Abdelkader Gliz
Enseignant à l'École Supérieure de Commerce
Pôle Universitaire de Koléa

L'ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE

APPLICATION AU CONTEXTE DE L'ÉCONOMIE ALGERIENNE

CAS PRATIQUE ET SUJETS D'EXAMEN CORRIGÉS

BERTI Editions

Tous droits réservés

Copyright BERTI Editions, Alger, 2020

PRÉFACE

Tout ouvrage écrit sur l'évaluation des entreprises doit être accueilli avec optimisme et fierté pour plusieurs raisons. En premier lieu, en l'absence d'une bourse des valeurs mobilières performante, la vaste majorité des entreprises fera face à un besoin d'évaluation au cours de leur vie pour de nombreuses raisons possibles : cotation en bourse, ouverture du capital à de nouveaux investisseurs, cession d'une partie des actifs, constitution de filiales, essaimage, etc. Ensuite, peu d'ouvrages nationaux se sont adressés spécifiquement à cette question. En troisième lieu, c'est un thème autant théorique que pratique. Les étudiants ont en besoin pour parfaire leurs connaissances théoriques et les praticiens pour mettre en œuvre les modèles préconisés. Enfin, le professeur Abdelkader Gliz qui a développé des compétences avérées dans ce domaine, doit restituer une grande partie de ses connaissances aux générations futures et aux managers concernés.

L'ouvrage décrit tous les aspects qui touchent de près ou de loin à l'évaluation des entreprises. Il fournit plus de schémas conceptuels qu'il n'en faut. En fait, on peut l'utiliser autant comme un ouvrage de finance d'entreprise que d'évaluation des entreprises. Il serait particulièrement recommandé aux étudiants en sciences économiques ou en gestion qui se spécialisent en finance ou les praticiens qui ont une base solide en comptabilité et finance. Il est particulièrement indiqué pour les dernières années de licence et surtout les mastères et MBA en finance. On doit se réjouir d'autant plus que pour la première fois, nous nous trouvons devant un ouvrage de ce calibre et l'université algérienne peut s'enorgueillir de commencer à produire des ouvrages qui rivalisent avec les productions internationales.

Bien sûr que ce livre gagnerait à s'améliorer pour les futures éditions. Le test en milieu réel pourrait clarifier les pistes des améliorations potentielles. Peut être que les étudiants demanderaient plus d'exercices et de cas. Il en est de même pour les enseignants qui indiqueront les futurs détails à fournir afin de mieux illustrer les concepts. En fait, un ouvrage n'est jamais fini. Il demeure toujours perfectible. Pour cela, nous avons toujours des enrichissements et des améliorations d'une édition à une autre. Mais nous avons déjà une base solide pour de futures éditions qui colleront de plus en plus et de mieux en mieux à la réalité du terrain. D'autant plus que le contexte algérien, complexe et exigeant, est sérieusement pris en compte dans les analyses. Il en est même fait référence dans le titre du livre tant la problématique du contexte y est largement abordée.

Il n'est pas facile d'intégrer tous les concepts présentés dans l'ouvrage malgré les efforts de simplification de l'auteur. On ne doit pas s'en vouloir si une partie de l'explication d'un modèle nous échappe. Les thèmes en finance sont les plus complexes en économie et en gestion. Il faut être patient avec soi-même. On ne peut pas le lire comme un roman. On a souvent besoin d'un accompagnement efficace : professeur ou chargé de stage, etc. Mais nous avons là un excellent outil didactique pour nous faciliter grandement la tâche. Pour cela, félicitons le professeur Abdelkader Gliz qui a conçu une magnifique production dont l'université nationale peut être fière.

Abdelhak Lamiri
PH.D en Finance

AVANT-PROPOS

L'évaluation de l'entreprise est le sujet de ma thèse de Doctorat d'Etat en sciences économiques, soutenue à l'Université d'Alger en octobre 2001 sous la co-direction des professeurs Abdelhak Lamiri de l'Ecole Supérieure de Commerce d'Alger et de Michel Daynac de l'Université de Toulouse 1. Le titre de la thèse est : « *Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché* ».[1] Le présent livre s'en inspire largement. C'est aussi le thème de plusieurs séminaires que j'ai organisés et animés en direction tant des étudiants que des professionnels de la finance (directeurs financiers) et de la comptabilité (experts-comptables et commissaires aux comptes). L'évaluation de l'entreprise est actuellement l'un des cours de Master que j'assure à l'Ecole Supérieure de Commerce à Koléa.

