 639.02**	**86 312 842.07**	**4 738 892 796.95**
Total actif courant	**16 972 689 060.52**	**2 613 098 936.10**	**14 359 590 124.42**
Total générale actif	**71 043 863 978.48**	**22 724 919 388.25**	**48 318 944 590.23**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice 2017

Annexe 02 : Les ressources du groupe SAIDAL (2017) DA

PASSIF	Montants
Capitaux propres	
Capital émis	**2 500 000 000 .00**
Capital non appelé	**0.00**
Autres fonds propres	**8 721 856 492.20**
Primes et réserves	**12 991 033 164.36**
Ecart de réévaluation	**1 585 712 860.28**
Ecart d'équivalence	**955 727 524.41**

Résultat net	**1 376 295 647.88**
Autres capitaux propres –report à nouveau	**-080 714 611.43**
Intérêts minoritaires	**881 619 980.04**
TOTAL capitaux propre ……..I	**27 931 531 057.73**
Passif non courant	
Emprunts et dettes financières	**10 894 562 658.08**
Impôts	**17 509 995.00**
Autres dettes non courant	**1 057 992 788.80**
Provisions et produits comptabilisés d'avance	**1 346 632 170.47**
Total passif non courant ……..II	**13 318 697 612.35**
Passif courant	
Fournisseurs et compte rattachés	**1 436 731 269.94**
Impôts	**726 697 526.43**
Autres dettes	**4 107 579 876.69**
Trésorerie passif	**797 707 247.08**
Total passif courant ……III	**7 068 715 920.14**
Total général passif	**48 318 944 590.23**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice 2017.

Annexe 03 : Les emplois du groupe SAIDAL (2018) DA

ACTIF	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANT NETS
Actif non courant			
Ecart d'acquisition (GW)	115 414 200.00	**0.00**	**115 414 200.00**
Immobilisations incorporelles	**378 857 436.59**	**239 123 450.08**	**139 733 986.51**
Immobilisation corporelles			
Terrains	**2 391 687 791.42**	**0.00**	**2 391 687 791.42**
Bâtiments	**7 584 297 976.37**	**5 271 308 688.28**	**2 312 989 288.09**
Autres immobilisations corporelles	**18 277 440 502.83**	**14 301 350 363.06**	**3 976 090 139.770**
Immobilisations en concession	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Immobilisations en cours	**10 759 890 495.72**	**0.00**	**10 759 890 495.72**
Immobilisation financières			
Titres mis en équivalences-entreprise associées	**1 433 217 458.23**	**0.00**	**1 433 217 458.23**
Autres participations et créances rattachées	**685 893 175.00**	**462 033 246.90**	**223 859 928.10**
Autres titres immobilisés	**3 000 000 000 .00**	**0.00**	**3 000 000 000 .00**
Prêts et autres actifs financier non courant	**152 869 240.73**	**0.00**	**152 869 240.73**
Impôts différés actifs	**324 860 044.51**	**0.00**	**324 860 044.51**
Total actif non courant	**45 104 428 321.40**	**20 273 815 748.32**	**24 830 612 573.08**
Actif courant			
Stocks et en cours	**6 956 065 304.74**	**667 793 354.53**	**6 288 271 950.21**
Créances et emplois assimilés			
Clients	**5 578 018 586.28**	**1 897 005 360.67**	**3 681 013 225.61**
Autres débiteurs	**1 391 498 314.49**	**7 500.00**	**1 391 490 814.49**

Impôts	**240 704 481.51**	**11 998 830.46**	**228 705 651.05**
Autres actifs courants	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Disponibilité et assimilés			
Placements et autres actifs financier courants	**18 559 989.19**	**0.00**	**18 559 989.19**
Trésorerie	**3 218 125 424.65**	**82 435 666.36**	**3 135 689 758.29**
Total actif courant	**17 402 972 100.86**	**2 659 240 712.02**	**14 743 731 388.84**
Total générale actif	**62 507 400 422.28**	**22 933 056 460.34**	**39 574 343 961.92**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice 2018