Deux traits distinctifs caractérisent ce livre. En premier lieu, on y trouve un exposé rigoureux de la méthodologie de l'évaluation de l'entreprise. Une attention particulière est accordée au cadre conceptuel sur lequel sont bâties les diverses méthodes d'évaluation. Cette rigueur permet entre autres de faire ressortir l'existence d'une large équivalence entre ces diverses méthodes. Ainsi, ce livre montre que sous certaines conditions peu restrictives, les méthodes des cash-flows actualisés et des dividendes actualisés et les méthodes mixtes basées sur le profit économique aboutissent à la même valeur de l'entreprise.

Le second trait distinctif de ce livre est la large référence faite au contexte algérien, notamment en lien avec les modes de financement, les introductions à la bourse d'Alger et l'application de la juste valeur dans le cadre du Système Comptable Financier –SCF. Des cas réels marocains et tunisiens d'introduction en bourse y sont également considérés et analysés en rapport avec les modèles d'évaluation étudiés.

Le choix de recourir de façon appuyée à la réalité de l'économie algérienne est motivé par la volonté de refuser la facilité des développements théoriques sans ancrage concret. C'est pour cela que dans ce livre, une place importante est accordée aux cas réels d'évaluation de l'entreprise et aux difficultés pratiques qui l'accompagnent. Ce choix représente également un défi important car le passage de la théorie à la pratique constitue souvent une difficulté majeure.

Au regard de ces deux caractéristiques, ce livre s'adresse aux enseignants et étudiants de l'économie et de la finance car le thème de l'évaluation de l'entreprise fait très souvent partie des cursus universitaires, mais aussi aux professionnels qui peuvent y trouver une démarche et des réponses utiles dans leur mission d'évaluation d'entreprise.

Je remercie l'ensemble des collègues suivants qui ont bien voulu lire une première

[1] Disponible en ligne sur le site web de l'Ecole Supérieure de Commerce à Koléa https://esc-alger.dz/contribution%20ensgnt/gliz/valeur-entreprise-privatisation.pdf.

version de ce livre et apporter leurs observations constructives : Khaled Azzaoui, Mohamed Bouhadida, Abdelhafid Dahmani, Ahlem Delmadji, Mohamed Guerrache, Othmane Ihaddadene et Malek Merhoun. Bien évidemment, les erreurs et omissions qui pourraient subsister demeurent de ma seule responsabilité.

J'ai également bénéficié des débats que j'ai eu avec mes deux collègues Nacer Azouani et Ahlem Delmadji dans le cadre du cours « diagnostic et évaluation d'entreprise » de Master que nous assurons ensemble à l'Ecole Supérieure de Commerce à Koléa.

Un grand merci également à mes étudiants (es) des différentes promotions. Leurs questions et commentaires pertinents ont constitué pour moi autant d'occasions pour m'amener à améliorer le contenu de mes cours. Je leur exprime ici toute ma reconnaissance.

J'ai commencé l'enseignement de la finance à l'Ecole Supérieure de Commerce d'Alger dans les cours de choix des investissements et de théorie financière avec mon ami et collègue Mohamed Touati-Tliba. Une partie des concepts développés dans ce livre a été enseignée par nous dans le cadre de ces cours. A ce titre, ma dette envers Mohamed est grande et éternelle.

J'ai approfondi l'enseignement de la finance, notamment à travers les cours d'économie de l'incertain, d'économie de l'information et de théorie et politique financières de l'entreprise dispensés en Magister et en Doctorat.

Des débats très instructifs ont eu lieu avec mon ami et collègue Abdelhafid Dahmani sur divers thèmes de l'économie. Sa rigueur de raisonnement a toujours constitué pour moi un levier pour avancer, et ce depuis la naissance de notre amitié au lycée Okba en classe de seconde. A ce titre, ma dette envers Abdelhafid est grande et éternelle.

Je remercie Abdelaziz Sebboua, directeur de l'Ecole Supérieure de Commerce à Koléa, qui n'a pas ménagé ses efforts pour m'apporter son soutien en de nombreuses circonstances, notamment à l'occasion de la préparation du présent livre. Je lui témoigne ici toute mon amitié et toute ma gratitude.

Ce livre n'aurait jamais vu le jour sans l'affection et le soutien indéfectibles de ma famille et l'encouragement fraternel de mes amis. Je le leur dédie avec une pensée et une émotion particulières à celles et à ceux qui nous ont quittés.

LISTE DES ACRONYMES ET SYMBOLES UTILISÉS

A_t	Dotations aux amortissements de l'année *t*	k	Coût du capital
AE	Actif Economique	k_d	Coût de la dette
AFIC	Association Française des Investisseurs en Capital	KDA	Mille Dinars algériens
AMMC	Autorité Marocaine du Marché des Capitaux, Maroc	k_e	Coût des capitaux propres
ANC	Actif Net Comptable	k_{eL}	Coût des capitaux propres d'une entreprise avec dette
ANCC	Actif Net Comptable Corrigé	k_{eu}	Coût des capitaux propres d'une entreprise sans dette
APT	Arbitrage Pricing Theory	KMAD	Mille Dirhams marocains
B_t	Bénéfice net (résultat net d'exercice) de l'année *t*	k_P	Coût des actions privilégiées
b	Taux de rétention des bénéfices	KTND	Mille Dinars tunisiens
β_j	Risque systématique de l'action *j* dans le cadre du MEDAF	LE	Livre égyptienne
BAII	Bénéfice Avant Intérêts et Impôts	MAD	Dirham marocain
BFR	Besoin en Fonds de Roulement	MEDAF	Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers
BPA	Bénéfice Par Action	MMAD	Million de Dirhams marocains
C_t	Coûts opérationnels anticipés de l'entreprise pour l'année *t*	M&M	Modigliani & Miller
CAPA	Chiffre d'Affaires Par Action	MTND	Million de Dinars tunisiens
CAPM	Capital Asset Pricing Model	MVA	Market Value Added
CI_t	Capitaux Investis de l'année *t*	N	Nombre d'anciennes actions
CMF	Conseil du Marché Financier, Tunisie	N'	Nombre de nouvelles actions
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital	n	Nombre de DPS nécessaire à l'achat d'une action nouvelle

COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	NOPAT	Net Operating Profit After Tax
CP_t	Capitaux Propres de l'année *t*	NYSE	New York Stock Exchange
CPNE	Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation	OAT	Obligations Assimilées du Trésor
D	Dette	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economique
d	Taux de distribution des dividendes	OPA	Offre Publique d'Achat
ΔD_t	Variation nette de la dette durant l'année *t*	P_t	Prix de l'action au temps *t*
DA	Droit d'Attribution	PBR	Price to Book Ratio
DAS	Domaine d'Activité Stratégique	PER	Price Earnings Ratio
DCF	Discounted Cash-Flow	π	Taux d'investissement net
DDM	Dividend Discount Model	POT	Pecking Order Theory
DIV_t	Dividende total de l'année *t*	R_t	Revenus anticipés de l'entreprise pour l'année *t*
Div_t	Dividende par action de l'année *t*	R_f	Taux de rendement sans risque
DJ	Dinar jordanien	RIM	Residual Income Model
DN_t	Dettes Nouvelles de l'année *t*	RM_t	Résultat Part des Minoritaires de l'année *t*
DP_t	Dividendes Privilégiés de l'année *t*	ROA	Return On Assets
DPA	Dividende Par Action	ROE	Return on Equity
DPS	Droit Prioritaire de Souscription	ROS	Return On Sales
DR_t	Dettes Remboursées de l'année *t*	SCF	Système Comptable Financier
DZD	Dinar algérien	SGBV	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs d'Alger
EBE	Excédent Brut d'Exploitation	SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats

EBIT	Earnings Before Interest and Taxes	τ	Taux de l'impôt sur le bénéfice de l'entreprise
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	TIE	Taux d'Intérêt Effectif
E	Valeur des capitaux propres	TME	Titres Mis en Equivalence
E_{CP}	Valeur des capitaux propres selon l'approche des capitaux propres	TN	Trésorerie Nette
$E(R_j)$	Espérance de taux de rendement de l'actif *j*	TND	Dinar tunisien
$E(R_m)$	Espérance de taux de rendement du portefeuille de marché *m*	TOT	Trade-Off Theory
EVA	Economic Value Added	TRI	Taux de Rentabilité Interne
EVSR	Enterprise Value to Sales Ratio	UGT	Unité Génératrice de Trésorerie
E_{VT}	Valeur des capitaux propres selon l'approche de la valeur totale	USD	US Dollar
FCF	Free Cash-Flow	v	Valeur de l'action
FCFE	Free Cash-Flow to Equity	V	Valeur Totale de l'entreprise
FCFF	Free Cash-Flow to Firm	V_A	Valeur d'Acquisition
FR	Fonds de Roulement	VACA	Valeur Actuelle des Coûts d'Agence
g	Taux de croissance	VAECF	Valeur Actuelle Espérée des Coûts de Faillite
GAP	Garantie d'Actif et de Passif	VAN	Valeur Actuelle Nette
GW	Goodwill	VCN	Valeur Comptable Nette
I_t	Investissement de l'entreprise pour l'année *t*	V_L	Valeur totale de l'entreprise avec dette
IAS	International Accounting Standard	V_p	Valeur patrimoniale
IASB	International Accounting Standard Board	V_R	Valeur de rendement
IDA	Impôt Différé Actif	VS	Valeur Substantielle

IDP	Impôt Différé Passif	V_T	Valeur terminale, valeur de sortie
IFRS	International Financial Reporting Standards	V_u	Valeur totale de l'entreprise sans dette
IM	Valeur de marché des Intérêts Minoritaires	*w*	Wealth : richesse de l'actionnaire
IOB	Intermédiaire en Opérations de Bourse	WACC	Weighted Average Cost of Capital