Annexe 04 : Les ressources du groupe SAIDAL 2018 DA

PASSIF	**Montants**
Capitaux propres	
Capital émis	**2 500 000 000 .00**
Dotation de l'état	**0.00**
Autres fonds propres	**411 677 000.00**
Primes et réserves	**13 461 406 696.77**
Ecart de réévaluation	**1 272 192 408.65**
Ecart d'équivalence	**1 016 986 928.55**
Résultat net	**1 174 214 390.98**
Autres capitaux propres –report à nouveau	**-866 679 031.92**
Intérêts minoritaires	**826 612 003.56**
TOTAL capitaux propre ……..I	**19 796 410 396.58**
Passif non courant	
Emprunts et dettes financières	**10 923 905 958.66**
Impôts	**19 887 217.01**
Autres dettes non courant	**593 645 268.24**
Provisions et produits comptabilisés d'avance	**1 433 885 167.65**
Total passif non courant ……..II	**12 971 323 611.56**
Passif courant	
Fournisseurs et compte rattachés	**2 249 615 538.04**
Impôts	**201 334 246.61**
Autres dettes	**3 734 753 856.30**
Trésorerie passif	**620 906 312.83**
Total passif courant ……III	**6 806 609 953.78**
Total général passif	**39 574 343 961.92**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice 2018

Annexe 05 : Les emplois du groupe SAIDAL (2019) DA

ACTIF	**MONTANTS BRUTS**	**AMORTS OU PROVISIONS**	**MONTANT NETS**
Actif non courant			
Ecart d'acquisition (GW)	141 648 564.00	**0.00**	**141 648 564.00**
Immobilisations incorporelles	**465 669 052.05**	**291 611 807.29**	**174 057 244.76**
Immobilisation corporelles			
Terrains	**3 805 721 423.42**	**0.00**	**3 805 721 423.42**
Bâtiments	**13 199 283 086.61**	**5 707 118 136.67**	**7 492 164 949.94**

Autres immobilisations corporelles	**20 621 201 809.67**	**14 989 073 641.21**	**5 632 128 168.46**
Immobilisations en concession	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Immobilisations en cours	**3 580 260 802.98**	**0.00**	**3 580 260 802.98**
Immobilisation financières			
Titres mis en équivalences-entreprise associées	**2 960 993 718.84**	**0.00**	**2 960 993 718.84**
Autres participations et créances rattachées	**102 167 575.00**	**53 407 519.13**	**48 760 055.87**
Autres titres immobilisés	**2 500 000 000.00**	**0.00**	**2 500 000 000.00**
Prêts et autres actifs financier non courant	**107 512 187.56**	**0.00**	**107 512 187.56**
Impôts différés actifs	**329 960 563.53**	**0.00**	**329 960 563.53**
Total actif non courant	**47 814 418 783.66**	**21 041 211 104.30**	**26 773 207 679.36**
Actif courant			
Stocks et en cours	**7 449 789 735.69**	**562 259 114.50**	**6 887 530 621.19**
Créances et emplois assimilés			
Clients	**5 073 699 027.73**	**1 896 165 287.33**	**3 177 533 740.40**
Autres débiteurs	**1 436 866 591.79**	**7 500.00**	**1 436 859 091.79**
Impôts	**222 336 344.63**	**0.00**	**222 336 344.63**
Autres actifs courants	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Disponibilité et assimilés			
Placements et autres actifs financier courants	**18 559 989.19**	**0.00**	**18 559 989.19**
Trésorerie	**2 000 587 077.07**	**82 435 666.36**	**1 918 151 410.71**
Total actif courant	**16 201 838 766.10**	**2 540 867 568.19**	**13 660 971 197.91**
Total générale actif	**64 016 257 549.76**	**23 582 078 672.49**	**40 434 178 877.27**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice 2019