TABLE DES MATIÈRES

Préface III

Avant-propos V

Liste des acronymes et symboles utilisés VII

Introduction générale 1

CHAPITRE 1

LES MOTIVATIONS DE L'EVALUATION DE L'ENTREPRISE **9**

1.1-) Introduction 9

1.2-) La privatisation 10

1.3-) L'introduction en bourse 12

1.4-) La fusion-acquisition 17

1.5-) Le capital-investissement 25

1.6-) l'émission de nouvelles actions 30

1.7-) L'émission d'obligations convertibles en actions 39

1.8-) Conclusion 44

CHAPITRE 2

LES CONCEPTS FINANCIERS DE L'EVALUATION DE L'ENTREPRISE **45**

2.1-) Introduction 45

2.2-) L'objectif de l'entreprise 46

2.3-) La problématique générale de la valeur de l'entreprise 49

2.4-) L'actualisation 51

2.5-) Le coût du capital 54

2.6-) Le coût des capitaux propres 59

2.6.1-) Le modèle d'évaluation des actifs financiers 59

2.6.2-) L'application du MEDAF dans le contexte algérien 62

2.6.2.1-) Le coefficient bêta (β) 63

2.6.2.2-) La prime de risque de marché 64

2.6.2.3-) Le taux de rendement sans risque 65

2.6.2.4-) La prime de risque-pays 67

2.6.2.5-) La valeur du contrôle 70

2.6.2.6-) La prime de liquidité 71

2.7-) La structure du capital 71

2.7.1-) Risque opérationnel et risque financier 72
2.7.2-) L'approche traditionnelle 73
2.7.3-) La thèse de Modigliani & Miller 74
2.7.4-) La théorie du compromis 76
2.7.5-) Le modèle de l'ordre hiérarchique 78
2.7.6-) La validation empirique des théories de la structure du capital 80
2.8-) Le coefficient bêta (β) et la structure du capital 81
2.9-) Conclusion 84

CHAPITRE 3

LE DIAGNOSTIC D'ENTREPRISE **87**

3.1-) Introduction 87
3.2-) La démarche du diagnostic 88
3.2.1-) La finalité du diagnostic 88
3.2.2-) L'analyse SWOT 89
3.2.3) L'analyse des conditions concurrentielles 90
3.2.4-) Les aspects opérationnelles du diagnostic 92
3.3-) Le diagnostic externe 93
3.3.1-) Les caractéristiques du marché 93
3.3.2-) L'analyse de la demande 94
3.3.3-) L'analyse de l'offre 95
3.3.4-) L'analyse du contexte sociopolitique 95
3.4-) Le diagnostic interne 95
3.4.1-) La fonction commerciale 95
3.4.2-) Les clients 96
3.4.3-) La production 97
3.4.4-) Les fournisseurs 98
3.4.5-) Les ressources humaines 99
3.4.6-) Le diagnostic juridique et fiscal 99
3.5-) Le diagnostic financier 100
3.5.1-) L'activité 102
3.5.2-) La rentabilité 103
3.5.3-) L'équilibre financier 104
3.5.4-) La solvabilité 108
3.5.5-) La gestion 108
3.5.6-) La structure financière 110

3.5.7-) La liquidité 111
3.5.8-) Le risque 111
3.6-) L'orientation stratégique et le business plan 113
3.7-) Conclusion 113

CHAPITRE 4

LA VALEUR DE L'ENTREPRISE BASEE SUR SON PATRIMOINE 115

4.1-) Introduction 115
4.2-) L'Actif Net Comptable –ANC 116
4.3-) L'Actif Net Comptable Corrigé –ANCC 117
4.3.1-) Principes généraux de la réévaluation du bilan 119
4.3.2-) Estimation de l'Actif Net Corrigé 120
4.3.2.1-) Les terrains 120
4.3.2.2-) Les constructions 122
4.3.2.3-) Les matériels et équipements 123
4.3.2.4-) Les actifs financiers 125
4.3.2.5-) Les stocks 131
4.3.2.6-) Les actifs incorporels 132
4.3.2.7-) L'impôt différé actif -IDA 134
4.3.3-) Estimation du passif exigible 137
4.3.3.1) Les dettes 137
4.3.3.2-) Les provisions pour risques et charges 138
4.3.3.3-) Les bénéfices à distribuer 139
4.3.3.4-) L'impôt différé passif 139
4.3.3.5-) Le passif non inscrit 139
4.3.4-) L'Actif Net Comptable Corrigé –ANCC 140
4.4-) Autres valeurs patrimoniales de l'entreprise 141
4.4.1-) La Valeur Substantielle –VS 141
4.4.2-) Les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation – CPNE 142
4.5-) Conclusion 142

CHAPITRE 5

LA VALEUR DE L'ENTREPRISE BASEE SUR LES CASH-FLOWS FUTURS ACTUALISES 145

5.1-) Introduction 145
5.2-) L'expression générale de la méthode des cash-flows futurs actualisés 146
5.3-) L'approche de la valeur totale 150

5.4-) L'approche de la valeur des capitaux propres 152
5.5-) L'équivalence des approches de la valeur totale et des capitaux propres 154
5.6-) La circularité de la valeur des capitaux propres 157
5.7-) Entreprise à durée de vie finie et convergence des deux approches 159
5.8-) La modification de la structure du capital 164
5.9-) L'introduction de la valeur terminale 166
5.10-) Les actions privilégiées 169
5.11-) Les intérêts minoritaires 171
5.12-) Les titres mis en équivalence 173
5.13-) La trésorerie excédentaire 174
5.14-) Conclusion 175

CHAPITRE 6

L'EVALUATION DE L'ACTION PAR ACTUALISATION DES DIVIDENDES 177

6.1-) Introduction 177
6.2-) Le modèle des dividendes actualisée et ses diverses versions 178
6.2.1-) Le modèle général des dividendes actualisés 179
6.2.2-) Le modèle des dividendes actualisés à croissance nulle 181
6.2.3-) Le modèle de Gordon-Shapiro 181
6.2.4-) Le modèle des dividendes actualisés à deux phases 183
6.2.5-) Le modèle de Bates 183
6.3-) Politique de dividendes et différence entre cash-flows et dividendes 185
6.3.1-) La thèse de neutralité des dividendes de Millet et Modigliani 187
6.3.2-) La thèse résiduelle 190
6.3.3-) Les théories de la non neutralité des dividendes 191
6.3.3.1-) La politique de lissage du dividende 191
6.3.3.2-) Le dividende et la dissipation de l'incertitude 192
6.3.3.3-) L'introduction de l'impôt sur le revenu des personnes 193
6.3.3.4-) Le dividende et l'effet clientèle 193
6.3.3.5-) Le dividende en tant que signal 194
6.3.3.6-) Le dividene et l'aléa moral 195
6.4-) Dividendes potentiels et convergence entre DDM et DCF 195
6.5-) Conclusion 202

CHAPITRE 7

LA VALEUR DE L'ENTREPRISE BASEE SUR LES METHODES MIXTES DU PROFIT ECONOMIQUE **205**

7.1-) Introduction 205

7.2-) Valeur de rendement, valeur patrimoniale et *goodwill* 206

7.2.1-) Le goodwill et son évaluation 206

7.2.2-) Application de la méthode du *goodwill* 211

7.3-) Le modèle du revenu résiduel 212

7.3.1-) La notion de revenu résiduel 213

7.3.2-) Le modèle du revenu résiduel 215

7.3.3-) Le principe de *Clean Surplus Accounting* 218

7.3.4-) L'équivalence entre les modèles RIM et DDM 219

7.3.5-) L'équivalence entre les modèles RIM et DCF 221

7.4-) La méthode de la Valeur Economique Ajoutée –EVA 224

7.4.1-) La notion de Valeur Economique Ajoutée –EVA 224

7.4.2-) Application de la méthode EVA 225

7.5-) Conclusion 227

Annexe 7.A : Détermination du *goodwill* selon les méthodes traditionnelles 229

CHAPITRE 8

LA METHODE ANALOGIQUE D'EVALUATION DE L'ENTREPRISE **231**

8.1-) Introduction 231

8.2-) L'évaluation par le *Price Earnings Ratio* –PER 232

8.2.1-) Définition du PER 232

8.2.2-) Application de la méthode du PER 234

8.2.3-) Les facturs déterminants du PER 238

8.3-) L'évaluation par le multiple Valeur de l'Entreprise / EBITDA 241

8.3.1-) Définition du multiple Valeur de l'Entreprise / EBITDA 241

8.3.2-) Application du multiple Valeur de l'Entreprise / EBITDA 242

8.3.3-) Les facteurs déterminants du multiple Valeur de l'Entreprise / EBITDA 244

8.4-) L'évaluation par le multiple Price to Book Ratio –PBR 245

8.4.1-) Définition du multiple PBR 245

8.4.2-) Application du multiple PBR 246

8.4.3-) Les facteurs déterminants du multiple PBR 247

8.5-) L'évaluation par le multiple Price to Sales Ratio –PSR 249

8.5.1-) Définition du multiple PSR 249

8.5.2-) Application du multiple PSR 250
8.5.3-) Les facteurs déterminants du multiple PR 251
8.6-) L'utilisation d'autres multiples 251
8.7-) Conclusion 252