Annexe 06: Les ressources du groupe SAIDAL (2019) DA

PASSIF	**Montants**
Capitaux propres	
Capital émis	**2 500 000 000 .00**
Dotation de l'état	**0.00**
Autres fonds propres	**411 677 000.00**
Primes et réserves	**14 047 153 641.65**
Ecart de réévaluation	**2 686 752 011.24**
Ecart d'équivalence	**1 905 284 336.88**
Résultat net	**793 514 004.08**
Autres capitaux propres –report à nouveau	**-1 178 074 235.34**
Intérêts minoritaires	**609 971 657.90**
TOTAL capitaux propre ……..I	**21 776 278 416.42**
Passif non courant	
Emprunts et dettes financières	**10 403 266 267.81**
Impôts	**21 011 203.32**
Autres dettes non courant	**593 645 268.24**
Provisions et produits comptabilisés d'avance	**1 446 788 017.73**

Total passif non courant ……..II	**12 464 710 757.10**
Passif courant	
Fournisseurs et compte rattachés	**1 556 885 668.31**
Impôts	**116 625 268.50**
Autres dettes	**3 708 972 235.69**
Trésorerie passif	**810 706 531.25**
Total passif courant ……III	**6 193 189 703.75**
Total général passif	**40 434 178 877.27**

Source : rapport de gestion du conseil d'administration du groupe SAIDAL- exercice

Table des matières

Introduction générale 08

Chapitre 01 : Les fondements théorique de l'évaluation des entreprises 11

Introduction du chapitre 01 : 11

Section 01 : La valorisation de l'entreprise dans un contexte parfait (traditionnel) 12

1..La théorie de décision de financement de Modigliani et Miller avec ou sans impôt 12
1.1.La théorie de Modigliani et Miller en absence d'impôt 13
1.2.La théorie de Modigliani et Miller en présence d'impôt 14
2..La thèse de Modigliani et Miller sur la neutralité de la politique des dividendes 17
3..Critiques du modèle de Modigliani et Miller ainsi que l'importance de la politique des dividendes (modèle de Gourdon-Shapiro) 18
4..La thèse du non neutralité 19

Section 02 : La valorisation de l'entreprise dans un contexte imparfait (moderne) 21

1. Le niveau d'endettement et la théorie des signaux (Myers & Majluf 1984)..... 20

2. La décision de financement et La théorie d'agence (O.E.Williamson 1988)..... 23

3. Les solutions proposées aux conflits posés par la théorie d'agence 24

3.1. Le recours à l'endettement comme solution aux conflits entre les actionnaires et les dirigeants 24

3.2. Le contrat incitatif optimal 26

3.3. Les solutions aux conflits entre les actionnaires et les dirigeants, d'une part, les créanciers et les préteurs, d'autre part 26

4. La théorie des coûts de transaction (O.E Williamson-1989) 28

4.1. Les coûts liés aux transactions externes 28

4.2. Les coûts liés aux transactions internes 29

5. La théorie de gouvernance d'entreprise 30

5.1. Historique de la gouvernance d'entreprise 30

5.2. Définition de la gouvernance d'entreprise 31

5.3. Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise 31

6. Les autres théories financière modernes 34

6.1. Les modèle de (static trad off)..... 34

6.2. La théorie de financement hiérarchique (picking order theory)..... 34

Section 03 : La valorisation de l'actif économique 36

1. Définition de la valorisation de l'actif économique 36

2. Les éléments de la structure financière 37

2.1 La composition de structure financière 38

3. Les indices de l'équilibre financier 40

3.1. Le fonds de roulement net global..... 41

3.2. Le besoins en fonds de roulement 43

3.3. La trésorerie nette..... 45

Conclusion du chapitre 01 47

Chapitre 02 : Contexte, démarches et méthodes d'évaluation d'une entreprise..... 49