CHAPITRE 9
CAS PRATIQUE : EVALUATION DU GROUPE BIOPHARM **255**

9.1-) Introduction 255
9.2-) Brève présentation de Biopharm 255
9.2.1-) Bref historique de Biopharm 256
9.2.2-) Brève description de l'introduction en bourse de Biopharm 256
9.2.3-) Les états financiers de Biopharm 257
9.3-) L'évaluation de Biopharm 258
9.3.1-) Le choix des méthodes d'évaluation 259
9.3.2-) L'évaluation par la méthode des multiples 260
9.3.3-) L'évaluation par le modèle DCF 263
9.3.4-) La synthèse de l'évaluation 269
9.3.5-) Valeur de l'action et risque de liquidité 270
9.4-) Conclusion 271

CONCLUSION GÉNÉRALE **273**

SUJETS D'EXAMEN **299**

ANNEXE : DEMONSTRATION DES PRINCIPALES EXPRESSIONS ET RELATIONS **305**

A.1-) L'expression du FCFF dans l'approche de la valeur totale de DCF 305
A.2-) Le modèle de Gordon-Shapiro 307
A.3-) Le modèle de Bates 309
A.4-) L'équivalence entre les modèles RIM et DDM 310
A.5-) L'équivalence entre les modèles RIM et DCF 311

RÉSUME DES PRINCIPALES EXPRESSIONS DE L'EVALUATION DE L'ENTREPRISE **313**

BIBLIOGRAPHIE **323**

INTRODUCTION

La valeur et le prix sont au cœur de la science économique.[2] La théorie de la valeur a constitué une des pierres angulaires des premières écoles de la pensée économique. De même, l'un des principaux objets d'étude de la microéconomie est d'expliquer comment se détermine le prix de marché des biens et des facteurs de production. Enfin, l'un des modèles les plus célèbres de la finance, à savoir le Modèle d'Évaluation des Actifs financiers –MEDAF, porte sur la détermination du prix des actifs financiers échangés dans le marché financier.[3]

Appliqué à l'entreprise, le concept de valeur devient bien plus complexe à manier, et ce pour plusieurs raisons. En premier lieu, l'horizon temporel de l'entreprise est pluriannuel. En d'autres termes, la valeur de l'entreprise doit intégrer la dimension du temps. Le traitement de cette caractéristique nécessite la clarification de deux épineuses questions, à savoir celles de la prévision des revenus futurs de l'entreprise et de la détermination du taux d'actualisation. Le deuxième facteur important pour la détermination de la valeur de l'entreprise est le risque caractérisant les revenus et le taux de rentabilité futurs de l'entreprise. Le risque est ainsi un facteur fondamental dans l'estimation des cash-flows futurs, du coût des capitaux propres et du coût du capital de l'entreprise.

L'asymétrie d'information existant entre l'acquéreur et le cédant est un autre facteur important pour la détermination de la valeur de l'entreprise. L'existence de cette asymétrie d'information peut entraîner une sous-évaluation de l'entreprise dont l'ampleur pourrait, dans certains cas, remettre en cause la transaction portant sur l'entreprise.[4] Le diagnostic de l'entreprise vise en grande partie à réduire l'étendue et l'impact de cette asymétrie d'information. À travers les clauses de garantie d'actif net (référence explicite aux rubriques du bilan) et de garantie de passif (garantie contre d'éventuels passifs latents), c'est ce même objectif qui est recherché lors de la transmission des droits sociaux attachés à l'entreprise cédée. La clause de *Garantie d'Actif et de Passif* –GAP– a pour objet la sécurisation de l'acquéreur contre la réduction de la valeur de l'actif ou l'augmentation du passif pour des évènements non apparents et antérieurs au transfert de propriété.[5]

---

[2] Le livre fondateur en économie de Debreu (1959) s'intitule « *Theory of Value* ». De même, comme le stipule Mas-Colell, Whinston and Green (1995) dans leur célèbre livre, la théorie de l'équilibre général « *est une théorie de la détermination des prix et quantités d'équilibre dans un système de marchés parfaitement concurrentiels* » (page 511).

[3] Voir Sharpe (1964).

[4] Il s'agit du problème de sélection adverse mis en évidence par Akerlof (1970). Voir aussi Myers & Majluf (1984) qui ont montré que l'asymétrie d'information entre l'entreprise et les investisseurs externes (outsiders) pourrait entraîner une baisse du cours de l'action et possiblement l'abandon par l'entreprise de projets d'investissement rentables.

[5] Voir par exemple Stoclet (2008).

Les différents thèmes touchant l'évaluation de l'entreprise peuvent être classés en *deux volets*, la méthodologie d'une part et les anticipations et les hypothèses d'autre part.

À travers le présent livre, nous analysons le volet méthodologique en accordant une attention particulière à la justification théorique et à la démonstration des expressions formelles utilisées. L'objectif recherché est aussi de montrer qu'en fait, les différentes méthodes sont liées entre elles. En effet, sous certaines conditions, les méthodes des cash-flows, des dividendes et des revenus résiduels actualisés sont équivalentes. Nous appellerons cette caractéristique *l'unicité relative* des modèles d'évaluation.

La méthodologie de l'évaluation de l'entreprise est basée sur le principe fondamental selon lequel la valeur de l'entreprise est déterminée par les revenus, présents et/ou futurs, qu'elle est susceptible de générer, actualisés au taux approprié.[6] Une grande importance est également accordée à la pratique de cette méthodologie. Pour cela, nous nous référons régulièrement à l'évaluation des entreprises algériennes introduites en bourse, permettant ainsi de traiter des difficultés pratiques d'application des méthodes d'évaluation. Les expériences d'évaluation traitées dans cet ouvrage proviennent aussi d'entreprises marocaines et tunisiennes introduites en bourse, ceci pour offrir une vision comparative des modèles d'évaluation présentés.

Au titre du volet méthodologique, nous traitons la question de l'existence dans la littérature de plusieurs modèles d'évaluation. Parmi les principaux modèles existants et exposés dans le présent livre, citons l'Actif Net Comptable Corrigé –ANCC–, les cash-flows actualisés, les dividendes actualisés, les méthodes mixtes et les méthodes comparatives. Nous montrons que cette multitude de méthodes d'évaluation ne signifie pas existence de plusieurs valeurs pour la même entreprise, ce qui aurait autrement contredit la loi de l'unicité du prix.[7]

Nous abordons en premier lieu l'existence de deux types de valeur, à savoir une valeur patrimoniale et une valeur de rendement. Nous montrons ainsi au deuxième chapitre qu'au regard de l'objectif fondamental de maximisation de la valeur de l'entreprise, l'entreprise n'a qu'une et une seule valeur et qui est le maximum entre la valeur patrimoniale et la valeur de rendement. Ainsi, la valeur de l'entreprise sera égale à sa valeur de rendement si les cash-flows futurs anticipés sont suffisamment élevés ou, dans le cas contraire, à sa valeur patrimoniale, cette dernière, mesurée par l'Actif Net Comptable Corrigé, s'apparentant alors à une valeur de liquidation.

[6] Ce principe de base a été introduit par Irving Fisher (1930) qui a énoncé que « *la valeur de toute propriété, ou droit à la richesse, est sa valeur en tant que source de revenu et se détermine en actualisant ce revenu attendu* ».

[7] Dans un marché efficient en équilibre, un bien ou actif ne peut avoir qu'un seul prix. Si des prix différents apparaissent en des points différents du marché, les opportunités d'arbitrage qui en résulteront rétabliront l'unicité du prix. Ce principe a été énoncé la première fois par Gustav Cassel et a servi de base à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat –PPA.

En dépit de l'existence de plusieurs méthodes d'évaluation, le modèle des cash-flows actualisés demeure le modèle de référence, car les cash-flows actualisés représentent le gain effectif des apporteurs de fonds à travers l'exploitation de l'entreprise. Comme d'ailleurs le montre le tableau 1.2, c'est le modèle le plus utilisé par les entreprises algériennes lors de leur introduction en bourse.

Le second volet de l'évaluation concerne les *anticipations* et les *hypothèses* sur lesquelles il est nécessaire de se baser. En fait, évaluer une entreprise revient, pour une part plus ou moins importante, à formuler des anticipations sur l'avenir de cette entreprise. Ceci montre le rôle fondamental des hypothèses sur lesquelles se base l'évaluation. Par exemple, pour déterminer les cash-flows futurs, l'évaluateur doit énoncer des hypothèses sur le chiffre d'affaires sur plusieurs années. Le chiffre d'affaires passé de l'entreprise, même s'il peut être un bon indicateur pour la prévision, n'est pas pleinement suffisant pour anticiper le chiffre d'affaires futur. En effet, on doit d'abord par exemple s'interroger si le rythme d'évolution passé du chiffre d'affaires va se maintenir à l'avenir. Ou bien va-t-il être plus élevé ou moins élevé. En plus de l'évolution passée, l'évaluateur devra intégrer dans la prévision les évènements nouveaux touchant le secteur d'activité de l'entreprise, comme par exemple les fluctuations de prix, l'apparition de nouveaux concurrents, le changement de réglementation et le changement de technologie.

Le chiffre d'affaires de l'entreprise est également influencé par les évolutions futures de l'entreprise, notamment s'il est attendu un changement de l'actionnariat, du management et de la gouvernance. Par exemple, si l'entreprise est sur le point de réaliser une opération d'acquisition, son chiffre d'affaires s'en trouvera nécessairement très impacté. Il en sera de même si l'entreprise prépare son introduction en bourse.