Introduction du chapitre 02 49

Section 01 : Concept de l'évaluation de l'entreprise..... 49

1. Définition de l'évaluation d'entreprise 49
2. Notion de valeur et prix..... 50
3. Définition d'éléments relatifs à l'évaluation d'entreprise..... 50
4. L'intérêt de l'évaluation de l'entreprise 52
5. Le contexte d'évaluation des entreprises 52

5.1.Augmentation du capital 53
5.2.Cession de l'entreprise/succession..... 53
5.3.Fusion d'entreprise..... 53
5.4.Réalisation d'investissement..... 53
5.5.Désinvestissement 54
5.6.Privatisation 54
5.7.Connaissance de la valeur de l'entreprise sur le marché 54
5.8.Mesure de la performance sur une période donnée..... 55

Section 02 : Démarches et procédures d'évaluation de l'entreprise 55

1. La collecte d'information..... 58
2. L'élaboration du diagnostic d'entreprise..... 59

2.1.Le diagnostic stratégique 59
2.2.Le diagnostic financier 59
2.2.1. Les objectifs du diagnostic..... 60
2.2.2. Les démarches d'analyse..... 61

2.2.3. Les retraitements du bilan 63
- L'élaboration du bilan financier 63
  1. Définition du bilan comptable 63
  2. Les éléments du bilan comptable 64
  3. Bilan financier 71
  3.1.Définition du bilan financier 71
  3.2.Le rôle et l'importance du bilan financier 72
  3.3.La structure du bilan financier 72
  4. Le passage du bilan comptable au bilan financier 74
  4.1.Les retraitements du bilan comptable 74
  4.2.Les retraitements hors bilan 76
- Analyse du bilan 79
  1. Le fonds de roulement (FR) 79
  1.1.Définition du fonds de roulement 80
  1.2.Le calcul du fonds de roulement 80
  1.3.L'évolution du fonds de roulement 81
  1.4.Interprétation du fonds de roulement 82
  1.5.Les différents types du fonds de roulement 83
  1.5.1. Le fonds de roulement propre (FRP) 83
  1.5.2. Le fonds de roulement étranger (FRE) 84
  1.5.3. Le fonds de roulement total (FRT) 84

2. Le Besoin en fonds de roulement (BFR) 85
2.1.Définition du besoin en fonds de roulement (BFR) 85
2.2.Mode de calcul de besoin en fonds de roulement 85
2.3.Interprétation du besoin en fonds de roulement 86
2.4.Types du besoin en fonds de roulement 87
2.4.1. Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) 87
2.4.2. Le besoin en fonds de roulement hors exploitation (BFRHE) 88
3. La trésorerie nette 88
3.1.Définition de la trésorerie 88
3.2.Mode de calcul de la trésorerie nette 88
3.3.Interprétation de la trésorerie nette 89
4. Analyse de l'activité 90
4.1.Les Soldes Intermédiaires de Gestion (SIG) 90
4.1.1. Définition SIG 90
4.1.2. Les éléments du tableau (SIG) 91
5. La capacité d'autofinancement (CAF) 96
5.1.Définition de la capacité d'autofinancement 96
5.2.La capacité d'autofinancement global (CAFG) 98
5.3.L'autofinancement (AF) 99
6. L'analyse par la méthode des ratios 99
6.1.Définition d'un ratio 99
6.2.Intérêt de l'analyse parla méthode des ratios 100
6.3.Typologies des ratios 100

6.3.1. Les ratios de la situation financière 100
6.3.2. Les ratios de la solvabilité et de liquidité 102
3. L'élaboration d'un business plan 103
4. Choisir une méthode d'évaluation 104
5. Détermination des hypothèses et les paramètres de l'évaluation 104
6. Synthèse des calculs et présentation de la fourchette de valeur 106
7. Négocier et fixer un prix de cession 106

Section 03 : Méthodes d'évaluation 107

➢ L'évaluation par l'approche patrimoniale 107
1. L'actif net comptable (ANC) 108
1.1.Calcul de l'ANC 109
2. L'actif net comptable corrigé (ANCC) 110
3. La méthode du Goodwill 113
3.1.La notion du Goodwill 114
3.1.1. Evaluation par le Goodwill et méthode de son calcul 114
3.1.2. Les méthodes de calcul du Goodwill 114
4. Avantage et limite de la valeur patrimoniale 118
➢ L'évaluation par les méthodes prospective 119
1. La méthode des flux financier 119
1.1.La méthode d'Irving Fisher 119
1.2.Méthode de Golden et Shapiro 120
2. La méthode des flux économiques 120
2.1.La méthode des cash-flows actualisés 120
2.1.1. Méthode des cash-flows simple 121
2.1.2. Méthode des cash-flows disponibles 121
2.1.3. Les avantages et les inconvénients de DCF 122
2.2.La méthode de la valeur ajoutée économique (EVA) et de la valeur économique de marché (MVA) 123
2.2.1. Concept de la valeur ajoutée économique 123
2.2.2. La valeur de l'entreprise 125

Conclusion du chapitre 02 128

Chapitre 03 : Evaluation de la société « SAIDAL » 129

Introduction du chapitre 03 129

Section 01 : la présentation du groupe SAIDAL 129

1.1.Présentation de l'entreprise SAIDAL 129
1.2.Historique du groupe SAIDAL 130
1.3.Mission du groupe SAIDAL 131
1.4.Centre de recherche et de développement (CRD) 132

1.5.Les filiales du groupe SAIDAL 133
1.5.1. SOMEDIAL 133
1.5.2. IBERAL 133
1.6.Les activités du groupe SAIDAL 133
1.7.L'organisation du groupe SAIDAL 134
1.8.La politique de partenariat 135
1.8.1. Le développement du partenariat 135
1.8.2. Les partenaires du groupe SAIDAL 135
1.8.3. Autres participations 136
1.8.4. La gamme des produits 136
1.8.5. Organigramme de l'entreprise 137

Section 02 : Analyse de la structure financière 138

2.1. Présentation des bilans financiers 138

2.1.1. Actif / passif du bilan (consolidé Groupe) 138

2.2. Les bilans condensés 141

2.3. L'analyse par les équilibres financiers 142

2.3.1. Etude du fonds de roulement 142

2.3.2. Calcul de besoin en fonds de roulement 144

2.3.3. Analyse des équilibres immédiats 145

2.4. L'analyse des ratios de liquidités 145

2.4.1. Liquidité générale 145

2.4.2. Liquidité restreinte 146

2.4.3. Liquidité immédiate 146

2.5. Analyse des ratios de structure financière 146

2.5.1. Ratio d'autonomie financière 147

2.5.2. Ratio d'endettement 147

2.5.3. Ratio de solvabilité 148

2.6. Analyse de la rentabilité du groupe SAIDAL 148

2.6.1. Ratio de rentabilité économique 148

2.6.2. Ratio de rentabilité financière 148

2.7. Analyse du TCR du groupe SAIDAL126 149

2.7.1. L'interprétation du tableau du compte de résultat du groupe SAIDAL 152
2.8. L'analyse de l'activité du groupe SAIDAL 153
2.8.1. Calcul de la capacité d'autofinancement du groupe SAIDAL 153
Section 03 : Evaluation de l'entreprise SAIDAL 154
3.1. L'évaluation par l'approche patrimoniale 154
3.1.1. Le calcul de l'actif net comptable 155
3.1.2. Le calcul de l'actif net comptable corrigé 155
3.1.3. Méthode de la Valeur Substantielle Brute 156
3.1.4. Capitaux Permanents Nécessaire à l'Exploitation 157
3.2. L'évaluation par les méthodes basées sur le Goodwill 157
3.2.1. La méthode abrégée 157
3.2.2. La méthode des experts comptables européens 158
3.3. La méthode d'actualisation des cash-flows 158
3.3.1. La valorisation de l'entreprise par méthode DCF 161
3.3.2. La valeur de l'entreprise 162
Conclusion du chapitre 03 167
Conclusion générale 168
Références bibliographie 169