Dans tous les cas de figure, pour déterminer les cash-flows futurs, le coût des capitaux propres et le mode de financement de l'entreprise, l'évaluation nécessite le choix d'un nombre important d'hypothèses. Il est très important dans ce cas de bien préciser dans le *rapport d'évaluation*, l'ensemble de ces hypothèses, ceci afin de permettre aux parties concernées d'apporter leur appréciation relative. Sous réserve que la méthodologie retenue ait été rigoureusement appliquée, la négociation entre le cédant et repreneur portera essentiellement sur les hypothèses retenues.

Les difficultés d'application des modèles d'évaluation, notamment celles relatives au choix des hypothèses, expliquent en partie la nature incertaine du résultat. Cette incertitude provient en premier lieu du caractère aléatoire des cash-flows futurs anticipés. Elle provient également de la méthodologie d'estimation de certains paramètres nécessaires à l'évaluation de l'entreprise. Par exemple, pour la détermination du coût des capitaux propres à appliquer, on se base souvent sur le coût des capitaux propres moyen d'entreprises considérées comme étant similaires. À l'évidence, une erreur d'estimation est possible si l'entreprise concernée diffère sensiblement de la moyenne de l'échantillon choisi.

Deux évaluateurs différents pourraient parvenir à deux valeurs différentes, car, notamment, leurs prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses différentes, et ce même si la même méthodologie est utilisée. L'acheteur et le vendeur peuvent aboutir à des valeurs différentes, car chaque partie aura naturellement tendance à retenir les hypothèses qui lui sont favorables. Le recours à un évaluateur indépendant, par exemple un cabinet d'audit, permet de réduire ce type de divergences, mais ne l'élimine pas complètement pour autant. Dans ce cas de figure, le rapport d'évaluation doit bien faire ressortir les hypothèses retenues. En pratique, très souvent, le cabinet d'audit est amené à refaire ses calculs sur la base des remarques des parties concernées.

Une deuxième source d'incertitude provient de la part de subjectivité que peut comporter l'évaluation d'entreprise. Par exemple, les fondateurs d'une entreprise, pour des raisons affectives, peuvent attribuer à leur entreprise une valeur supérieure à celle proposée par un repreneur dont le seul objectif est le rendement financier. Mais en présence d'une méthodologie rigoureuse, ces éléments subjectifs finissent par apparaître en tant que tels et auront au final peu d'importance dans la détermination du prix. En d'autres termes, l'un des objectifs du développement de la méthodologie de l'évaluation est de réduire autant que possible la part de la subjectivité.

En raison de l'existence de cette incertitude, les évaluateurs recourent généralement à deux méthodes d'évaluation ou plus, ceci afin de réduire le risque d'erreur.[8] La valeur proposée sera dans ce cas la moyenne des évaluations.[9] Dans certains cas, l'évaluation aboutit à une fourchette de valeurs qui pourrait dans ce cas servir de base de négociation entre le cédant et l'acquéreur.

Le présent livre est organisé autour de neuf chapitres. L'objectif du premier chapitre est de montrer que l'évaluation de l'entreprise est requise dans plusieurs décisions stratégiques de l'entreprise. Nous en avons considéré dans ce livre les principales, mais il en existe bien d'autres comme par exemple l'évaluation des parts sociales des entreprises lors de leur transmission.[10] La nécessité de la détermination de la valeur de l'entreprise apparaît à plusieurs stades de la vie de l'entreprise. À défaut de détermination de la *juste valeur*, c'est l'opération envisagée elle-même qui risque de ne pas aboutir. Par exemple, si l'entreprise projette d'émettre de nouvelles actions et si ces dernières sont surévaluées, alors il est fort probable que la demande exprimée soit insuffisante, remettant ainsi en cause la réalisation du projet considéré. Une sous-évaluation n'est également pas souhaitable, car elle impliquerait un transfert de richesse des anciens actionnaires vers les nouveaux actionnaires. Dans ce cas aussi, une remise en cause de

[8] Voir tableau 1.2 qui montre que pour quatre entreprises sur les cinq entreprises introduites à la bourse d'Alger, l'évaluation de l'entreprise a été réalisée sur la base de deux méthodes d'évaluation ou plus.

[9] Relevons cependant que lorsque cette moyenne est calculée à partir d'une valeur patrimoniale et d'une valeur de rendement, cela revient à faire l'hypothèse que l'entreprise concernée est simultanément en liquidation et en continuité d'exploitation.

[10] Voir code de commerce (article 571) où cette évaluation peut devenir conflictuelle et nécessiter dans ce cas l'intervention du tribunal.